



HAL
open science

La communication financière et la structure de propriété : Le cas français

Chiraz Ben Ali, Mireille Gettler Summa

► **To cite this version:**

Chiraz Ben Ali, Mireille Gettler Summa. La communication financière et la structure de propriété : Le cas français. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558437

HAL Id: halshs-00558437

<https://shs.hal.science/halshs-00558437>

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.

La communication financière et la structure de propriété :

Le cas français

Chiraz Ben Ali

ATER

Centre de REcherche en FInance et Gestion

Université Paris Dauphine 75016 Paris,

Place Maréchal de Lattre de Tassigny

75775 PARIS cedex 16

benalichiraz@yahoo.fr

Mireille Gettler Summa

Maître de conférences

CEntre de REcherche en MATHématiques de la DEcision

CNRS - Université Paris Dauphine 75016 Paris France

Place Maréchal de Lattre de Tassigny

75775 PARIS cedex 16

+33 1 44 05 47 14

summa@ceremade.dauphine.fr

RESUME :

Ce papier étudie les aspects de la structure de propriété qui influent la qualité de la communication financière sur un marché où l'actionnariat est concentré. La théorie d'agence propose un cadre de recherche intéressant liant la décision de publication à la structure de propriété.

Les résultats de l'étude montrent que les entreprises ayant une bonne communication financière sont plus amenées à avoir des structures d'actionnariat peu concentrées, proposent des plans de stock-options à leurs dirigeants, n'ont pas de droits de vote double, font partie de l'indice CAC40 et sont cotées sur le marché américain.

Mots-clés : communication financière – structure de propriété – gouvernement d'entreprise

ABSTRACT:

This paper examines the ownership features that influence disclosure quality in a context of capital concentration. Agency theory presents a theoretical framework linking disclosure decision to ownership structure.

The study results confirm that firms with good disclosure quality are likely to have well dispersed capital, executive stock-options plans, no double vote shares, are listed on American stock exchange and are part of CAC40 index.

Keywords: Financial disclosure – ownership structure – corporate governance

La communication financière et la structure de propriété : Le cas français

1. INTRODUCTION ET MOTIVATIONS

L'intérêt croissant qu'a connu la communication financière au cours de ces dernières années est certainement dû à la volonté de rassurer les actionnaires et autres parties prenantes et de restaurer une confiance vis-à-vis des sociétés cotées et de leurs dirigeants. Cette confiance a été branlée suite à de nombreux scandales financiers : Enron, Worldcom, Parmalat... Depuis, plusieurs propositions relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise et d'information financière ont vu le jour, avec la promulgation de la Loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), la Loi sur la Sécurité Financière (LSF) et la publication du rapport Bouton. Ce dernier met l'accent sur « la qualité de l'information et de la communication financière » (Bouton 2002, p3).

La communication financière est définie « comme un processus stratégique de transmission d'une représentation de la réalité économique destinée à influencer les anticipations de ses bailleurs de fonds » (Bertrand F. (2000)). Nous nous intéressons dans la suite uniquement à l'aspect publication d'information qui est un volet très important de la communication financière. Cette dernière repose sur deux composantes principales, la première comprend toutes les publications obligatoires que les sociétés cotées doivent divulguer alors que la seconde correspond aux publications volontaires laissées à la discrétion des dirigeants qui peuvent choisir de l'exploiter ou pas. Cette dernière est définie par Meek, Robert et Gray (1995, p555) comme étant « toute publication facultative qui représente les choix délibérés des dirigeants de fournir aux utilisateurs des rapports annuels des informations financières ou autres qui semblent pertinentes à la prise de décision.»¹

Dans cette étude, nous nous intéressons à la qualité de la communication financière et nous essayons de mettre en évidence une relation négative entre la concentration du capital et la qualité de la communication financière.

Dans son rapport de 1999, la COB (Commission des Opérations de Bourse) a constaté des améliorations dans les stratégies de communication financière des entreprises françaises

¹ « disclosure in excess of requirements, representing free choices on the part of company managements to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports »

cotées au cours des dernières années. Il s'avère par contre que toutes les entreprises n'ont pas la même stratégie de communication. En effet, certains dirigeants sont encore réticents quant à divulguer aux investisseurs toute l'information leur permettant d'évaluer la performance de la direction, d'éclairer leur perception de l'entreprise et d'évaluer la rentabilité future de leur investissement. Cet article vise à expliquer les différences constatées dans la qualité de la communication financière en France en fonction de la structure de propriété.

La structure de propriété en France est caractérisée par :

- une forte concentration de l'actionnariat (La porta et al (1999)), Faccio et al. (2002)),
- la présence d'une famille ou d'un individu qui contrôle l'entreprise (Laporta et al (1999)),
- un développement récent du nombre d'investisseurs institutionnels (Marois et Bonpoint (2003))
- et enfin la présence de plus en plus croissante des plans de stock-options.

Très peu d'études portant sur la communication financière ont examiné l'effet de plusieurs aspects de la structure de propriété à la fois. Ces différents aspects portent sur la concentration de l'actionnariat (Gelb (2000), Chau et Gray (2002)), Labelle et Schatt (2003)), la propriété des investisseurs institutionnels (Bushee et Noe (2000), Elgazzar (1998)), les plans de stock-options (Klassen et Mawani (2000)), Nagar et al (2003)).

La communication financière a suscité un intérêt croissant des chercheurs au cours de ces dernières années (Nagar et al (2003), Healy et al (1999), Gelb (2000), Barth (2003)...). Par ailleurs, la plupart de ces études ont été menées dans un contexte US, UK caractérisé par un actionnariat dilué et une forte protection des investisseurs. En revanche, peu de recherches se sont intéressées au contexte français (Depoers (1998), Labelle et Schatt (2005)).

L'objet de la présente recherche est de vérifier s'il existe une relation entre la qualité de la communication financière des sociétés françaises et la structure de propriété. Ce papier est structuré de la façon suivante, nous présentons dans la deuxième section notre cadre de recherche et développons nos hypothèses. Dans la troisième section, nous exposons notre méthodologie et présentons nos résultats dans une quatrième section. Enfin, nous proposons nos conclusions et commentaires.

2. LE CADRE DE RECHERCHE

2.1. COMMUNICATION FINANCIERE ET CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT

« La théorie d'agence tente de proposer des explications aux comportements observés dès lors qu'il existe une relation d'agence » (Lakhal (2004)). Dans leur article de 1976, Jensen et Meckling soulignent qu'en présence d'une asymétrie informationnelle, les agents informés peuvent privilégier leurs propres intérêts aux dépens des autres agents non informés (Jensen et Meckling (1976)) ». Il en résulte que l'amélioration de la qualité de la communication financière garantit la protection des actionnaires des agissements opportunistes du dirigeant. A l'instar de Labelle et Schatt (2005), nous anticipons une communication de meilleure qualité dans les entreprises où l'actionnariat est dilué, « *c'est-à-dire lorsque les conflits d'intérêts latents entre actionnaires et dirigeants, décrits par Berles et Means (1932) dans le contexte américain et formalisés par Jensen et Meckling (1976), sont importants* » (Labelle et Schatt (2005)).

Gelb (2000) a vérifié l'hypothèse d'une relation positive entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière aux Etats-Unis où l'actionnariat est relativement dilué, on peut se demander si la même relation persiste dans la majorité des autres pays, où l'actionnariat est réputé être beaucoup plus concentré (Labelle et Schatt (2005)). En effet, Shleifer et Vishny (1997, p. 754) soulignent qu'à l'exception des Etats-Unis et de l'Angleterre, où l'actionnariat est relativement dispersé, la concentration de l'actionnariat des entreprises cotées en bourse constitue plutôt la règle. D'ailleurs, selon l'étude de Marois et Bonpoint (2003) menée en France, 4 actionnaires sur 5 détiennent au moins 3 ou 4 lignes de valeurs présentes dans l'indice CAC40.

Lorsque le capital est concentré, les actionnaires majoritaires peuvent représenter une menace d'expropriation pour les actionnaires minoritaires et sont par suite peu enclins à publier des informations financières. En effet, une meilleure communication financière permet de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires et permet par conséquent de protéger les actionnaires minoritaires.

Ho et Wong (2001) montrent que les coûts d'agence dans ces firmes, où le capital est entre les mains d'un nombre réduit d'actionnaires, résultent des conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Les premiers vont chercher à s'approprier des bénéfices privés au détriment des seconds et seront donc amenés à réduire la

qualité de leur publication financière. La porta et al (1999) montrent que ces actionnaires majoritaires font souvent partie du management ou de la direction du conseil, ainsi, en France 75% des actionnaires majoritaires des vingt premières capitalisations boursières occupent des fonctions de cadres dirigeants, Président ou Vice-président du conseil. De part leurs positions, ces actionnaires majoritaires ont accès à toutes les informations dont ils ont besoin et n'ont aucun intérêt à les divulguer en externe, ils vont donc se limiter à une communication minimale. De ce fait, la qualité de leurs communications financières sera faible.

H1-1 : il existe une relation négative entre la qualité de la communication financière et la concentration du capital

Labelle et Schatt (2005) constate que des actionnaires de contrôle sont quasi-systématiquement présents dans le capital des plus grandes entreprises françaises. Cette situation n'est pas près de changer puisque Broye et Schatt (2003) recensent 402 introductions en bourse entre 1986 et 2000 où le principal actionnaire détient encore environ 50% du capital après l'opération. La présence de groupes familiaux comme actionnaires contrôlant majoritairement la firme est caractéristique de la structure de propriété en France (Faccio et Lang (2002)). Ces familles participent activement dans la gestion des entreprises et font souvent partie de la direction ou du conseil de surveillance ou d'administration. De part leur position dans l'entreprise, ces familles disposent de toute information leur permettant de s'assurer de l'avenir de leur investissement et de sa rentabilité. Les entreprises contrôlées par un groupe familial tendent à fournir peu d'informations en externe vu que la demande d'informations est faible du fait que le fournisseur principal possède déjà cette information. De plus, ces familles agissent comme des entrepreneurs soucieux de garder le secret de leur avantage compétitif, et de le préserver de la curiosité des concurrents (competitive disadvantage). Cette opacité en matière de divulgation d'informations se traduit par une mauvaise qualité de la communication financière

H1-2 : les entreprises contrôlées majoritairement par des familles présentent une faible qualité de communication financière.

De plus, dans de nombreux cas, ces actionnaires de contrôle détiennent un pourcentage de droits de vote supérieur au pourcentage d'actions détenues, en raison du non respect de la règle « une action, un droit de vote ». Les causes et les conséquences de cette différence institutionnelle pour la protection des intérêts des actionnaires minoritaires ont été

discutées par La Porta et al. (1998, 2000). Ces auteurs pensent que les investisseurs sont moins bien protégés dans les pays de droit civil comme la France, en comparaison aux pays de droit coutumier comme les Etats-Unis. Compte tenu de ces spécificités institutionnelles, il nous semble intéressant de vérifier si la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication financière des entreprises cotées en France est la même que celle vérifiée aux Etats-Unis (Gelb (2000)). L'émission d'action à droit de vote double accroît la séparation entre la propriété et le vote, il s'ensuit une augmentation du risque d'expropriation des actionnaires minoritaires. Les actionnaires de contrôle seront donc réticents à divulguer une information en excès de l'information obligatoire, il préfère garder ces informations en interne afin de garder un avantage par rapport aux actionnaires minoritaires. Ces informations pourraient leur permettre de s'approprier des bénéfices privés au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires.

H1-3 : Dans les entreprises où il y a une séparation des droits de vote et des droits de propriété, la qualité de la communication financière est faible

2.2. COMMUNICATION FINANCIERE ET INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

La structure de propriété en France a connu des évolutions importantes avec le développement croissant du nombre des investisseurs institutionnels sur le marché financier. Ces investisseurs de part leur expérience professionnelle ainsi que leur pouvoir sur les dirigeants ont les moyens de faire respecter et appliquer les principes de « gouvernance d'entreprise » afin de protéger les droits et la richesse des actionnaires. Ils réclament une communication plus transparente faisant apparaître les risques encourus par la firme et ses facteurs clé de succès afin de mieux l'évaluer et d'estimer la distribution du flux de trésorerie futur². Selon Healy et al (1999) « les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en terme d'informations financières régulières et publiées en temps opportun ».

De part les blocs de titres qu'ils détiennent, les investisseurs institutionnels peuvent contraindre les dirigeants à améliorer la qualité de leur publication. En effet, selon Shleifer et Vishny (1986), la présence de détenteur de blocs est considérée comme un mécanisme de contrôle externe des dirigeants. L'étude réalisé par Healy et al (1999) sur un échantillon de 97

² Pour plus de détail, nous renvoyons le lecteur vers l'article de Bushee B. J. et Noe C.F. (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility » *Journal of Accounting Research*, 38, supplement

firmes de 1978-1991 montre une relation positive entre la propriété des investisseurs institutionnels et la qualité de la publication volontaire. Cette dernière étant une composante principale de la publication financière, nous soutenons qu'il existe une relation positive entre la proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la qualité de la communication financière. Elgazzar (1998) montre que les investisseurs peuvent exercer une pression sur les dirigeants pour les contraindre à rendre compte régulièrement des performances de la firme. A partir de cette étude, l'auteur montre que la présence croissante des investisseurs institutionnels est associée positivement à la publication prématurée des résultats. Bushee et Noe (2000) soulignent que la publication est un mécanisme de monitoring peu coûteux de la performance de l'entreprise et que les investisseurs institutionnels sont attirés par des firmes qui ont une bonne qualité de la communication financière.

H2 : La communication financière est de bonne qualité dans les sociétés où la proportion du capital détenu par les investisseurs institutionnels est élevée,

2.3. COMMUNICATION FINANCIERE ET REMUNERATION DES DIRIGEANTS PAR STOCK-OPTIONS

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

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

Nagar et al (2003) montrent que les plans de rémunération des dirigeants basés sur des stock-options ou ceux liés à la valeur boursière de la firme permettent de réduire le problème

d'agence évoqué précédemment et incitent les dirigeants à améliorer la qualité de leurs publications. A partir de leur étude menée sur un échantillon de 1129 entreprises sur la période 1992-1995, Nagar et al (2003) montrent qu'il existe une relation positive entre la qualité de la communication financière mesurée par la cotation de l'AIMR³ et les plans d'intéressement des dirigeants. Ainsi, nous avançons l'hypothèse suivante :

H3 : La rémunération des dirigeants sous forme de stock-options est associée positivement à la qualité de la communication financière

3. ECHANTILLON ET METHODOLOGIE

3.1. L'ECHANTILLON

L'échantillon est constitué de l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 120. Nous avons omis les entreprises financières qui sont soumises à une réglementation spécifique en matière de publication. La période de l'étude porte sur l'exercice 2004.

3.2. LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE

Selon Marston et Shrives (1991), les dirigeants utilisent plusieurs canaux d'informations pour communiquer avec l'extérieur, certains sont formels à savoir les rapports annuels, les rapports semestriels et trimestriels, les prospectus, les rapports sociaux, les annonces faites au marché boursier et d'autres supports matériels. L'information peut être divulguée de façon informelle à travers les réunions avec les analystes, les conversations téléphoniques (conference calls). Lung et Lundholm (2003) montrent que le niveau de publication d'informations financières des firmes est lié positivement au niveau d'informations contenues dans leurs rapports annuels. Par ailleurs, le rapport annuel semble être le canal privilégié de communication avec le public. Pour apprécier la qualité de la communication financière des entreprises, nous avons utilisé une mesure qui a été employée par Labelle et Schatt (2005). Elle résulte d'une enquête parue dans le journal de l'AGEFI. Cette enquête a permis de décerner le prix du meilleur rapport annuel ; comme son nom l'indique ce prix a été attribué aux entreprises du SBF 120 ayant publié un rapport annuel de qualité. Une enquête menée par TNS SOFRES pour le compte de l'AGEFI a permis

³ Association of Investment Management Research

d'attribuer divers prix de communication financière par type d'opérations (introduction en bourse...), par compartiment de cotation, par moyen de communication (rapports annuels...)

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

3.3. LA CONCENTRATION DE L'ACTIONNARIAT

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

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

Nous avons collecté les informations relatives aux pourcentages des droits de vote détenus par les deux principaux actionnaires. Nous constatons qu'ils détiennent en moyenne environ 42 % des droits de vote des entreprises, sachant que le principal actionnaire détient à lui seul plus de 33% des votes.

Par ailleurs, nous avons remarqué que la fraction des droits de vote diffère fréquemment de la fraction des actions détenues par les différentes catégories d'actionnaires. Nous constatons que 53,49% des entreprises de l'échantillon ont émis des actions à droit de

vote double et que plus de la moitié pratique la séparation des droits de vote et des droits au capital. Nous remarquons notamment que la fraction des droits de vote détenus par le principal actionnaire est supérieure à celle du capital, puisque le rapport des droits de vote aux droits aux actions du principal actionnaire se situe en moyenne à 1.22.

La séparation des droits de vote et des droits du capital est une caractéristique du contexte financier français. Afin de tenir compte de cette spécificité institutionnelle, nous avons eu recours aux variables VA1 et DOUBLE.

3.4. LA PRESENCE D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

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

3.5. D'AUTRES ASPECTS INSTITUTIONNELS

Enfin, trois variables de contrôle permettent de tenir compte des aspects institutionnels. D'une part, nous supposons qu'à l'instar de Labelle et Schatt (2005) que toute chose égale par ailleurs, les 21 entreprises de l'échantillon faisant parties de l'indice du CAC40 et qui font l'objet d'un plus grand suivi de la part des investisseurs institutionnels, « devraient avoir tendance à investir plus significativement dans la communication financière » (Labelle et Schatt (2005)). D'autre part, les entreprises qui sont cotées sur plusieurs marchés financiers y compris le marché américain sont sujettes aux réglementations des marchés étrangers souvent très exigeants en matière d'informations financières ; elles devraient donc présenter une information riche et de meilleure qualité. Nous anticipons donc une relation positive entre la qualité de l'information mesurée par la variable DISCL et les trois variables binaires CAC40 (égale à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon), COTATION (égale à 1 si l'entreprise est cotée sur plusieurs marchés et 0 sinon) et USCOT (égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon).

4. RESULTATS

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

4.1. LES RESULTATS DE L'ANALYSE EXPLORATOIRE

Nous proposons d'utiliser en phase exploratoire, des méthodologies d'analyse multidimensionnelles pour étudier la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication, en prenant en considération certaines caractéristiques de la firme : l'appartenance à l'indice du CAC40, la multi cotation, la cotation sur le marché américain, dans le but également de mettre en évidence une éventuelle influence de la concentration du capital sur la stratégie de communication des firmes françaises.

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

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

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

Ces premiers résultats montrent que:

- Les sociétés ayant une communication financière de qualité ne sont pas contrôlées par des familles et sont caractérisées respectivement par une cotation sur le marché américain, une politique de stock-options en faveur des dirigeants, une appartenance à l'indice CAC40, une multi cotation, enfin un indice d'Herfindhal et un pourcentage des droits de vote du premier actionnaire de faible valeur.

- Les sociétés ayant une communication financière de faible qualité sont caractérisées par un pourcentage élevé des droits de vote du 1^{er} actionnaire, une forte concentration du capital. Elles sont par ailleurs contrôlées par une famille, ne font pas partie de l'indice CAC40 et ne sont pas cotées à l'étranger.

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

4.1.1. L'analyse en composantes principales

L'analyse en composantes Principales porte sur l'ensemble des variables codées de façon quantitative. Les deux premiers axes résument respectivement 32.51% et le deuxième 19.24% de l'information

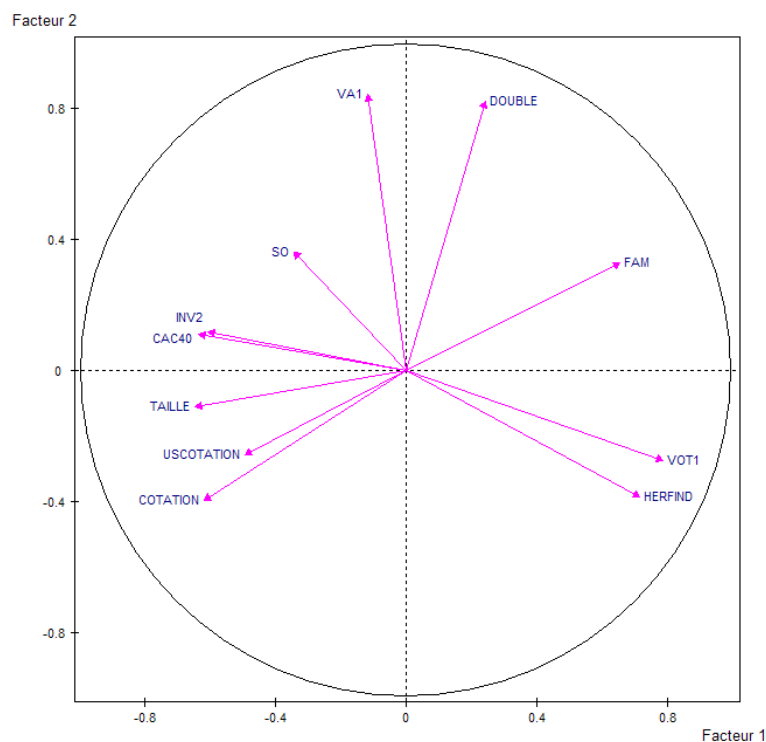
L'interprétation du premier plan factoriel (graphique 1) révèle une opposition entre :

- ❖ d'une part la taille des entreprises, l'appartenance au CAC40, la cotation sur des marchés étrangers, la proposition de stock-options aux dirigeants et la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital
- ❖ d'autre part la concentration du capital, le contrôle par des familles et la détention par l'actionnaire de contrôle d'une proportion élevée des droits de vote.

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

Les résultats de l'ACP montrent aussi que dans les entreprises du CAC40 les investisseurs institutionnels détiennent un pourcentage élevé du capital ce qui est cohérent avec le fait que ce sont les entreprises les plus suivies par les analystes financiers puisqu'il s'agit des quarante premières capitalisations boursières.

Enfin, nous remarquons que les entreprises qui font l'objet de plusieurs cotations y compris sur le marché américain sont rarement contrôlées par des familles et présentent une taille importante.



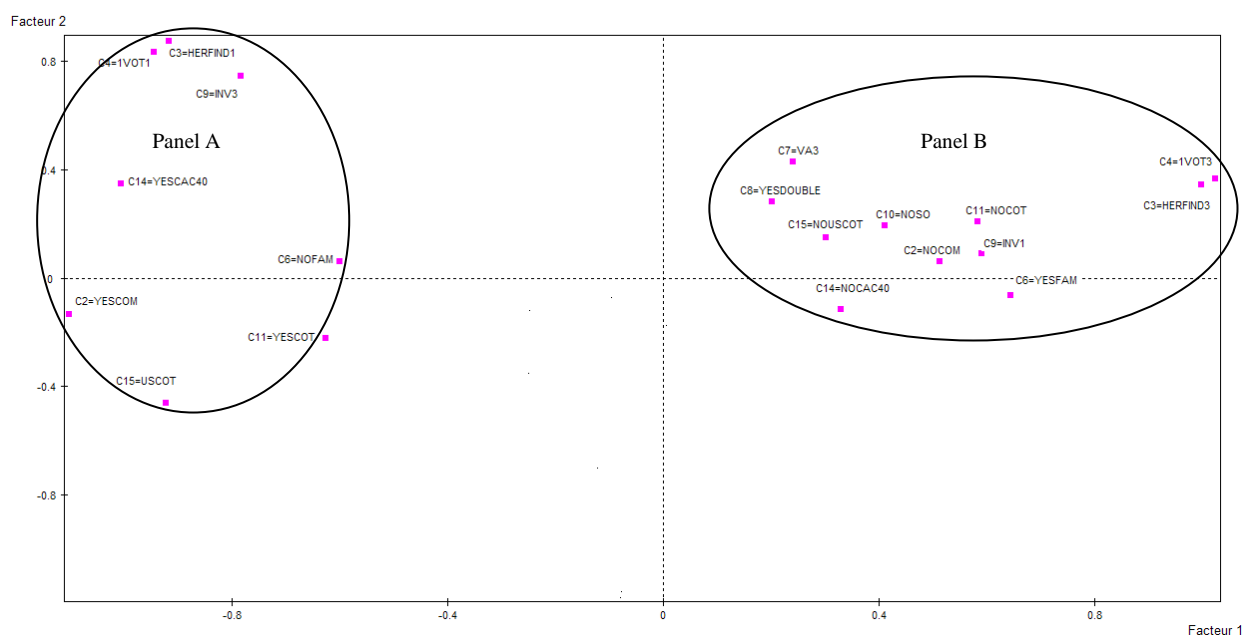
Graphique1 : ACP variables quantitatives (binaires et continues)

4.1.2. L'analyse en correspondances multiples

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

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

On observe pour cela, à la fois pour les sociétés ayant bien communiqué et pour celles ayant moins bien communiqué, les incidences relatives des différents aspects de la structure de propriété sur le premier plan factoriel de l'Analyse des Correspondances Multiples (Figure 2).



Graphique2 : ACM variables qualitatives

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

- Le premier axe factoriel est l'axe de qualité de communication financière opposant les sociétés ayant une bonne qualité de communication financière, à celles ayant une moins bonne qualité de communication.
- Il existe pour le panel B une relation entre la qualité de leur communication et la rémunération des dirigeants par stock-options, alors que cette relation ne s'observe pas pour le panel A. En effet, on peut penser que pour les dirigeants ne bénéficiant pas de stock-options, la valeur boursière de la firme ne fait pas partie de leurs priorités, ils ne cherchent donc pas à améliorer la liquidité du titre ou augmenter la valeur de la firme via une bonne qualité de la communication financière.
- A droite du premier axe factoriel, on observe que les caractéristiques les plus proches de NOCOM sont INV1 : le peu de présence au capital des investisseurs institutionnels, la non cotation sur un marché étranger et la non appartenance à l'indice CAC40. On observe également toujours proche à droite du plan factoriel : la non cotation sur le marché américain et le contrôle familial caractéristique des

firmes de petite taille. Un peu plus éloignées mais toujours dans la même ellipse, se trouvent la concentration de l'actionnariat mesurée par un indice Herfindhal élevé, 1VOT1 : le control important de l'actionnaire de contrôle mesuré par une forte proportion de ses droits de vote et la forte séparation du contrôle et de la propriété à travers l'existence d'un droit de vote double et une forte proportion droits de vote/droit aux cash-flows du premier actionnaire. Ces résultats sont cohérents avec nos hypothèses de départ.

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

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

4.1.3. Les résultats de l'analyse confirmatoire

Les résultats de la matrice de corrélations montrent de nombreuses corrélations significatives entre les variables exogènes, en particulier entre les variables d'actionnariat

(VOT1 et HERFI). Nous avons fait en sorte que ces variables ne soient pas introduites dans le même modèle. Nous discutons dans la suite des résultats des différents modèles.

Premièrement, il est intéressant de voir que les 4 taux de classement correct sont proches. Les résultats montrent que dans les quatre modèles présentés, seules 2 variables sont systématiquement significatives : il s'agit de l'existence de stock-options en faveur des dirigeants et l'existence des droits de vote doubles. Ces résultats sont conformes à nos anticipations. D'abord, conformément à la théorie d'agence, l'intéressement au capital permet d'éviter le comportement opportuniste du dirigeant en liant une partie de sa richesse à la valeur de la firme de façon à l'inciter à la maximiser. Le dirigeant a intérêt à présenter une communication financière de qualité dans le but d'augmenter la liquidité de ses titres (Kim et Verrecchia (1994), (Diamond et Verrecchia (1991)) et d'augmenter leur valeur. Ensuite, l'existence des droits de vote double accentue la séparation des droits aux cash-flows et les droits au contrôle ; ce qui permet à l'actionnaire de contrôle de profiter de cette situation pour exproprier les actionnaires minoritaires et profiter des bénéfices privés.

Deuxièmement, les trois premiers modèles montrent que la variable HERFI mesurant la concentration de l'actionnariat est très significative et conforme au signe attendu. Il faut remarquer aussi que dans les modèles 4 et 5, la variable VOT1, qui mesure le pourcentage de droits au contrôle de l'actionnaire principal, est également très significative et conforme au signe attendu.

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

Les résultats de nos régressions logistiques confirment notre deuxième hypothèse à savoir que les entreprises contrôlées par des familles présentent une communication financière de faible qualité. Ho et Wong (2001) montrent une relation négative entre le contrôle familial

et la qualité de la communication financière, en effet, ces familles participent activement dans la gestion de l'entreprise et de part leurs positions ont accès à toute l'information dont elle besoin, de ce fait la demande d'informations est nulle, ce qui se traduit par une communication opaque et donc de faible qualité.

Enfin, deux de nos variables de contrôle sont significatives et conformes au signe prévu : CAC40 et USCOT. Ce dernier résultat met en évidence l'importance de l'aspect institutionnel dans l'élaboration des stratégies de communication financière. Il apparaît que les entreprises du CAC40 présentent un rapport annuel de meilleure qualité que les autres, ce ci s'explique par le fait qu'elles sont largement suivies par les analystes financiers et tous les spécialistes du marché financier. Ces acteurs sont les agents les plus exigeants en matière d'informations et les dirigeants de ces entreprises sont amenés à prendre en considération leurs attentes et à répondre à leurs différents besoins. Il en résulte que les entreprises du CAC 40 ont tendance à investir plus significativement dans la communication financière, d'où sa bonne qualité.

Il apparaît que le marché américain est plus exigeant en matière d'information que les autres marchés, ce qui explique la significativité de USCOT et la non significativité de COTATION. Les firmes cotées sur le marché américain sont soumises à une réglementation très stricte en matière de communication financière, ce qui explique la relation positive entre la US cotation et la qualité de la communication financière. De plus, la présence significative d'investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des firmes cotées aux Etats-Unis est garant de la bonne qualité de leurs communications financières.

Outre la non significativité de INV, la relation entre le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels et la qualité des rapports annuels est contraire au signe prévu. En effet, les investisseurs institutionnels détiennent souvent de large part du capital et on pourrait penser qu'ils ont un comportement semblable à celui des actionnaires majoritaires. Vu qu'ils ont souvent un accès interne à l'information, ils en profitent pour exproprier les actionnaires minoritaires et obtenir des bénéfices privés en réduisant au maximum la publication en externe.

5. CONCLUSIONS

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

La complexité et la variété des aspects de la structure de propriété rendent délicate la maîtrise du processus d'information. Les dirigeants, conscients de la nécessité de fournir une information de qualité afin de réduire les conflits d'intérêts qui les opposent aux parties prenantes, se trouvent souvent confrontés au problème de répondre à des attentes différenciées et de plus en plus croissantes ; Faut-il privilégier les professionnels du marché financier (investisseurs institutionnels, analystes financiers, analystes économiques...) ou cibler un public plus large et proposer une information plus générale et facilement compréhensible ?

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

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

Deuxièmement, les résultats de nos tests montrent que ces entreprises ont un pourcentage des droits de vote du premier actionnaire faible, ne sont pas contrôlées par des familles, n'ont pas de droits de vote double, et proposent des plans de stock-options à leurs dirigeants.

Troisièmement, il est à remarquer que certaines caractéristiques institutionnelles influent sur la qualité de la communication financière. L'appartenance à l'indice du CAC40 et la cotation sur le marché américain influencent favorablement la qualité de la communication

financière des entreprises. En effet, les entreprises qui composent l'indice CAC40 font l'objet d'un grand suivi de la part des investisseurs institutionnels et des analystes financiers, ces derniers sont les acteurs les plus exigeants en matière d'informations financières. Il en résulte que les dirigeants de ces entreprises ont intérêt à investir plus significativement dans la communication financière et de proposer par conséquent des rapports annuels de qualité. Le marché américain impose des obligations strictes en matière d'informations financières, ce qui explique la relation positive entre la qualité de la communication et la cotation aux Etats-Unis.

En conclusion, les résultats obtenus sur des entreprises cotées françaises sont convergents avec des études antérieures menées dans un contexte anglo-saxon et corroborent trois de nos hypothèses de départ. Ce papier contribue au champ de recherche empirique sur la structure de propriété des firmes françaises. Il permet, en effet, de mettre en évidence des relations entre la structure de propriété et la qualité de la communication financière des firmes françaises. Ce papier présente, en outre, un résultat intéressant sur l'incidence du conflit opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires sur la communication financière. Des mesures alternatives de la qualité de la communication financière prenant en considération plusieurs canaux de communication et permettant de pallier à la nature dichotomique de note variable endogène permettent d'améliorer les résultats de ce papier

Références bibliographiques :

- Ball R., Brown P. (1968), «An empirical evaluation of accounting income numbers», *Journal of Accounting Research*, 6, 2, autumn, p.159-178
- Barth M. E, (2003), «Discussion of compensation policy and discretionary disclosure», *Journal of Accounting and Economics*, 34, p. 311-318
- Bebchuk, Lucian A., R. Kraakman, and G. Triantis (1999), "Stock Pyramids, Cross ownership, and Dual Class Equity: the Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights", NBER Working Paper, 6951.
- Berle A., Means G. (1932) *The modern corporation and private property*, Macmillan, N.Y.
- Bertrand F., (2000) « Les stratégies de communication financière 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, février
- Botosan C. (1997), "Disclosure Level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 72, 2, July, p. 323-349
- Bouton D. (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées. Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Mouvement des Entreprises de France*, septembre
- Brickley J. (2003), "Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion", *Journal of Accounting and Economics*, 36, September, p. 227-233
- Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, p. 67-89.
- Bushee B., Noe C. (2000), « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility », *Journal of Accounting Research*, 38, supplement, p171-202
- Bushee B. J. (2003) "Open versus closed conference calls: the determinants and effects of broadening access to disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 34, p.149-180
- Casta J.F. (1997), « La Comptabilité et Ses Utilisateurs » in *Encyclopédie de Gestion, Economica*, Paris, Mai, p. 258
- 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

- Darrough, M, Stoughton N. (1990), « Financial Disclosure Policy in an Entry Game », *Journal of Accounting and Economics*, January, 12, p. 219-243
- DeAngel L. (1988), « Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance in proxy contest », *Journal of Accounting and Economics*, 10, 1, p. 3-36
- Demstz H., Lehn K., (1985), « The structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, 93, 6, pp. 1155-1177
- Depoers F., (1998), « L'offre Volontaire d'Information dans les Rapports Annuels des Sociétés Cotées : Le Cas Français », *Revue Française de Comptabilité*, novembre, p. 69-75
- Depoers, F. (2000), "A Cost-benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies", *European Accounting Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 245-263
- Diamond D., Verrechia E. (1991), "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", *The Journal of Finance*, 46, 4, September, p. 1325-1359
- Elgazzar S., (1998), "Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-sectional Examination of Market Revaluation during Earnings Announcement Periods", *Accounting Review*, 73, 1, pp. 119-129
- Faccio M., Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations», *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Fama E., 1980, Agency problems and theory of the firm, *Journal of Political Economy*, n° 88, pp. 288-307.
- Fama E., Jensen M. (1983), « Separation of Ownership and Control », *The Journal of Law And Economics*, 26, June, p. 301
- Gelb (2000) « Managerial ownership and accounting disclosure: an empirical study », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, p. 169-185
- Gibbens M, Richardson A., Waterhouse J. (1990) « The management of corporate financial disclosures: Opportunism, Ritualism, Policies and Processes », *Journal of Accounting Research*, spring, P 121-143
- Ginglinger, E. L'Her, J.F., (2002), « Ownership structure and open market stock repurchases in France », *The European Financial Management Association*, London 2002
- Healy P., Hutton A., Palepu K. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure », *Contemporary Accounting Research*, 16, p. 485-520

- Healy P.M, Palepu K. M.(2001), « Information Asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : a review of the empirical disclosure literature », *Journal of Accounting and Economics*, 31, p 405-440
- Ho, S. S. M., Wong, K. S., (2001), « A study of the relationship between Corporate Governance structures and the extent of voluntary disclosure », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, pp.139-15
- Jensen M. (1986), “Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers” *American Economic Review*, May, 76
- Jensen M., Meckling W. (1976), “Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, October, p. 305-360
- Kim, O., Verrechia R. (1994) « Market liquidity and volume around earnings announcements », *Journal of Accounting and Economics*, n° 17 January p41-67
- Klassen, K., Mawani, A. (2000), « The Impact of Financial and Tax Reporting Incentives on Option Grants to Canadian CEOs’ », *Contemporary Accounting Review*, Vol. 17, n° 2, pp. 227-262
- Labelle R., Schatt A. (2003) “Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises”, *Communication au congrès de la l’AFC 2003*
- Labelle R., Schatt A. (2005) “Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises” *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 8, No 3, septembre
- Lakhal F. (2004) “les mécanismes de gouvernement d’entreprises et les publications volontaires des résultats comptables », *Cahier de recherche, Institut de Recherche en Gestion, Université Paris XII Val-De-Marne, Août*
- Lang M., Lundholm R. (1993), « Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures », *Journal of Accounting Research*, 31, 2, p.246-271
- Lang M., Lundholm R. (1996), “Corporate disclosure policy and analyst behavior”, *The Accounting Review*, 71, 4, October, p. 467-492
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W. (1998) « Law and Finance», *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1150
- La Porta, R., Shleifer, A., Florencio, L., (1999), « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517
- La Porta, R, Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Leland H., Pyle D. (1977), “Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, 32, 2, p.371-387

- Lemmon M. L., Lins K. V. (2003), « Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis », the Journal of Finance, LVIII, 4, 1445-1468
- Lev B. (1992), « Information Disclosure strategy », Californian Management Review, summer p. 9-32
- Marois B., Bompont P. (2003) Gouvernement d'entreprise et communication financière, Edition Economica, Paris
- Marston, C.L., Shrikes, P.J. (1991), "The use of disclosure indices in accounting research: a review article", British Accounting Review, Vol. 23 No.3, pp.195-210.
- Meek G., Roberts C., Gray S. (1995), «Factor influencing Voluntary annual report Disclosure by US , UK & continental European Multinationals», Journal of International Business Studies, 26, 3, p. 555-572
- Nagar V., Nanda D., Wysocki P. (2003), «Discretionary Disclosure and stock-based incentives», Journal of Accounting and Economics, 34, p. 283-309
- Raffournier, B. (1995), "The Determinants of Voluntary Disclosure by Swiss Listed Companies", European Accounting Review, Vol. 4, No. 2, pp. 261-280
- Roger J. L. (2004), "Disclosure quality and management trading incentives", Working paper, university of Pennsylvania, January
- Sengupta P. (1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt", The Accounting Review, 73, October, p. 459-474
- Shevlin T. (1996), "The value-relevance of nonfinancial information: a discussion", Journal of Accounting and Economics, 22, p. 31-42
- Shleifer, A., Vishny R.W. (1986), « Large share holders and corporate control », Journal of Political Economy, 95, p. 461-488
- Shleifer A., Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », Journal of Finance, vol. 52, n° 2, p. 737-783.
- Soffer, L., S. R T., Beverly R. W. (2000), "Earnings Preannouncement Strategies," Review of Accounting Studies, 5, p. 5-26.
- Verrechia R. (1983), « Discretionary disclosure », Journal of Accounting and Economics, 5, December, p. 179-194
- Verrechia R. (1990), « Information quality & discretionary Disclosure», Journal of Accounting and Economics 12, January, p. 365-380
- Viénot, M. (1999), Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise, Association Française des Entreprises Privées et Mouvement des Entreprises de France, juillet

- Watts R., Zimmerman J. (1986) *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall
- Welker M. (1995), « Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets », *Contemporary Accounting Research*, 11, 2, p. 801-827
- Welker, M. (1998), « Discussion of Voluntary Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Insider Selling through Secondary Equity Offerings,» *Contemporary Accounting Research*, 15, 4, p.539-546.
- Warner, J. B., Watts, R. L., Wruck, K. H. (1988) « Stock prices and top management changes », *Journal of Financial Economics* », 20, p. 461-492.

Tableau n°1 : Définition et mesure des variables

Variable	Définition	Mesure
Variable endogène : DISCL	Qualité de la communication financière	Variable dichotomique égale à 1 si la société a été nommée pour le prix du meilleur rapport annuel et 0 sinon.
Variables exogènes :		
HERFI	Indice de concentration de Herfindhal	La somme des carrées des pourcentages d'actions détenus par les actionnaires.
VOT1	Vote du premier actionnaire	Pourcentage des droits de vote détenus par le premier actionnaire.
VOT2	Vote du second actionnaire	Pourcentage des droits de vote détenus par le second actionnaire.
FAM	Contrôle familial	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si le premier actionnaire est une famille et 0 sinon
VA1	Séparation des droits de vote et des droits aux actions	Rapport entre le pourcentage des droits de vote du 1 ^{er} actionnaire et ses droits aux actions
DOUBLE	Droit de vote double	Variable dichotomique prenant la valeur 1 s'il existe un droit de vote double et 0 sinon
INV	Investisseurs institutionnels	Pourcentage d'actions détenues par les investisseurs institutionnels.
SO	Plans de stocks-options	Variable dichotomique prenant la valeur 1 si les dirigeants bénéficient des stocks-options et 0 sinon.
TAILLE	Taille de la firme	Logarithme du total actif.
COTATION	Cotation sur un marché étranger	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger et 0 sinon.
USCOT	Cotation sur le marché américain	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon
DETTE	Taux d'endettement	Le total des dettes divisé par le total actif
CAC40	Appartenance au CAC40	Variable dichotomique égale à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon

Tableau n°2 : Les caractéristiques des 86 entreprises étudiées

L'échantillon comprend 86 entreprises françaises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2004. L'indice Herfindal est le niveau de concentration du capital, égale à la somme du carré du pourcentage de capital détenu par les actionnaires. VOTE1 et VOTE2 correspondent au pourcentage de droits de vote détenus par le premier et deuxième actionnaire. FAM est l'identité du premier actionnaire. VA1 et DOUBLE correspondent au degré de séparation des droits de vote et de droits aux actions, VA1 est égale au rapport du pourcentage de droit de vote et le droit au capital du premier actionnaire. INV est le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels. COTATION prend 1 si l'entreprise est cotée sur plus d'un marché et 0 sinon, USCOT prend 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 sinon, le ratio d'endettement DETTE et le total actif ont été obtenus dans la base de donnée COMPUSTAT. Toutes les autres données ont été collectées soit auprès des services de relations investisseurs ou à partir du dernier rapport annuel (2004).

Statistiques descriptives des variables continues

Libellé	Effectif	Poids	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
HERFI	86	86,00	0,15	0,17	0,00	0,73
VOT1	86	86,00	0,33	0,25	0,01	0,85
VOT2	86	86,00	0,09	0,08	0,00	0,38
VA1	86	86,00	1,22	0,28	1,00	1,96
INV	86	86,00	0,40	0,26	0,00	0,95
DETTE	86	86,00	21,13	192,62	0,00	1 797,00
TAILLE	86	86,00	8,17	1,56	5,55	11,48

Statistiques descriptives des variables nominales

Variables		Fréquence	pourcentage
DISCL	C2=0	59	68,60
	C2=1	27	31,40
FAM	C6=0	43	50,00
	C6=1	43	50,00
DOUBLE	C8=0	40	46,51
	C8=1	46	53,49
SO	C10=0	33	38,37
	C10=1	53	61,63
COTATION	C11=0	44	51,16
	C11=1	42	48,84
CAC40	C14=0	65	75,58
	C14=1	21	24,42
USCOT	C15=0	64	74,42
	C15=1	22	25,58
Total		86	100,00

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

1- Recodage des variables quantitatives en variables qualitatives :

- Si la variable DISCL est égale à 1 alors C2=YESCOM sinon C2 = NOCOM,
- La variable HERFI a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C3=HERFIND1, C3=HERFIND2 et C3=HERFIND3,
- De la même façon, la variable VOT1 a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C4=1VOT1, C4=1VOT2 et C4=1VOT3,
- Si la variable FAM est égale à 1 alors C6=YESFAM sinon C6 = NOFAM,
- La variable VA : séparation des droit de capital et des droits de vote est partagé en 3 classe, nous retrouvons dans l'ordre croissant C8=VA1, C8=VA2 et C8=VA3,
- Si la variable DOUBLE est égale à 1 alors C8=YESDOUBLE sinon C8 = NODOUBLE
- La variable INV mesurant l'actionnariat des investisseurs institutionnels a été partagée en 3 classes, nous retrouvons dans l'ordre croissant C9=INV1, C9=INV2 et en C9=INV3,
- Si la variable SO est égale à 1 alors C10=YESO sinon C10 = NOSO,
- Enfin, si la variable COTATION =1 alors C11=YESCOT sinon C11=NOCOT
- Si la variable CAC40 est égale à 1 alors C14=YESCAC40 sinon C14 = NOCAC40,
- Si la variable USCOT est égale à 1 alors C15=USCOT sinon C15 = NOUSCOT,

2- Caractérisation par les modalités des classes de la variable

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

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
DISCL	C2=NOCOM	100,00	68,60	100,00	9,79	0,000	59
VOT1	C4=1VOT3	47,46	32,56	100,00	4,65	0,000	28
HERFI	C3=HERFIND3	47,46	32,56	100,00	4,65	0,000	28
FAM	C6=YESFAM	62,71	48,84	88,10	3,66	0,000	42
USCOTATION	C15=NOUSCOT	86,44	74,42	79,69	3,43	0,000	64
SO	C10=NOSO	49,15	37,21	90,63	3,30	0,000	32
CAC 40	C14=NOCAC40	86,44	75,58	78,46	3,12	0,001	65
COTATION	C11=NOCOT	64,41	52,33	84,44	3,12	0,001	45
HERFI	C3=HERFIND1	23,73	33,72	48,28	-2,62	0,004	29
VOT1	C4=1VOT1	22,03	33,72	44,83	-3,11	0,001	29
COTATION	C11=YESCOT	35,59	47,67	51,22	-3,12	0,001	41
CAC 40	C14=YESCAC40	13,56	24,42	38,10	-3,12	0,001	21
SO	C10=YESO	50,85	62,79	55,56	-3,30	0,000	54
USCOTATION	C15=USCOT	13,56	25,58	36,36	-3,43	0,000	22
FAM	C6=NOFAM	37,29	51,16	50,00	-3,66	0,000	44
DISCL	C2=YESCOM	0,00	31,40	0,00	-9,79	0,000	27

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

Libellés des variables	Modalités caractéristiques	% de la modalité dans la classe	% de la modalité dans l'échantillon	% de la classe dans la modalité	Valeur-Test	Probabilité	Poids
DISCL	C2=YESCOM	100,00	31,40	100,00	9,79	0,000	27
FAM	C6=NOFAM	81,48	51,16	50,00	3,66	0,000	44
USCOTATION	C15=USCOT	51,85	25,58	63,64	3,43	0,000	22
SO	C10=YESSO	88,89	62,79	44,44	3,30	0,000	54
CAC 40	C14=YESCAC40	48,15	24,42	61,90	3,12	0,001	21
COTATION	C11=YESCOT	74,07	47,67	48,78	3,12	0,001	41
VOT1	C4=1VOT1	59,26	33,72	55,17	3,11	0,001	29
HERFI	C3=HERFIND1	55,56	33,72	51,72	2,62	0,004	29
COTATION	C11=NOCOT	25,93	52,33	15,56	-3,12	0,001	45
CAC 40	C14=NOCAC40	51,85	75,58	21,54	-3,12	0,001	65
SO	C10=NOSO	11,11	37,21	9,38	-3,30	0,000	32
USCOTATION	C15=NOUSCOT	48,15	74,42	20,31	-3,43	0,000	64
FAM	C6=YESFAM	18,52	48,84	11,90	-3,66	0,000	42
VOT1	C4=1VOT3	0,00	32,56	0,00	-4,65	0,000	28
HERFI	C3=HERFIND3	0,00	32,56	0,00	-4,65	0,000	28
DISCL	C2=NOCOM	0,00	68,60	0,00	-9,79	0,000	59

Tableau n°4 : Histogramme des 11 premières valeurs propres

APERCU DE LA PRECISION DES CALCULS : TRACE AVANT DIAGONALISATION.. 11.0000
SOMME DES VALEURS PROPRES 11.0000

NUMERO	VALEUR PROPRE	POURCENTAGE	POURCENTAGE CUMULE
1	3.5757	32.51	32.51
2	2.1159	19.24	51.74
3	1.2900	11.73	63.47
4	1.0903	9.91	73.38
5	0.9266	8.42	81.81
6	0.6460	5.87	87.68
7	0.5847	5.32	92.99
8	0.2906	2.64	95.64
9	0.2458	2.23	97.87
10	0.1895	1.72	99.59
11	0.0448	0.41	100.00

Tableau n°5 : Matrice de corrélations

Ce tableau présente les résultats des analyses de corrélations partielles des variables exogènes et endogène. HERFI mesure le niveau de concentration du capital, égale à la somme des carrés des pourcentages de capital détenu par les actionnaires, VOTE1 et VOTE2 correspondent au pourcentage de droits de vote détenus par le premier et le deuxième actionnaire, FAM est égal à 1 si le premier actionnaire est une famille, VA1 et DOUBLE mesurent le degré de séparation des droits de vote et droits aux actions, VA1 est égale au rapport du pourcentage de droit de vote et du droit au capital du premier actionnaire et DOUBLE prend 1 s'il existe des droits de vote double et 0 sinon, INV est le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels, Cotation prend 1 si l'entreprise est cotée sur plus d'un marché et 0 sinon, DETTE est le ratio d'endettement, TAILLE est le log du total actif, CAC40 indique si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40.

		HERFI	VOT1	VOT2	FAM	VA	DOUBL	INV	SO	COTAT ION	DETTE	TAILLE	CAC 40	USCOT
HERFI	Pearson	1												
	Correlation													
VOT1	Pearson	0,943**	1											
	Correlation													
VOT2	Pearson	-0,111	-0,085	1										
	Correlation													
FAM	Pearson	0,276**	0,375**	0,155	1									
	Correlation													
VA	Pearson	-0,272*	-0,189	0,033	0,117	1								
	Correlation													
DOUBL	Pearson	0,002	0,119	0,036	0,373	0,728	1							
	Correlation													
INV	Pearson	-0,38**	-0,438*	-0,047	-0,486*	0,201	-0,087	1						
	Correlation													
SO	Pearson	-0,343**	-0,315**	0,061	-0,024	0,152	0,127	0,077	1					
	Correlation													
COTATION	Pearson	-0,238*	-0,293**	0,024	-0,465**	-0,122	-0,302**	0,119	0,101	1				
	Correlation													
DETTE	Pearson	-0,058	-0,05	0,017	-0,108	-0,085	-0,116	-0,035	-0,137	0,111	1			
	Correlation													
TAILLE	Pearson	-0,138	-0,224	-0,163	-0,394**	0,085	-0,112	0,338**	0,146	0,441**	-0,131	1		
	Correlation													
CAC40	Pearson	-0,32**	-0,394**	-0,111	-0,32**	0,203	0,012	0,311**	0,243*	0,28	-0,064	0,668**	1	
	Correlation													
USCOT	Pearson	-0,219*	-0,241*	-0,044	-0,16	-0,045	-0,201	0,183	0,079	0,547**	-0,064	0,309**	0,206	1
	Correlation													

* significatif au seuil de 5%

**significatif au seuil de 1%

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

L'échantillon utilisé regroupe 86 entreprises appartenant à l'indice SBF 120, les coefficients sont estimés à partir d'une régression LOGIT, la variable dépendante, DISCL prend la valeur 1 si l'entreprise a une communication financière de bonne qualité et 0 sinon. VOT1 est le pourcentage de vote détenu par l'actionnaire majoritaire, HERFI est l'indice de concentration de Herfindhal, VAI mesure le degré de séparation des droits de votes et des droits aux actions, DOUBLE prend la valeur 1 si l'entreprise détient des droits de vote double, INV est le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels, SO est égale à 1 si les dirigeants sont rémunérés par des stock-options et 0 sinon, COTATION égale à 1 si l'entreprise est cotée sur un marché étranger, DETTE est le total dettes sur total actif, CAC40 est égal à 1 si l'entreprise fait partie de l'indice CAC40 et 0 sinon, USCOT égale à 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain

	Indice Herfindhal			VOT1	
	M1	M2	M3	M4	M5
VOT1				-6,907 0,017**	-6,681 0,024**
HERFI	-13,851 0,04**	-11,66 0,025**	-11,111 0,047**		
FAM	-2,803 0,008***	-1,859 0,016**	-2,33 0,011**		
VAI		-1,083 0,327			
DOUBLE	-1,438 0,091*		-1,405 0,093*	-1,371 0,071*	-1,558 0,049**
INV	-1,324 0,513			0,998 0,507	0,732 0,64
SO	2,678 0,006***	2,272 0,007***	2,711 0,005***	2,375 0,007***	2,307 0,008***
COTATION		0,845 0,281		0,562 0,501	0,66 0,401
DETTE					
TAILLE	-0,392 0,304	0,183 0,463		0,157 0,528	
CAC40	1,957 0,095*		1,063 0,179		1,099 0,166
USCOT	2,817 0,011**		2,187 0,014**	1,388 0,096*	1,491 0,08*
Constante	2,656 0,423	-1,385 0,57	-1,206 0,212	-2,655 0,251	-1,552 0,312
Taux de classement	88,40%	87,20%	90,70%	86,00%	86,00%

*significatif au seuil de 10%

**significatif au seuil de 5%

***significatif au seuil de 1%