



HAL
open science

L'EFFET DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT SUR L'OFFRE VOLONTAIRE D'INFORMATIONS DANS LES RAPPORTS ANNUELS DES SOCIÉTÉS CANADIENNES

Daniel Zéghal, Hanen Ghorbel

► **To cite this version:**

Daniel Zéghal, Hanen Ghorbel. L'EFFET DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT SUR L'OFFRE VOLONTAIRE D'INFORMATIONS DANS LES RAPPORTS ANNUELS DES SOCIÉTÉS CANADIENNES. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558402

HAL Id: halshs-00558402

<https://shs.hal.science/halshs-00558402v1>

Submitted on 21 Jan 2011

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

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

**L'EFFET DE LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT SUR
L'OFFRE VOLONTAIRE D'INFORMATIONS DANS LES RAPPORTS
ANNUELS DES SOCIÉTÉS CANADIENNES**

**Par
Daniel Zéghal
et
Hanan Ghorbel**

Nous tenons à remercier le Centre de recherche en comptabilité des CGA pour l'appui qu'il a accordé à cette recherche.

L'EFFET DE LA CONCENTRATION DE
L'ACTIONNARIAT SUR L'OFFRE VOLONTAIRE
D'INFORMATIONS DANS LES RAPPORTS ANNUELS
DES SOCIÉTÉS CANADIENNES

Résumé :

L'objectif de cet article est d'étudier l'impact de la concentration de la propriété, indicateur de conflit d'agence, sur la diffusion volontaire d'informations fournies dans les rapports annuels des entreprises canadiennes.

Comme objectif secondaire, nous avons étudié l'effet de la propriété des dirigeants et des non-dirigeants dans le capital et d'autres variables (taille, endettement, performance...) sur l'étendue de l'offre volontaire d'informations.

L'échantillon comprend les rapports annuels de l'année 1997 de 142 entreprises industrielles. L'étendue de la publication est mesurée selon l'indice de Botosan [1997].

En procédant à de multiples régressions linéaires, nous avons conclu que la concentration de la propriété entraîne un effet important sur la variation de l'offre volontaire dans les rapports annuels.

La deuxième plus importante variable relève de la taille de l'entreprise, laquelle explique bien la variation de l'offre volontaire dans les rapports annuels.

Mots clés : rapports annuels, concentration de la propriété, offre volontaire.

THE EFFECT OF OWNERSHIP CONCENTRATION ON
VOLUNTARY DISCLOSURE IN THE ANNUAL
REPORTS OF CANADIAN COMPANIES

Abstract:

This paper reports on the impact of ownership concentration, a possible indicator of agency conflict, on the extent of voluntary disclosure in Canadian annual corporate reports.

As a secondary objective, we studied the correlation between the extent of voluntary disclosure and the degree of ownership concentration in the hands of management, company insiders and external shareholders, as well as the influence of other variables such as company size, debt, performance, etc.

The sample includes the 1997 annual reports of 142 industrial firms. The extent of disclosure was measured by the Botosan Index [1997].

Using linear multiple regression, we found that concentration of ownership is a major factor determining the extent of voluntary disclosure in annual reports.

The second most important variable is the size of the firm.

Key words: annual reports, ownership concentration, voluntary disclosure.

Introduction

Au cours des dernières années, divers organismes de réglementation boursière et comptable [CVMO et CVMQ 1989 ; AICPA 1994] ont manifesté de l'intérêt envers l'amélioration du contenu informatif des rapports annuels. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada ont récemment inauguré des mesures visant à bonifier l'information narrative dans les rapports annuels.

Les travaux réalisés par ces organismes démontrent que les changements survenus dans les secteurs de l'environnement, de l'internationalisation des marchés financiers et de la mondialisation doivent être accompagnés d'un accroissement de la quantité d'informations volontaires publiées par les entreprises pour satisfaire aux besoins des décideurs.

Il est cependant important de remarquer que le comportement des entreprises en matière de publication varie considérablement. Certaines sociétés limitent leur publication au minimum requis par la loi. D'autres, par contre, optent pour la transparence et diffusent beaucoup de renseignements. Plusieurs chercheurs ont tenté de s'interroger sur les raisons qui incitent le dirigeant à diffuser volontairement plus ou moins d'informations dans les rapports annuels. L'étude des pratiques et des déterminants de l'offre volontaire a permis d'apporter des éclaircissements intéressants quant aux motivations des dirigeants à diffuser plus ou moins d'informations [B. Raffournier 1995 ; K. Naser 1998 ; F. Depoers 2000].

Ces études ont démontré qu'il existe une corrélation significative entre quelques variables caractéristiques de l'entreprise (taille, performance, structure de propriété, endettement, etc.) et l'offre volontaire de certaines informations. L'importance de ces variables sur l'offre volontaire a été étayée par l'étude de K. Ahmed et J.K. Courtis [1999] qui, se basant sur une méta-analyse de 29 études empiriques, confirment un effet positif significatif de la taille, de la cotation boursière et de l'endettement sur l'étendue de l'offre volontaire.

Des études très récentes essaient d'expliquer la publication volontaire en se référant aux variables d'agence. Ces études prévoient une relation endogène entre l'asymétrie informationnelle, les motivations directoriales, la gouvernance des entreprises et la publication volontaire d'informations [A. Shleifer et R. Vishney 1997 ; L. Zingales 1998 ; J.E. Core 2001 ; M. Lang et R. Lundholm 1993].

Ces études confirment les postulats de la théorie d'agence, selon laquelle la publication extérieure de plus d'informations volontaires est un moyen permettant de réduire cette asymétrie informationnelle et de réduire les coûts d'agence qui en résultent [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976].

En effet, selon la théorie de l'agence [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976] et la théorie des signaux [S. Battacharya 1979 et 1980], la dispersion de l'actionnariat, en éloignant les actionnaires de la gestion de l'entreprise, augmente les conflits d'intérêts et l'asymétrie informationnelle. La publication de plus d'informations à l'extérieur est un moyen permettant de réduire cette asymétrie informationnelle et les coûts d'agence qui en résultent [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976 ; E. Fama et M. Jensen 1983]. Diomond [1985] montre que l'information publique améliore la richesse des investisseurs en réduisant, d'une part l'asymétrie informationnelle, d'autre part les coûts de recherche d'information privée. Nous soutenons alors que plus la concentration diminue, plus

l'asymétrie informationnelle et les coûts d'agence augmentent et plus les besoins de signalisation augmentent.

Dans le présent article, nous tentons de vérifier s'il existe une relation négative entre l'étendue de l'offre volontaire d'informations et le niveau de concentration de l'actionnariat. Nous basant sur un échantillon de 142 entreprises industrielles canadiennes cotées à l'intérieur du pays, nous avons examiné par l'entremise d'une coupe transversale la variation de l'étendue de l'offre volontaire à la suite d'une variation du niveau de concentration sur la publication volontaire. L'année pour le besoin de l'étude est 1997. Comme objectif secondaire, nous avons examiné l'effet de l'identité des actionnaires importants (dirigeants et non-dirigeants) et d'autres variables [T.E. Cooke 1991 ; B. Raffournier 1995 ; C. Botosan 1997 ; F. Depoers 2000] sur la divulgation volontaire. Pour vérifier notre hypothèse, nous avons eu recours aux régressions multiples.

Cet article sera articulé comme suit : dans la première section, nous présenterons une revue des études antérieures. Dans la deuxième section, nous développerons l'hypothèse à vérifier. La troisième section permettra de décrire la méthodologie de recherche. Dans la quatrième section, nous développerons notre modèle d'analyse. La dernière section sera consacrée à la vérification de l'effet de la concentration et d'autres variables sur la publication. Enfin, nous discuterons en concluant notre rapport des limites de notre recherche et des orientations d'éventuelles recherches.

1. Revue des études antérieures :

L'effet de la structure de la propriété et de la concentration de l'actionnariat sur l'étendue de la publication a été examiné dans certaines études antérieures sur les déterminants de l'offre volontaire d'informations comptables. L'objectif de ces études était de prouver l'incidence de quelques variables caractéristiques de l'entreprise (la taille, l'endettement, la performance, la croissance) sur l'étendue de la publication volontaire d'informations (Tableau 1).

A.T. Craswell et S.L. Taylor [1992] en Australie ; B. Raffournier [1995] en Suisse et F. Depoers [2000] en France démontrent que la structure de la propriété s'avère une variable qui n'a pas d'effet significatif sur la publication. Ils concluent que la publication d'informations comptables ne constitue pas un moyen de résoudre les problèmes d'agence. K. Naser [1998] aboutit aux mêmes résultats dans le contexte jordanien. Remarquons que les résultats de l'ensemble de ces études rejettent l'idée de l'influence des variables traditionnelles d'agence sur l'offre volontaire d'informations.

D'autres études ont tenté de continuer les travaux sur les déterminants de l'offre volontaire en introduisant une variable additionnelle qui explique la publication, soit la direction d'entreprises. Ces études supposent que la façon dont sont dirigées les sociétés influe sur leur politique de publication. Ces études ont analysé la relation entre la qualité et la quantité d'informations contenues dans les rapports annuels et certaines règles de gouvernance. N. O'Sullivan [2000] et C.J.P. Chen et B. Jaggi [2000] démontrent que l'adoption de bonnes règles directoriales est positivement corrélée à la qualité des informations divulguées dans les rapports annuels.

R.B. Arcay et F.M. Vazquez [2002] ont examiné l'effet des règles de gouvernance et d'autres variables caractéristiques de l'entreprise sur l'étendue de la publication pour un échantillon d'entreprises espagnoles. Parmi les variables étudiées, ces auteurs ont testé

l'effet de la concentration de la propriété sur l'étendue de la publication. Ils concluent que la concentration de la propriété ne représente pas une variable ayant un effet sur l'étendue de la publication dans un pays comme l'Espagne, qui est caractérisé par une concentration de la propriété. Ces auteurs trouvent, par contre, que les règles directoriales contribuent considérablement à l'explication de la variation de la publication.

A. Makhija et J.M. Patton [2000] ont étudié l'effet de la propriété des internes (dirigeants) et des externes (non-dirigeants) ainsi que l'effet de la concentration sur l'offre volontaire d'informations dans les rapports annuels des entreprises russes. Ils ont conclu que la structure de la propriété engendre un effet important sur l'étendue des informations volontairement publiées.

Nous remarquons que les résultats des études antérieures effectuées dans des environnements différents et ayant adopté des approches différentes n'ont pu aboutir à des résultats concluants. La présente étude empirique continue les réflexions des études précédentes en analysant l'effet particulier de la concentration de l'actionnariat sur l'offre volontaire d'informations dans les rapports annuels. Cette étude se démarque des précédentes dans la mesure où elle se révèle la première à avoir examiné l'effet de la concentration de l'actionnariat sur l'étendue de la publication dans un contexte canadien.

L'effet de la concentration sur l'offre volontaire s'avère particulièrement intéressant à examiner dans un pays comme le Canada pour deux raisons. Premièrement, le contexte canadien est caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat entre les mains de principaux actionnaires [Y. Gadhoun 1995 ; P.S. Rao et C.R. Lee-Sing 1995]. Or, la concentration de l'actionnariat, variable de régie de l'entreprise, pourrait avoir un impact différent sur la publication par rapport à d'autres pays anglo-saxons comme les États-Unis et le Royaume-Uni, qui sont tous deux caractérisés par une dispersion de l'actionnariat.

Deuxièmement, le Canada se caractérise par une abondance de normes qui régissent la publication et l'importance des exigences des organismes de réglementation. Autrement dit, il se caractérise par un marché de l'information plutôt très actif. Notre étude se distingue alors d'autres études réalisées dans des contextes différents, comme c'est le cas du contexte russe [A. Makhija et J.M. Patton 2000], où les instances juridiques et réglementaires n'exercent pas de pression et ne prévoient pas de pénalités quant à la publication ou non d'informations comptables dans les rapports annuels.

Les variables d'agence pourraient offrir des explications différentes à l'étendue de l'offre volontaire dans chaque type de contexte. Par ailleurs, il est important de savoir si les variables d'agence continuent à fournir des explications reliées à l'offre volontaire d'informations dans un pays comme le Canada.

L'hypothèse à tester, les méthodologies de recherche et les méthodologies pour mesurer l'offre volontaire et la concentration seront développées dans les pages suivantes.

Tableau 1 : Les résultats des études empiriques antérieures sur les déterminants de la publication volontaire dans les rapports annuels

| Auteurs | Pays | Type d'analyse | Variabiles ayant un effet significatif et signe trouvé | Variabiles n'ayant pas d'effet significatif | |
|-----------------------------------|-------------|-----------------------|--|--|--|
| T.E. Cooke 1991 | Japon | multivariée | Taille Type d'industrie Cotation boursière | + + + | |
| A.T. Craswell et S.L. Taylor 1992 | Australie | univariée | Taille Risque lié au cash flow Taille du cabinet d'audit | + - + | Endettement Structure de propriété |
| | | multivariée | Risque lié au cash flow Taille du cabinet d'audit | - + | Endettement Structure de propriété Taille |
| B. Raffournier 1995 | Suisse | univariée | Taille Internationalisation | + + | |
| | | multivariée | Taille Internationalisation Profitabilité Qualité d'audit | + + + + | Structure de propriété Type d'industrie Financement externe Endettement |
| C. Botosan 1997 | États-Unis | univariée | Valeur du marché des actifs Endettement | + + | |
| | | multivariée | Cotation boursière Coût du capital Valeur du marché des actifs Endettement | + - + + | Cotation boursière |
| K. Naser 1998 | Jordanie | mutivariée | Taille Endettement | + + | Type d'industrie Taille du cabinet d'audit Performance Structure de propriété |
| F. Depoers 2000 | France | univariée | Taille Structure de propriété Activités étrangères Force de la main-d'œuvre | + + + + | Endettement |
| | | multivariée | Taille Activités étrangères | + + | Structure de propriété Force de la main-d'œuvre Endettement |

2. Hypothèse à vérifier :

À partir d'explications proposées par la théorie d'agence [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976] et la théorie des signaux, nous avons tenté d'établir le lien entre la concentration et l'offre volontaire. Notre hypothèse empirique teste l'effet de la concentration sur l'offre d'informations volontaires dans les rapports annuels.

Les propositions de la théorie de l'agence et de la théorie des signaux nous ont permis de soutenir que la dispersion de l'actionnariat, en éloignant les actionnaires de la gestion de l'entreprise, accroît le risque de conflits d'intérêts et augmente l'asymétrie informationnelle. La publication de plus d'informations volontaires à l'extérieur est le principal moyen permettant de réduire cette asymétrie informationnelle et les coûts d'agence qui en résultent [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976 ; E. Fama et M. Jensen 1983]. En effet, pour les investisseurs externes, l'information contenue dans les rapports annuels constitue l'un des moyens de contrôle des dirigeants. Nous prenons donc pour acquis que lorsque le capital est dispersé, l'étendue de la publication devient importante.

Lorsque le capital est concentré, l'intensité des conflits d'agence est faible. La séparation propriété-décisions est beaucoup moins prononcée que lorsque le capital est dispersé. Les actionnaires détiennent généralement des participations importantes et dominant le conseil d'administration, notamment les dirigeants. Il n'existe pas de forte asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires sauf à l'égard des minoritaires.

Les principaux actionnaires ont donc un accès privilégié à cette information, ce qui permet un contrôle direct du dirigeant. De leur part, les actionnaires externes n'exercent pas de pression importante sur la publication. Les actionnaires individuels n'ont pas la motivation d'investir dans la collecte d'informations. Par conséquent, la concentration, en créant des liens plus forts entre dirigeants et actionnaires, réduit les conflits d'intérêts tout en diminuant l'asymétrie informationnelle et, du même coup, les besoins de signalisation.

Les développements relatifs à la théorie d'agence et à la théorie des signaux nous ont permis de conclure que les besoins de signalisation s'affirment en fonction du degré d'asymétrie informationnelle et du niveau d'intensité des conflits d'agence. La dispersion de l'actionnariat augmente les conflits d'agence et l'asymétrie informationnelle et, par conséquent, les besoins de signalisation. Plus la concentration diminue, plus les besoins de signalisation augmentent et plus l'étendue de la publication est importante. D'où notre hypothèse de recherche :

Hypothèse : *Il existe une relation négative entre la concentration de l'actionnariat et l'étendue de l'information publiée dans les rapports annuels.*

3. Méthodologie de recherche :

3.1. Sources de données :

Trois sources de données ont été utilisées :

- Stock-Guide 1997 (SG)¹
- Les circulaires d'informations² et
- Les rapports annuels des entreprises pour l'année 1997³.

¹ Cette base de données contient des informations comptables et financières sur plus de 1,241 entreprises canadiennes oeuvrant dans divers secteurs.

² Nous nous sommes procurés les circulaires d'informations en contactant le service « relations avec les investisseurs » des entreprises de l'échantillon. Les circulaires renferment toutes les informations nécessaires sur la participation des principaux actionnaires et des dirigeants dans le capital.

- L'information relative à l'identité et au pourcentage des droits de vote détenus par les cinq principaux actionnaires et les dirigeants est accumulée à partir de la banque de données SG. Cette information est prélevée du SG sous la rubrique « bloc de contrôle : % du vote. » Ces informations sont ensuite complétées (au cas où il manquerait certains renseignements) en consultant les circulaires d'informations recueillies par nous-mêmes en contactant les entreprises de l'échantillon.
- L'étendue de la publication est mesurée à partir des rapports annuels disponibles et ceux recueillis en contactant le service de relations avec les investisseurs des entreprises canadiennes.
- Les informations sur les variables de contrôle, la taille, la performance, l'endettement, les barrières à l'entrée, les occasions de croissance, etc. sont recueillies à partir du SG. L'information sur les droits de vote détenus par les dirigeants et les non-dirigeants est amassée à partir des circulaires d'informations. L'information sur les activités étrangères est recueillie manuellement à partir des rapports annuels.

3.2. Échantillon :

Pour choisir les entreprises de l'échantillon, nous nous sommes reportés à la liste des secteurs d'activités fournie par SG. Nous avons cerné les secteurs supposément industriels (Ils sont au nombre de 12.) Les entreprises industrielles du SG totalisent 280 sociétés (Tableau 2). Au cours de notre examen détaillé de ces entreprises, nous en avons découvert 21 dont l'activité n'est pas totalement industrielle⁴. Ces sociétés ont donc été écartées.

La taille de l'échantillon s'établit à 259 entreprises industrielles canadiennes, cotées en majorité à la bourse de Toronto, quelques-unes à Montréal ou à Vancouver, pour l'année 1997. De ces 259 entreprises, nous nous sommes efforcés de choisir les entreprises qui possèdent le capital le plus dispersé et le plus concentré. L'objectif de ce choix est d'accroître la variation dans le taux de concentration des entreprises pour faciliter une meilleure analyse de son effet sur la divulgation.

Le maximum de rapports annuels que nous avons pu recueillir parvient de 82 entreprises (41 à capital très dispersé et 41 à capital très concentré). Notre échantillon fut ensuite élargi en introduisant des entreprises à dispersion moyenne, soit 60 entreprises⁵. Le nombre total de rapports annuels que nous avons pu recueillir comprend les publications de 142 sociétés (Tableau 2).

³ La plupart des analyses antérieures mesurant la qualité et l'étendue de la publication se fondent sur une seule année. Ce choix peut être justifié compte tenu de la stabilité de la politique de communication des entreprises dans le temps, mise en évidence dans plusieurs études [P.M. Healy et K.G. Palepu 1995].

⁴ Nous nous sommes limités au secteur industriel pour assurer une certaine homogénéité des activités des entreprises, ce qui va garantir une plus grande fiabilité de la grille d'analyse de la divulgation. Plusieurs secteurs spécialisés tels que le secteur bancaire obéissent à des normes de publication très spécifiques (voir Botosan 1997, p. 327).

⁵ Il est important de signaler le caractère représentatif de notre échantillon quant à la variable concentration.

Nous remarquons que l'échantillon comporte 60 entreprises dont la concentration est dans les deux groupes médians, soit un total de 42.25 % de l'ensemble de l'échantillon choisi. (Le groupe concentré se compose de 30 entreprises dont le taux de concentration est entre 20 % et 70 % et le groupe dispersé se compose de 30 autres entreprises dont le taux de concentration est entre 20 % et 50 %.)

Tableau 2 : Répartition des entreprises de l'échantillon entre les secteurs choisis

| Secteurs | Nombre d'entreprises disponibles sur SG | Nombre d'entreprises étudiées |
|--------------------------------|---|-------------------------------|
| Automobiles et pièces | 23 | 10 |
| Brasseries et boissons | 12 | 6 |
| Matériaux de construction | 19 | 11 |
| Produits chimiques et engrais | 20 | 11 |
| Fabrication et ingénierie | 30 | 18 |
| Transformation des aliments | 29 | 10 |
| Articles ménagers | 45 | 22 |
| Papiers et produits forestiers | 30 | 21 |
| Édition et imprimerie | 13 | 4 |
| Industries spécialisées | 42 | 18 |
| Industries à base d'acier | 10 | 8 |
| Matériels de transport | 7 | 3 |
| Total | 280 | 142 |

3.3. Mesure de l'étendue de l'offre volontaire :

Pour calculer l'étendue de l'offre volontaire des entreprises de l'échantillon, nous avons procédé selon les étapes suivantes :

1- *Procurer accès à la liste d'informations susceptibles d'être volontairement publiées :* Celle qui fut utilisée et validée a été dressée par C. Botosan [1997] (se reporter au modèle en annexe).

2- *Calculer pour chaque société la liste d'informations volontaires qui lui sont spécifiques :*

Pas toutes les sociétés de l'échantillon ont la même probabilité de publier certaines informations dans la liste. Par exemple, une entreprise qui n'a pas d'activité sectorielle ne peut pas présenter d'informations sur le bénéfice par secteur. L'indice de publication de Botosan a tenu compte du nombre d'informations que la société est susceptible de publier selon ses propres caractéristiques.

3- *Choisir une échelle :*

Botosan a identifié une échelle spécifique à chaque catégorie d'informations figurant dans la liste. Le choix de l'échelle est tributaire de l'importance de l'information pour les utilisateurs. En ce qui a trait aux informations d'ordre général, telles que les informations sur les objectifs des cadres de gestion ou les stratégies de l'entreprise, l'auteur accorde un point pour chaque information générale divulguée. Un point additionnel est affecté au score si l'information divulguée fournit des données quantitatives qui n'existent pas dans les états financiers de base, tels que la taille globale du marché en unités et les objectifs de l'entreprise exprimés en termes numériques ou en pourcentages. Pour le résumé des résultats historiques tels que les informations relevant des ventes ou des marges de profit

net, on accorde un point pour un résumé de 5 ans ou moins et deux points pour un résumé de 10 ans ou plus.

En ce qui concerne les statistiques non-financières, telles que la part du marché et les unités vendues, l'auteur accorde deux points pour chaque information divulguée. Concernant les informations prévisionnelles, l'auteur accorde deux points pour toute orientation de prévision et trois points pour toute estimation précise. Enfin, pour les discussions et les analyses des gestionnaires, on accorde un point pour toute discussion ou explication fournie et non-disponible dans les états financiers de base et on ajoute un point supplémentaire si l'information se révèle en plus quantitative.

4- Analyser le contenu des rapports annuels et quantifier les informations publiées :

Notre méthodologie consiste ici à lire attentivement les rapports annuels des entreprises de l'échantillon.

L'étape suivante consiste à sélectionner rigoureusement les différentes catégories d'informations volontaires et à les classer en fonction de la grille de Botosan, pour comparer ensuite les différentes catégories d'informations présentées par chaque entreprise à celles figurant dans la liste d'informations volontaires établie. L'analyse du contenu s'effectue alors en mentionnant si l'information est publiée ou non par l'entreprise. Si l'information est présente, une note sera accordée à sa présence en fonction de son importance. Si l'information est présentée à plusieurs niveaux de détail ou de différentes manières (quantitative ou qualitative, etc.), une catégorisation des notes accordées est alors nécessaire.

Les deux auteurs ont procédé à une codification individuelle de dix rapports annuels et ont comparé leurs résultats. Après qu'ils se soient entendus sur le résultat de leur codage, l'un d'eux a procédé au dépouillement du restant des rapports annuels.

5- Calculer un indice qui mesure l'étendue de l'offre volontaire d'informations dans les rapports annuels :

Le ratio de publication est généralement égal au score réel obtenu pour les catégories d'informations d'entreprise, divisé par son score potentiel maximal au regard de toutes catégories d'informations.

$$PUB\ j = \sum_{i=1}^n SCORE_{ij} / \max(SCORE_i)^6$$

La variable SCORE ij représente le nombre total de points accordés à la firme j pour les catégories d'informations i choisies dans la liste ; max (Score I) est le score potentiel maximal pour toutes les catégories d'informations de l'entreprise j ; PUB j est l'étendue de la publication volontaire fournie par l'entreprise j.

⁶ La donnée max (Score I) est le score potentiel maximal pour toutes les catégories d'informations de l'entreprise j. Les sociétés de l'échantillon n'ont pas la même probabilité de publier certaines informations dans la liste. Par exemple, une entreprise qui n'a pas d'activité sectorielle ne peut pas présenter d'informations sur le bénéfice par secteur. L'indice de publication de Botosan a tenu compte uniquement du nombre d'informations que la société est susceptible de publier selon ses propres caractéristiques.

L'analyse de la distribution de la variable publication (PUB) rapportée au Tableau 3 montre qu'il existe une variation très importante de la variable, allant de 22,83 % au premier centile à 80,08 % au quatre-vingt-dix-neuvième centile.

Tableau 3 : Analyse de la distribution de la variable publication (PUB)

| 1 % | 25 % | 50 % | 75 % | 99 % |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 22,83 | 42,51 | 51,96 | 60,62 | 80,08 |

3.4. Analyse de la concentration de l'actionariat :

Pour mesurer cette variable, nous nous sommes référés aux définitions avancées dans la littérature [J.D. Ronald et M. Randall 1995 ; Y. Gadhoum 1995]. Selon ces auteurs, la concentration (CONC) est définie comme le pourcentage cumulatif de détention des droits de vote des cinq principaux actionnaires. Un actionnaire est tenu pour être significatif ou important s'il détient un minimum de 10 % des droits de vote dans une entreprise. Afin de calculer la concentration, nous prendrons en considération la détention des cinq principaux actionnaires représentant un minimum de 50 % des actions (V_k). À ce bloc, on ajoute la somme des droits de vote détenus par les dirigeants ayant chacun moins de 10 % des droits de vote (DVDirg)⁷.

Par conséquent :

$$CONC = \sum_{k=1}^5 V_k + \sum_{k=1}^n Dvdirg(<10\%)$$

Cette somme correspond bien à celle disponible dans le SG, sous la rubrique "control block : % voting."

Les entreprises de l'échantillon seront principalement divisées en deux groupes : entreprises à forte concentration et celles à faible concentration, soit alors les groupes suivants :

1- Entreprises à capital dispersé (DISP)

Ce groupe est composé d'entreprises à capital fortement dispersé (T DISP) et des entreprises à contrôle effectif ou ce que nous appellerons à dispersion relative (DISP R) : G1 : Entreprises à capital dispersé au nombre de 71 (taux de concentration < 50 %).

* Sont considérées comme des entreprises à capital très dispersé celles dont le taux de concentration est inférieur à 20 %. Nous avons choisi le taux de concentration de 20 % en

⁷ L'ajout de cette somme est justifié du fait qu'un dirigeant, s'il est activement engagé dans la gestion, même s'il détient une somme inférieure à 10 % des droits de vote, peut exercer une influence sur les décisions de l'entreprise. Leur détention est calculée en tant que bloc car leurs intérêts sont semblables.

nous reportant aux définitions avancées par J.D. Ronald et M. Randall [1995]. Selon ces auteurs, un capital est dispersé si l'entreprise n'a aucun actionnaire ou groupe d'actionnaires connexes qui possèdent directement ou indirectement plus de 20 % des actions avec droit de vote : G'1: Entreprises à capital très dispersé au nombre de 41.

* Sont considérées comme des entreprises à dispersion relative celles dont le taux de concentration s'inscrit entre 20 % et 49,9 %. Toujours en se reportant aux définitions de J.D. Ronald et M. Randall [1995], ces entreprises sont appelées à contrôle effectif : G''1 : Entreprises à dispersion relative au nombre de 30.

2- Entreprises à capital concentré (CONCT)

Sont considérées comme des entreprises à capital concentré celles dont la somme des pourcentages des droits de vote détenus par les principaux actionnaires est supérieure à 50 %. Ces entreprises sont appelées selon J.D. Ronald et M. Randall [1995] à contrôle légal, en vertu duquel un actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires détient directement ou indirectement plus de 50 % des actions avec droit de vote : G2 : Entreprises à capital concentré au nombre de 71 (taux de concentration ≥ 50 %).

Pour les entreprises à capital fortement concentré, la littérature n'a fourni aucune définition ni de seuil. Le seuil de 70 % est calculé de la façon suivante : avoir un nombre d'entreprises au moins égal au nombre d'entreprises à capital très dispersé et dont le taux de concentration est le plus élevé possible, soit un taux de 70 % : G'2 : Entreprises à capital très concentré au nombre de 41 (taux de concentration ≥ 70 %).

L'analyse de la distribution de la variable concentration montre qu'il y a une grande variation de la variable concentration, allant de 0,04 % au premier centile à 99,22 % au quatre-vingt-dix-neuvième centile (Tableau 4, Panel a).

L'analyse descriptive de cette variable montre que pour l'ensemble de l'échantillon, la distribution n'est pas normale selon le test de Jarque-Bera (Tableau 4, Panel b). Pour les autres groupes constitués, la normalité est respectée pour le groupe CONCT, mais ne l'est pas pour le groupe DISP.

L'analyse du Tableau 4 (Panel b) permet encore de constater que la concentration de l'actionnariat est forte au Canada en 1997 selon un échantillon de 142 entreprises industrielles. La concentration moyenne est de 44,81 %. Selon Y. Gadhoun [1995], au Canada, contrairement aux pays anglo-saxons (États-Unis, Royaume-Uni) les cinq plus grands actionnaires possèdent 54,21 % des actions. Ces caractéristiques se distinguent de l'actionnariat américain où, selon B.E. Eckbo et S. Verma [1994], la propriété des firmes est diffuse.

L'analyse descriptive de la variable concentration montre encore (Tableau 4, Panel c) que dans la majorité des cas (95.8 %), les actionnaires dominants sont des dirigeants. Les dirigeants détiennent en moyenne 30.76 % des droits de vote. Dans 31.7 % des cas, les non-dirigeants ou les externes font partie des actionnaires dominants. Les externes détiennent en moyenne 14.04 % des droits de vote. Nous pouvons conclure que l'actionnariat canadien est concentré entre les mains d'actionnaires dominants *généralement internes* (dirigeants)⁸.

⁸ Pour le cas de notre échantillon, les cinq plus importants actionnaires sont ou bien des actionnaires internes individuels (INT), ou encore mais plus rarement, des externes représentant des institutions financières, d'autres institutions, le gouvernement ou une famille (EXT).

Tableau 4: Panel a : Analyse de la distribution de la variable *concentration*

| 1 % | 25 % | 50 % | 75 % | 99 % |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 4,430E-02 | 13,37 | 49,45 | 71,01 | 99,22 |

Tableau 4 Panel b : Analyse descriptive de la variable *concentration* selon les groupes

| Groupes | Nombre | Pourcentage | Moyenne | Écart-type | Médiane | Minimum | Maximum | Normalité (J. Bera) |
|-------------|--------|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|---------------------|
| Échantillon | 142 | 100 | 44,81 | 31,01 | 49,45 | 0,04 | 100,00 | 10,86 |
| G1 :CONCT | 71 | 50 | 73,80 | 13,15 | 72,81 | 50,40 | 100,00 | 2,66 |
| G2 :DISP | 71 | 50 | 15,58 | 14,35 | 12,79 | 0,04 | 47,50 | 6,40 |

Tableau 4 Panel c : Analyse descriptive de la variable *concentration* selon l'identité des actionnaires importants

| Groupes | Nombre | Pourcentage | Moyenne | Écart-type | Médiane | Minimum | Maximum | Normalité (J. Bera) |
|-------------|--------|-------------|---------|------------|---------|---------|---------|---------------------|
| Échantillon | 142 | 100 | 44,81 | 31,01 | 49,45 | 0,04 | 100,00 | 10,86 |
| INT | 136 | 95.8 | 30,76 | 32,00 | 16,45 | 0,00 | 100,00 | 16.02 |
| EXT | 45 | 31.7 | 14,04 | 24,97 | 0.00 | 0,00 | 98,10 | 70.02 |

4. Développement du modèle de l'analyse de l'effet de la concentration sur l'offre volontaire :

Pour vérifier l'effet de la concentration sur l'offre volontaire d'informations, nous adoptons un modèle multivarié qui tient compte, outre la variable concentration, des variables reconnues dans la littérature comme ayant un effet significatif sur la publication. Parmi ces variables, nous avons retenu les suivantes : la part des dirigeants dans les droits de vote (internes), la part des non-dirigeants dans les droits de vote (externes), la taille de l'organisme, la performance, l'endettement, le chiffre d'affaires à l'exportation et les occasions de croissance (Tableau 5).

Le modèle de régression multiple initial peut s'écrire sous la forme suivante :

$$\text{PUB}_i = a_0 + a_1 \text{CONC}_i + a_2 \text{INT} + a_3 \text{EXT} + a_4 \log T_i + a_5 \text{PF}_i + a_6 \text{END}_i + a_7 \text{CAE}_i + a_8 \text{OC}_i + \varepsilon_i$$

avec :

PUB : l'étendue de la publication volontaire

CONC : la concentration de l'actionnariat

INT : le pourcentage des droits de vote détenus par les dirigeants ou les internes

EXT : le pourcentage des droits de vote détenus par les non-dirigeants ou les externes

T : la taille de l'entreprise

PF : la performance de l'entreprise

END : le taux d'endettement de l'entreprise

CAE : le chiffre d'affaires à l'exportation

OC : les occasions de croissance

ε : le terme d'erreur

i : le nombre d'observations

a_0 : la constante

a : les paramètres à estimer

La connaissance de l'identité des actionnaires importants pourra aussi avoir un effet sur la décision en ce qui concerne la publication d'informations. Pour cela, il nous semble plus cohérent de montrer comment cette identité, en agissant sur les coûts d'agence, détermine les objectifs et les motivations des dirigeants à publier plus ou moins d'informations dans les rapports annuels. D'abord, il faut bien distinguer le cas où les actionnaires dominants sont des dirigeants (INT) et le cas où ils sont des non-dirigeants (EXT).

Lorsque les dirigeants possèdent une partie limitée des actions de l'entreprise (INT), ceci pourrait avoir pour effet d'harmoniser leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Fama et Jensen [1983] prétendent que lorsque les gestionnaires possèdent seulement une petite portion d'actions, les marchés de capitaux [Jensen et Ruback 1983], le marché de travail [Fama 1980] et le marché de produit [Hart 1983] les incitent à maximiser la richesse des actionnaires. Mais à mesure que le niveau de la propriété des dirigeants augmente, la haute direction pourrait négliger d'agir dans l'intérêt des autres actionnaires [Stulz 1988].

En effet, les actionnaires internes cherchent à éviter de partager les flux financiers de l'entreprise avec les autres actionnaires puisqu'ils peuvent en bénéficier sous forme d'avantages professionnels. *Nous nous attendons à ce que l'étendue de la publication d'informations volontaire augmente lorsque la part détenue par les internes diminue. Inversement, cette étendue pourra diminuer avec une propriété élevée des internes.*

Les blocs des externes ou des actionnaires non-dirigeants (EXT) constituent un groupe varié. Leur disposition et leur capacité de faire contrepoids aux gestionnaires varient considérablement. Les actionnaires externes avec une petite portion d'actions n'ont pas les moyens financiers pour disposer d'informations autres que celles qui sont publiées dans les rapports annuels. Ils ne peuvent pas réaliser des bénéfices directs de la firme parce qu'ils n'ont pas d'influence notable sur les décisions de l'entreprise ni un accès privilégié à l'information.

Leurs bénéfices proviennent d'une augmentation de la valeur des actions sur le marché qui ne peut être atteinte qu'à la suite d'une augmentation de la publication d'informations à l'extérieur [Jensen et Meckling 1976]. Lorsque les actionnaires externes sont dominants, ils peuvent jouer un rôle très actif dans la gestion de l'entreprise vu le pouvoir de contrôle

dont ils disposent. Ils tirent leurs bénéfices directement de l'entreprise. Ils vont, par conséquent, chercher à diminuer la publication d'informations à l'extérieur afin de protéger leur consommation directe d'avantages. *Par conséquent, le niveau de publication diminue lorsque les actionnaires externes possèdent une portion importante des droits de vote et augmente lorsque cette proportion est peu importante*⁹.

Pour la variable taille de l'entreprise (T), plusieurs recherches antérieures ont affirmé qu'il existe une relation positive entre cette variable et l'offre volontaire d'informations [R. Ball et G. Foster 1982 ; M. Houssain *et al* 1994, 1995 ; C. Botosan 1997 et K. Naser 1998].

Selon Ball et Foster [1982], l'argument le plus généralement invoqué est que les petites entreprises, pour ne pas supporter le risque du désavantage de la concurrence, préfèrent se montrer réticentes à publier une information complète sur leurs activités. C. Botosan [1997] ajoute que les sociétés de grande taille disposent également d'avantages supplémentaires par rapport aux petites, ce qui leur permet d'afficher une politique de communication beaucoup plus active. Ces avantages concernent notamment leurs capacités organisationnelles supposées plus importantes.

Pour mesurer la taille, nous avons utilisé le logarithme népérien¹⁰ de la valeur totale de l'actif de l'année étudiée. *Nous nous attendons à découvrir une relation positive entre la taille de l'entreprise et la publication d'informations volontaires fournies dans les rapports annuels.*

L'on croit aussi la performance de l'entreprise (PF) est une variable qui aura un effet significatif sur la publication volontaire d'informations [M. Lang et R. Lundholm 1993].

S. Singhvi et H. Desai [1971] démontrent que les gestionnaires des entreprises de haut rendement sont incités à diffuser plus d'informations à l'extérieur pour accroître la valeur du marché de leur capital humain, pour montrer aux actionnaires qu'ils entendent agir en faveur de leurs intérêts, et enfin pour se différencier des entreprises moins performantes. Lang et Lundholm [1993] supposent que la publication peut être affectée par la profitabilité de l'entreprise seulement lorsque l'asymétrie informationnelle entre gestionnaires et actionnaires est élevée. Comme mesure de cette variable, nous nous sommes servis du rendement de l'avoir des actionnaires. *Nous nous attendons à ce que l'offre de l'information dans les rapports annuels augmente avec la performance de l'entreprise.*

La troisième variable qui est censée avoir un effet significatif sur la publication est l'endettement (END). Selon M.C. Jensen et W.H. Meckling [1976] et C. Smith et J. Warner [1979], les coûts d'agence augmentent avec l'endettement. Les possibilités de transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires et les gestionnaires augmentent avec l'endettement.

Les créanciers demanderaient plus d'informations afin d'évaluer les risques de transfert de richesse et d'estimer la probabilité que la firme tienne ses engagements. Pour la variable endettement, nous nous sommes référés au ratio dette totale sur l'avoir des actionnaires. *Nous supposons que l'étendue de la publication est positivement corrélée au niveau d'endettement de l'entreprise.*

⁹ Il y a plusieurs groupes d'actionnaires non-gestionnaires : les actionnaires institutionnels, les familles, les autres actionnaires comme le gouvernement et les associations. En raison du manque de données, nous n'avons pas pu prendre en considération l'identité de ces actionnaires lors de notre examen de l'effet de la participation des externes sur la divulgation volontaire.

¹⁰ Nous avons utilisé le modèle logarithmique linéaire parce qu'il permet de respecter les caractéristiques de symétrie et de normalité dans la distribution de la variable taille.

Le niveau des activités étrangères (CAE) pourra aussi avoir un effet sur la publication volontaire d'informations. Selon B. Raffounier [1995] et F. Depoers [2000], les entreprises qui opèrent à l'échelle internationale se préoccupent davantage des marchés extérieurs et leurs gammes d'utilisateurs d'informations sont plus vastes. Elles sont alors motivées à publier plus d'informations pour que les utilisateurs étrangers trouvent dans les états financiers l'information qui leur est nécessaire. Le niveau des activités étrangères est mesuré par le pourcentage du chiffre d'affaires à l'exportation. *Nous supposons que la publication de l'information dans les rapports annuels augmente avec le chiffre d'affaires à l'exportation de l'entreprise.*

L'impact des occasions ou débouchés de croissance (OC) sur la publication volontaire n'a pas fait l'objet d'un grand nombre d'études empiriques antérieures. Cependant, plusieurs ont examiné l'impact de ce type d'informations sur la réaction des investisseurs. B. Lev [1992] démontre à l'aide d'un échantillon de 634 entreprises que le marché réagit favorablement à l'annonce de nouvelles stratégies de développement de produits, de projets conjoints et de nouveaux programmes de recherche. La réaction du marché à l'annonce de nouveaux produits s'avère également positive dans l'étude de B. Lev [1992]. Les occasions de croissance sont mesurées par le ratio de Marris qui est l'équivalent de la capitalisation boursière/capitaux propres comptables [G. Charreaux 1991]. Nous supposons que la publication de l'information dans les rapports annuels augmente avec les occasions de croissance.

Tableau 5 : Définitions et mesures des variables indépendantes

| Variables indépendantes | Signes attendus | Mesures utilisées et sources de données |
|--|------------------------|--|
| <p><i>La concentration :</i> $CONC = \sum_{K=1}^5 VK.$</p> | - | La somme des droits de vote détenus par les 5 principaux actionnaires (ayant chacun plus de 10 % des droits de vote) + la somme des droits de vote détenus par les dirigeants et ayant chacun moins de 10 % des droits de vote. Cette variable sera prise de Stock-Guide sous la rubrique “control block: % voting.” |
| <p><i>Internes ou dirigeants :</i> INT = Droits de vote détenus par les dirigeants</p> | - | La somme des droits de vote détenus par les actionnaires dominants internes. Sont considérés comme des internes les actionnaires qui sont dirigeants ou administrateurs. Cette mesure est utilisée par Gadhoun [1995]. |
| <p><i>Externes ou non-dirigeants :</i> EXT = Droits de vote détenus par les non-dirigeants</p> | - | La somme des droits de vote détenus par les actionnaires dominants externes. Sont considérés comme des externes ceux que nos critères n’ont pas classé internes. Cette mesure est utilisée par Gadhoun [1995]. |
| <p><i>La taille de l’entreprise :</i> T = Total des actifs à la fin de l’année</p> | + | Le logarithme népérien de la valeur totale de l’actif de l’année étudiée. Cette mesure est utilisée par B. Raffournier [1995] et F. Depoers [2000]. La valeur totale de l’actif sera prise du Stock-Guide. Elle est intitulée “total assets.” |
| <p><i>La performance de l’entreprise :</i> PF = Return/equity</p> | + | Le rendement de l’avoir des actionnaires. Cette formule est fournie par Stock-Guide sous la rubrique “return on equity.” Cette mesure a été utilisée par K. Bewley et Y. Li [1999]. |
| <p><i>Le taux d’endettement :</i> END = Debt/equity</p> | + | Le ratio dette totale sur l’avoir des actionnaires, “debt/equity,” fourni par Stock-Guide et utilisé par des études antérieures [K. Naser 1998]. |
| <p><i>Le niveau des activités étrangères :</i> CAE = Pourcentage du chiffre d’affaires à l’exportation : chiffre d’affaires à l’exportation /chiffre d’affaires totales</p> | + | Le pourcentage du chiffre d’affaires à l’exportation, pour mesurer le niveau des activités étrangères de l’entreprise. Le chiffre d’affaires à l’exportation a été recueilli manuellement à partir des rapports annuels des entreprises. Cette mesure a été utilisée par B. Raffournier [1995] et F. Depoers [2000]. |
| <p><i>Les opportunités de croissance :</i> OC : Ratio de Marris : Capitalisation boursière/capitaux propres comptables</p> | + | Le ratio de Marris. Selon G. Charreaux [1991], le ratio de Marris est l’équivalent de la capitalisation boursière/capitaux propres comptables. Les composantes de ce ratio sont prélevées de Stock-Guide sous les titres “market value (capitalisation)” et “total equity.” |

5. Vérification de l'effet de la concentration sur l'offre volontaire d'informations :

La méthode étagée ou “stepwise” est utilisée pour procéder à l'analyse multivariée. Cette méthode consiste à introduire toutes les variables explicatives dans le modèle puis à éliminer par étapes celle qui est la moins significative, pour aboutir ensuite à un modèle final qui retiendra les variables qui expliquent le mieux la publication et qui sont les moins corrélées entre elles.

Avant de commencer toute régression dans cette étude, nous avons tenté de vérifier, dans un premier temps, s'il y a une corrélation importante entre les variables indépendantes. En effet, les études en économétrie ont démontré que la relation entre la variable explicative et à expliquer peut être erronée suite à une corrélation importante entre variables explicatives. Une corrélation est considérée comme importante si elle est supérieure à 0,8 [G.G. Judge *et al* 1985]. Les matrices de corrélation relatives à nos régressions montrent que pour la régression réalisée sur l'ensemble de l'échantillon, il n'y a pas de corrélations importantes entre les variables (toutes les corrélations sont inférieures à 0,68).

Dans un deuxième temps, nous avons procédé à une analyse descriptive de la variable publication pour l'ensemble de l'échantillon et pour les deux groupes d'entreprises concentrées et dispersées. L'analyse de la variable publication montre que la distribution de cette variable est normale selon le test de Jarque-Bera¹¹ (Tableau 6). La normalité est conservée même si on classe les groupes en fonction de leur concentration. L'analyse descriptive montre aussi qu'il y a une grande variation des moyennes de publication entre les groupes. Pour l'ensemble de l'échantillon, l'offre minimale de publication est de 22,83 ; l'offre maximale est de 81,10 ; l'écart type est de 12,54. Ceci démontre bien qu'il existe une grande variation de la variable publication parmi les entreprises de l'échantillon. Ces chiffres confirment bien l'analyse de la distribution effectuée dans la troisième section.

Tableau 6 : Analyse descriptive de la variable publication selon les groupes

| Variables | Nombre | Moyenne | Écart-type | Médiane | Minimum | Maximum | Normalité (J. Bera) |
|-------------|--------|---------|------------|---------|---------|---------|---------------------|
| Échantillon | 142 | 52,02 | 12,54 | 51,96 | 22,83 | 81,10 | 1,21 |
| G1 :CONCT | 71 | 45,78 | 9,74 | 45,66 | 22,83 | 74,80 | 0,78 |
| G2 :DISP | 71 | 58,25 | 11,95 | 57,48 | 22,83 | 81,10 | 1,31 |

Les résultats de la régression finale (Régression 1) réalisée sur l'ensemble de l'échantillon (Tableau 7), démontrent que le modèle choisi est significatif et robuste. Un test de normalité des erreurs est aussi réalisé à travers l'examen des coefficients Skewness et de Kurtosis et de Jarque-Bera (Tableau 7). Le test démontre que la normalité des erreurs est

¹¹ Le test de Jarque-Bera fondé sur la notion de Skewness (asymétrie) et de Kurtosis (aplatissement), permet de vérifier la normalité d'une distribution statistique. Dans notre cas, ce test vérifie si le résidu standardisé est distribué normalement. Si la statistique $S \geq X_{1-\alpha}^2$, on rejette l'hypothèse H_0 de normalité des résidus au seuil α .

vérifiée. Le test de White examinant la présence d'hétéroscédasticité montre un F de Fisher non-significatif à un taux de 5 %. Nous présumons alors l'absence d'hétéroscédasticité (Tableau 7).

Nous remarquons que le modèle final explique 55,6 % de la publication volontaire et que le F de Fisher = 52,64 est supérieur au F théorique.

Le résultat final de la régression 1 réalisée sur l'ensemble de l'échantillon démontre que les variables les plus corrélées à l'étendue (au seuil de 1 %) sont la concentration de l'actionnariat et la taille de l'entreprise. Les autres variables – droits de vote détenus par les internes, droits de vote détenus par les externes, endettement, performance, chiffre d'affaires à l'exportation et les occasions de croissance – n'entraînent pas d'effet significatif sur la publication.

Pour la variable concentration, le résultat obtenu confirme notre hypothèse de base qui suppose que la publication augmente lorsque la concentration est faible. Le coefficient estimé de corrélation est égal à -0,533. La concentration de l'actionnariat, variable de régie de l'entreprise, continue à offrir des explications à l'offre volontaire au Canada.

Conformément à nos prédictions, la taille est corrélée positivement à la publication de l'information par les entreprises au seuil de 1 %, le coefficient estimé de corrélation étant 0,424. Le résultat obtenu peut être expliqué en se reportant aux postulats avancés par R. Watts et J. Zimmerman [1983] et M.C. Jensen et W.H. Meckling [1976]. Les entreprises de grande taille ont généralement une propriété dispersée et sont plus complexes. Elles subissent, par conséquent, des coûts d'agence plus élevés. Les dirigeants agissent sur l'étendue de la publication pour résoudre ces problèmes d'agence.

Une deuxième régression est ensuite réalisée sur un échantillon plus réduit comportant seulement les entreprises à capital très dispersé (concentration <20 %) au nombre de 41 et des entreprises à capital très concentré (concentration >70 %) au nombre de 41. L'échantillon total comporte 82 entreprises (Tableau 7). Nous remarquons que le pouvoir explicatif du modèle augmente de 55,6 % à 65 %. Les hypothèses de normalité des résidus et d'hétéroscédasticité sont vérifiées.

Cette deuxième régression aboutit aux mêmes résultats que la précédente. Les variables ayant un effet significatif dans le modèle sont la concentration et la taille au seuil de 1 %.

Les coefficients estimés de corrélations sont respectivement, -0,650 et 0,320.

Les variables droits de vote détenus par les internes, droits de vote détenus par les externes, endettement, performance, chiffre d'affaires à l'exportation et débouchés de croissance n'exercent pas d'effet significatif sur la publication.

Selon la régression 1 réalisée sur l'ensemble de l'échantillon et la régression 2 réalisée sur le groupe des entreprises à capital très concentré et très dispersé (Tableau 7), la propriété des internes ou des externes n'a pas d'effet sur l'étendue de la publication volontaire. Selon ces résultats nous infirmons l'hypothèse selon laquelle les actionnaires internes ou externes possédant une portion importante des droits de vote cherchent à minimiser la divulgation afin d'éviter de partager les flux financiers de l'entreprise avec les autres actionnaires puisqu'ils peuvent en bénéficier sous forme d'avantages professionnels.

Patton et Makhija (2000), contrairement à nos résultats, montrent qu'il existe un effet significatif de la propriété des externes sur la divulgation d'informations dans les rapports annuels des entreprises russes. Selon ces auteurs, les internes possèdent une partie limitée des droits de vote et peuvent essayer d'harmoniser leurs intérêts avec ceux des actionnaires en publiant plus d'informations à l'extérieur. Les externes, particulièrement les

institutionnels, exercent un monopole sur la divulgation des informations comptables et peuvent limiter sa diffusion pour que leurs bénéfices directs, obtenus à la suite du contrôle qu'ils exercent sur les décisions, ne soient pas atteints à la suite d'une augmentation de la divulgation volontaire.

Pour la variable performance et contrairement à ce que nous avons prévu, cette variable n'a pas un effet significatif sur la publication. Ce résultat peut être expliqué en se référant à l'analyse de M. Lang et R. Lundholm [1993] selon laquelle l'offre volontaire peut être affectée par la rentabilité de l'entreprise seulement lorsque l'asymétrie informationnelle entre gestionnaires et actionnaires est élevée. Tel est le cas des entreprises canadiennes où la propriété des entreprises est généralement concentrée et l'asymétrie informationnelle et les coûts d'agence ne sont pas très élevés.

Pour la variable endettement notre résultat renforce ceux de B. Raffournier [1995] et de F. Depoers [2000]. Ce résultat infirme par conséquent l'argument avancé par la théorie d'agence [M.C. Jensen et W.H. Meckling 1976] selon lequel plus la proportion de dette dans la structure du capital est élevée, plus les coûts d'agence augmentent, et plus il y a risque de transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires et les gestionnaires. Quand plus d'informations sont divulguées, les problèmes d'agence entre créanciers et actionnaires diminuent.

Pour la variable chiffre d'affaires à l'exportation, aucune relation significative n'est établie selon le modèle multivarié.

Pour les débouchés de croissance mesurés à l'aide du ratio de Marris, le résultat de l'analyse multivariée démontre un coefficient non-significatif. Ce résultat est semblable à celui de F. Depoers [2000] qui n'a pas trouvé de relation significative entre les occasions de croissance mesurées par la valeur des actifs sur la valeur du marché de l'entreprise et l'étendue de la publication.

Les modèles finaux sont donc :

$$\text{Groupe (DISP + CONCT)} : \text{PUB}_i = 24,02 - 0,533 \text{ CONC} + 0,424 \log T + \varepsilon_i$$

$$\text{Groupe (T DISP + T CONC)} : \text{PUB}_i = 26,52 - 0,650 \text{ CONC} + 0,320 \log T + \varepsilon_i$$

Au total, nos modèles expliquent respectivement 55.6 % et 65 % du comportement de publication volontaire des entreprises canadiennes.

Les modèles montrent que la taille et le taux de concentration sont les caractéristiques qui permettent de prédire dans le sens prévu le comportement de publication des entreprises canadiennes. Selon la régression réalisée sur l'ensemble de l'échantillon, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de 10 % de la concentration se traduit par une diminution moins que proportionnelle de 5,33 % de l'indice de publication. Une augmentation de 1 % du \log_a de la taille se traduit par une augmentation de 4,24 % de l'indice de publication. La deuxième régression réalisée sur le groupe (TDISP+TCONC) donne relativement les mêmes proportions.

En conclusion, l'analyse révèle que les entreprises de grande taille et qui ont un capital dispersé sont celles qui diffusent le plus d'informations. Les entreprises de grande taille sont capables d'assumer les coûts reliés à la publication volontaire d'informations. Selon M.C. Jensen et W.H. Meckling [1976], les entreprises de grande taille subissent un coût de production d'informations moins élevé que les petites entreprises et ont des coûts de désavantage de la concurrence moins élevés. Enfin, les entreprises de grande taille ont généralement une propriété dispersée et subissent des coûts d'agence plus élevés que les

petites. Dans la mesure que ces coûts sont endossés par les actionnaires et les dirigeants, ces derniers seraient incités à publier volontairement de l'information en vue de réduire les coûts de contrôle. Leur objectif est d'aider les actionnaires à contrôler leur comportement et de rendre leurs actions transparentes pour ainsi gagner leur confiance.

Tableau 7 : Analyse de la régression de l'effet de la concentration et d'autres variables sur la diffusion volontaire d'informations

| Régression 1 (DISP + CONCT) | | | | |
|---|------------------------|---------------------------|-----------|----------------|
| Variabes | Signes attendus | Coefficient estimé | T* | P (T)** |
| Constante | +/- | 24,029 | 4,321 | 0,000 |
| CONC | - | -0,533 | -9,120 | 0,000 |
| INT | - | 0,100 | 1,270 | 0,206 |
| EXT | - | 0,078 | 1,270 | 0,206 |
| T | + | 0,424 | 7,255 | 0,000 |
| PF | + | 0,017 | 0,291 | 0,771 |
| END | + | -0,069 | -1,205 | 0,230 |
| CAE | + | 0,089 | 1,539 | 0,126 |
| OC | + | -0,086 | -1,452 | 0,149 |
| Nombre d'observations | | | 82 | |
| R^2 | | | 0,556 | |
| \bar{R} ajusté | | | 0,549 | |
| F | | | 52,640 | |
| SigF | | | 0,000 | |
| Kurtosis | | | 3,076 | |
| Skewness | | | -0,144 | |
| Jarque-Bera | | | 0,516 | |
| Hétéroscédasticité "white" | | | F = 1,787 | |
| Régression 2 : (T DISP + T CONC) | | | | |
| Variabes | Signes attendus | Coefficient estimé | T* | P (T)** |
| Constante | +/- | 33,138 | 4,711 | 0,000 |
| CONC | - | -0,650 | -9,248 | 0,000 |
| INT | - | 0,122 | 1,184 | 0,240 |
| EXT | - | 0,086 | 1,184 | 0,240 |
| T | + | 0,320 | 4,559 | 0,000 |
| PF | + | -0,098 | -1,454 | 0,150 |
| END | + | -0,020 | -0,301 | 0,764 |
| CAE | + | 0,066 | 0,956 | 0,342 |
| OC | + | -0,056 | -0,784 | 0,435 |
| Nombre d'observations | | | 121 | |
| R^2 | | | 0,650 | |
| \bar{R} ajusté | | | 0,642 | |
| F | | | 20,788 | |
| SigF | | | 0,000 | |
| Kurtosis | | | 3,039 | |
| Skewness | | | -0,265 | |
| Jarque-Bera | | | 0,955 | |
| Hétéroscédasticité "white" | | | F= 0,884 | |

* T est la valeur de la statistique t de Student

** P (T) est la probabilité de T à un degré de confiance de 95 %

Conclusion :

Notre étude contribue, de par son originalité, à la recherche sur l'offre volontaire d'informations. Elle s'intéresse à l'effet de la concentration de l'actionnariat sur l'ensemble des informations publiées volontairement dans le rapport annuel et ne s'est pas limitée à la publication d'une information particulière comme l'ont fait d'autres études [Ruland *et al* 1990] qui ont examiné l'effet de la structure de propriété sur la publication d'informations prévisionnelles.

La présente étude ouvre de nouvelles perspectives vers la recherche sur les systèmes de régie d'entreprises au Canada. Elle est de nature à attirer l'attention des chercheurs en matière de régie sur la manière de protéger les intérêts des petits actionnaires.

En fait, le Canada se caractérise par une concentration du capital des entreprises [Gadhoun 1995 ; Rao et Lee-Sing 1995]. Il existe souvent un ou plusieurs actionnaires dominants qui sont bien engagés dans la régie. Il serait, par conséquent, intéressant d'étudier l'interaction entre la publication volontaire et les variables d'agence non-financières comme la qualité des systèmes de gouvernance d'entreprise (composition, pourcentage des administrateurs indépendants. etc.) et les motivations des dirigeants.

La simplification du processus de communication tant dans les facteurs considérés que dans le recours à un indice de diffusion est réductrice et masque l'effet d'autres variables endogènes sur la publication volontaire. Ceci invite les recherches éventuelles à se focaliser sur l'effet de la stratégie de publication de l'entreprise, de sa structure organisationnelle, des caractéristiques du responsable de publication et son statut en ce qui concerne la décision de publication [Gibbins *et al* 1992].

Le problème associé à l'indice de publication utilisé par Botosan [1997], ainsi que celles utilisées dans la littérature, relève du fait qu'elles ne peuvent être utilisées que pour un nombre limité d'entreprises en raison de la difficulté de l'analyse du contenu. Certains chercheurs [Core 2001] proposent l'utilisation de l'informatique pour la mesure de l'étendue de publication telle que l'intelligence artificielle.

Quant aux limites possibles de cette recherche, nous pouvons en noter deux principales. La première est liée à la disponibilité des données sur l'identité des actionnaires. Cette étude pourra alors être suivie d'investigations plus approfondies quant à l'effet de l'identité des détenteurs de blocs importants ainsi que l'effet d'autres actionnaires non-dominants ou non-importants sur la publication.

La deuxième limite possible est que le nombre d'années étudiées est restreint. Bien que plusieurs études démontrent que le processus de publication est stable dans le temps [Healy et Palepu 1995], une seule année d'étude peut se révéler non-suffisante en vue d'examiner l'effet de la variation des caractéristiques de la firme sur l'évolution de la publication volontaire dans le temps. Par exemple, il pourrait s'avérer utile d'étudier de façon dynamique l'effet d'un changement dans le niveau de concentration de l'actionnariat sur l'évolution de l'offre volontaire d'informations dans les rapports annuels.

Bibliographie

- Ahmed K., Curtis J.K. [1999], "Association between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis," *British Accounting Review*, vol. 31, pp. 65-61.
- American Institute of Certified Public Accounts (AICPA) [1994], "Improving Business Reporting - A Customer Focus: A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting," New York, NY.
- Arcay R.B., Vazquez F.M. [2002], "The Relationship between Corporate Disclosure, Governance Rules and Other Characteristics of the Company," *Working Paper*, Department of Finance and Accounting, University of Santiago de Compostela (Spain).
- Ball R., Foster G. [1982], "Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, supplement, pp. 161-234.
- Battacharya S. [1979], "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bid in the Hand Fallacy," *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 259-270.
- Battacharya S. [1980], "Nondissipative Signaling Structures and Dividend Policy," *Quarterly Journal of Economics*, pp. 1-24.
- Bewley K., Li Y. [1999], "Disclosure of Environmental Information by Canadian Manufacturing Companies: A Voluntary Disclosure Perspective," *Working Paper*, Department of Administrative Studies, Atkinson College, York University, Toronto ON.
- Botosan C. [1997], "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, vol. 72, n° 3, July, pp. 323-349.
- Charreaux G. [1991], « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, » *Revue économique*, n° 42, mai, pp. 521-552.
- Chen C.J.P., Jaggi B. [2000], "Association between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong," *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 285-310.
- Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) [1989], "Annual Information Form and Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations," OSC Policy Statement n° 5.10.
- Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) [1989], Règlement sur les valeurs mobilières, annexe VII, « Rapport annuel - Analyse de la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation » et annexe IX, « Notice annuelle. »
- Cooke T.E. [1991], "An assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations," *International Accounting Journal*, n° 26, pp. 174-189.
- Core J.E. [2001], "A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, n° 1-3, September, pp. 441-456.
- Craswell A.T., Taylor S.L. [1992], "Discretionary Disclosure of Reserve by Oil & Gas Companies," *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 19, n° 2, January, pp. 295-308.
- Depoers F. [2000], "A Cost-Benefit Study of the Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies," *The European Accounting Review*, pp. 245-263.
- Diamond D. [1985], "Optimal Release of Information by Firm," *Journal of Finance*, September, pp. 1071-1094.
- Eckbo B.E., Verma S. [1994], "Managerial Share-ownership, Voting Power and Cash Dividend Policy," *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 33-62.

- Fama E. [1980], "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, pp. 288-307.
- Fama E., Jensen M. [1983], "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, n° 26, pp. 301-325.
- Gadhoun Y. [1995], « L'actionnariat canadien : analyse statistique et comparaison internationale, » *Finance, Économie et Comptabilité*, 1^{er} et 2^{ième} semestres, vol. 5, n° 1 et 2, pp. 5-24.
- Gibbins M., Richardson A.J., Waterhouse J. [1992], "The Management of Financial Disclosure: Theory and Perspectives," *Monograph n° 20*, CGA-Canada Research Foundation, Vancouver, BC.
- Hart O. [1983], "The Market Mechanism as an Incentive Scheme," *The Bell Journal of Economics*, n° 14, pp. 366-382.
- Healy P.M., Palepu K.G. [1995], "The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International Inc.," *The Journal of Financial Economics*, n° 38, pp. 111-140.
- Houssain M., Perera H.B., Rahman A.R. [1995], "Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies," *Journal of International Financial Management and Accounting*, n° 6, pp. 69-87.
- Houssain M., Tan L.M., Adams M. [1994], "Voluntary Disclosure in Emerging Capital Markets: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange," *International Journal of Accounting*, n° 29, pp. 334-351.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October, pp. 305-360.
- Jensen M., Ruback R. [1983], "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, n° 11, pp. 5-50.
- Judge G.G., William E.G., Carter H., Tsoung-Chao L. [1985], *The Theory and Practice of Econometrics*, 2nd ed, New York: Wiley.
- Lang M., Lundholm R. [1993], "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n° 2, Autumn, pp. 246-271.
- Lev B. [1992], "Information Disclosure Strategy," *California Management Review*, Summer, pp. 9-32.
- Makhija A., Patton J.M. [2000], "The Impact of Ownership Structure on Voluntary Disclosure: Empirical Evidence from Czech Annual Reports," *Working Paper*, Ohio State University and the University of Pittsburgh.
- Naser K. [1998], "Comprehensiveness of Disclosure of Non-Financial Companies Listed on the Amman Financial Market," *International Journal of Commerce and Management*, vol. 8, pp. 88-119.
- O'Sullivan N. [2000], "The Impact of Board Composition and Ownership on Audit Quality: Evidence from Large UK Companies," *British Accounting Review*, vol. 32, pp. 397-414.
- Raffournier B. [1995], "The Determinants of Voluntary Disclosure by Swiss Listed Companies," *The European Accounting Review*, pp. 261-277.
- Rao P.S., Lee-Sing C.R. [1995], « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des firmes en Amérique du Nord, » *Finance, Économie et Comptabilité*, vol. 5, n° (1-2), pp. 27-40.

- Ronald J.D., Randall M. [1995], *Corporate Decision-Making In Canada*, University of Calgary Press.
- Ruland W., Tung S., George N.E. [1990], "Factors Associated with the Disclosure of Managers' Forecasts," *The Accounting Review*, vol. 65, n° 3, July, pp. 710-721.
- Shleifer A., Vishny R. [1997], "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, n° 52, pp. 737-783.
- Singhvi S., Desai H. [1971], "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure," *The Accounting Review*, January, pp. 129-138.
- Smith C., Warner J. [1979], "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, June, pp. 117-161.
- Stulz R. [1988], "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, n° 20, pp. 943-963.
- Watts R., Zimmerman J. [1983], "Agency Problems, Auditing and the Theory of the Firm: Some Evidence," *Journal of Law and Economics*, n° 26, pp. 613-634.
- Zingales L. [1998], "Corporate Governance," in P. Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York: Stockton Press.