



Recherches en **Comptabilité & Finance**



SUPPLÉMENT À LA REVUE COMPTABLE ET FINANCIÈRE - 2010

N° 5

GESTION DES RÉSULTATS

Les pratiques de gestion des résultats sont-elles influencées par l'institutionnalisation de l'actionnariat ?

BANQUES

Les relations de clientèle dans les programmes de restructuration des secteurs bancaires -
Le cas de la Tunisie

DIVULGATION VOLONTAIRE

Impact de la divulgation volontaire des informations sur le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes cotées

GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Gouvernement d'entreprise et divulgation volontaire du capital immatériel : cas du contexte français

N° 5 / 2010

La publication « **Recherches en Comptabilité & Finance** » éditée en supplément à la « **Revue Comptable et Financière** » est une publication tunisienne de vulgarisation scientifique dans le domaine de la comptabilité et de la finance.

Son objectif est de permettre aux chercheurs de communiquer, d'échanger et de soumettre à la critique leurs réflexions et leurs recherches sur la comptabilité, la fiscalité et la finance et les disciplines associées.

Elle paraît deux fois par an et est distribuée gratuitement aux abonnés de la **Revue Comptable et Financière**.

Directeur de la publication : Abderraouf YAICH

Comité Scientifique :

Contributeur à l'évaluation des articles et à la promotion de la revue :

Ezzeddine ABAOUB - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis

Abdelfattah BOURI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Ali ELMIR - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Slah Eddine HALLARA - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Khamoussi HLIOUI - Maître de conférences, FSEG Sfax

Faouzi JILANI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISCC Bizerte

Chokri MAAMOGLHI - Professeur de l'enseignement supérieur, ISG Tunis

Lassâad MEZGHANI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Sfax

Bernard RAFFOURNIER - Professeur de l'enseignement supérieur, HEC Genève

Mohamed Tahar RAJHI - Professeur de l'enseignement supérieur, FSEG Tunis.

Mohamed TRIKI - Professeur de l'enseignement supérieur, ESC Sfax

Daniel ZEGHAL - Professeur de l'enseignement supérieur, Université d'Ottawa, Canada

Rédaction :

Le Comité de Rédaction est présidé par le professeur Daniel ZEGHAL

Le Coordinateur de la Revue est
Walid KHOUFI - ESC Sfax

e-mail : walid.khoufi@escs.rnu.tn

Web : www.larcf.com/recherche/index.htm

La Revue est éditée et diffusée par :

Les éditions Raouf YAICH

Avenue Habib Thameur Imm. Attijari Bank
Rez-de-chaussée - 3000 Sfax - Tunisie

Tel. : 74 200 416 - Fax : 74 200 417

E-mail : formationexperts@gmail.com

Site web : www.expertiseonline.com

SOMMAIRE

Numéro 5 / 2010

1 Ont contribué à la rédaction de ce numéro

3 GESTION DES RÉSULTATS

Les pratiques de gestion des résultats sont-elles influencées par l'institutionnalisation de l'actionnariat ?
Par Anis JARBOUI & Mouna NJAH

27 BANQUES

Les relations de clientèle dans les programmes de restructuration des secteurs bancaires - Le cas de la Tunisie
Par Niazi KAMMOUN & Lotfi BEN JEDIDIA

49 DIVULGATION VOLONTAIRE

Impact de la divulgation volontaire des informations sur le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes cotées
Par Dorra TALBI

67 GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Gouvernement d'entreprise et divulgation volontaire du capital immatériel : cas du contexte français
Par Fatma BOUGACHA & Walid KHOUFI

95 Consignes aux auteurs

La Revue n'entend ni approuver ni désapprouver le contenu des articles qui expriment l'opinion personnelle de leurs auteurs et qui sont publiés sous leur seule responsabilité.

En conséquence, le contenu des articles et matières publiés par les auteurs fait l'objet d'une clause de non responsabilité de la Revue Comptable et Financière et des Editions Raouf YAICH.

Lotfi BEN JEDIDIA - Maître assistant, ESC,
Université de Sfax (TUNISIE), Chercheur
à l'URED
E-Mail : Lotfi.bjd@escs.rnu.tn

Fatma BOUGACHA - Doctorante FSEG,
Université de Sfax (TUNISIE)
E-mail : fatma-bougacha@hotmail.fr

Anis JARBOUI - Maître de conférences,
ISAAS, Université de Sfax (TUNISIE)
E-mail : anisjarbouï@yahoo.fr

Niazi KAMMOUN - Maître assistant, ESC,
Université de Sfax (TUNISIE), Chercheur
à l'URED
E-Mail : Niazi.KAMMOUN@escs.rnu.tn

Walid KHOUFI - Maître de conférences, ESC,
Université de Sfax (TUNISIE)
E-mail : walid.khoufi@escs.rnu.tn

Mouna NJAH - Doctorante à la
FSEG, Université de Sfax (TUNISIE)
E-mail : mouna.njah@yahoo.fr

Dorra TALBI - Unité de recherche : Finance et
Stratégies des affaires, Faculté des Sciences
Economiques et de Gestion de Tunis
E-Mail : talbi.dorra@gmail.com

Les pratiques de gestion des résultats sont-elles influencées par l'institutionnalisation de l'actionnariat ?

Afin d'apporter un nouvel éclairage aux études antérieures sur l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion des résultats, cette étude vise à déterminer si les investisseurs institutionnels jouent un rôle stimulateur ou plutôt restrictif des opportunités de manipulation comptables et réelles des résultats.

Les tests menés sur les entreprises cotées à la BVMT durant la période de 2003 à 2007 montrent que les investisseurs institutionnels sophistiqués sont capables de dissuader quelques pratiques de gestion des résultats. Les résultats indiquent également qu'il n'existe pas de relation positive et significative entre la présence des investisseurs institutionnels spéculatifs et les opportunités de gestion des résultats.

Mots clés : Investisseurs institutionnels ; Pratiques de gestion des résultats ; Gouvernance d'entreprises.

Introduction

Au cours des vingt dernières années, les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale par l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers et les prises de participations dans les entreprises. Ainsi, l'organisation de coopération et de développement économique (OCDE) dans son rapport de 2001 a souligné : «l'émergence des investisseurs institutionnels, en tant que principaux détenteurs d'avoirs financiers, ayant une participation de plus en plus accrue sur les marchés des capitaux, est une des particularités du monde financier actuel, une particularité susceptible de devenir plus marquante dans les années à venir».

Dans ce cadre, l'institutionnalisation de plus en plus accrue des structures d'actionnariat a facilité l'émergence de nouveaux actionnaires qui, bien qu'ils soient le plus souvent des actionnaires minoritaires, ils sont en mesure d'influencer la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Les récents débats se rapportant aux investisseurs institutionnels et à leur impact sur les choix comptables des dirigeants se sont surtout focalisés sur l'efficacité de leur rôle de contrôle des pratiques managériales opportunistes. Les apports théoriques aussi bien qu'empiriques relatifs à cet axe de recherche sont très mitigés.

Sur le plan théorique, trois thèses différentes du comportement de contrôle des pratiques managériales opportunistes, de la part des investisseurs institutionnels, peuvent être identifiées : la thèse de passivité, la thèse de l'activisme et la thèse de neutralité.

La thèse de passivité stipule que les investisseurs institutionnels sont des actionnaires spéculatifs qui pratiquent des stratégies d'investissements myopes. Ils sont à la recherche de la profitabilité de leurs portefeuilles dans des horizons d'investissements courts. Ces investisseurs sont prêts à quitter l'entreprise lorsqu'ils sont non satisfaits de la manière dont elle est gérée. Dans ce cadre, les dirigeants se trouvent fortement incités à rapporter des résultats satisfaisants pour répondre à leurs exigences. Quant à la thèse du comportement actif, elle suppose que ces investisseurs sont de vrais actionnaires qui possèdent les ressources et les incitations nécessaires pour contrôler, influencer et discipliner les dirigeants. Leur implication dans le système de contrôle des entreprises de leurs portefeuilles et l'adoption d'une attitude active vis-à-vis de l'efficacité des décisions managériales favorisent la limitation des espaces de liberté laissés à l'appréciation discrétionnaire des managers. Un troisième courant théorique, à savoir la thèse de neutralité, postule la neutralité des actionnaires institutionnels vis-à-vis des pratiques managériales opportunistes.

Sur le plan empirique, les résultats des principales études concernant l'impact de l'institutionnalisation de l'actionnariat sur les pratiques de gestion des résultats ne sont pas déterminés. Par exemple, Porter (1992) ; Koh (2003) et Lipson et al (2005) ont montré que les investisseurs institutionnels

jouent un rôle stimulateur des pratiques de gestion des résultats. Dès lors, une association positive est observée entre la variable présence d'investisseurs institutionnels dans le capital et la variable pratiques de gestion des résultats. Darmawati (2003) trouve qu'en Indonésie les investisseurs institutionnels sont neutres vis-à-vis des pratiques de gestion des résultats. Dans ce cadre, aucune relation n'est observée. À l'inverse, une relation négative est constatée entre ces deux variables par Cheng et Reitenga (2001), Koh (2007) et Ben Kraiem (2008). Ceci nous amène à conclure que les investisseurs institutionnels sont capables de dissuader les opportunités de manipulation comptables et réelles des résultats.

L'ambiguïté qui ressort des études Anglo-saxonnes et francophones sur ce sujet et la rareté d'études en Tunisie sur le comportement des investisseurs institutionnels et leurs influences sur les pratiques de gestion des résultats ont motivé le choix de cette recherche. Dans ce cadre, notre problématique de recherche se présente comme suit : **Quelle est l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion des résultats ?**

Dans cette perspective, la présente étude a pour objectif d'examiner l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion comptables et réelles des résultats.

Pour révéler des éléments de réponse à notre problématique de recherche, cet article est organisé comme suit :

La première section sera consacrée à la présentation du cadre théorique dans lequel s'intègre le comportement de contrôle des investisseurs institutionnels ainsi que les hypothèses à tester. La seconde sera réservée

à la présentation des éléments méthodologiques destinés à mettre à l'épreuve ces hypothèses. Les résultats empiriques seront analysés et discutés dans une troisième section alors que la conclusion permettra de résumer les principaux résultats, exposer les limites et proposer des voies de recherches futures.

Section 1. Hétérogénéité du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels des pratiques de gestion des résultats

Une étude des différents apports théoriques ayant décrit, analysé et étudié les comportements de contrôle que peuvent adopter les investisseurs institutionnels vis-à-vis des pratiques managériales opportunistes nous amène à distinguer trois attitudes : la passivité, la neutralité et l'activisme.

1.1. La thèse de passivité des investisseurs institutionnels

La thèse du comportement passif trouve ses origines dans la théorie des institutions myopes et la théorie du portefeuille.

La théorie des institutions myopes stipule que les investisseurs institutionnels sont des actionnaires spéculatifs qui pratiquent des stratégies d'investissements myopes. Ils sont à la recherche de la profitabilité de leurs portefeuilles dans des horizons d'investissements courts. Ces institutionnels se focalisent, par conséquent, aux projets générant des revenus rapides au détriment des projets d'investissements orientés à long terme, qui pourraient rapporter plus mais à une échéance lointaine (Gharbi et Sahut, 2008). Le seul but que suit, ce type d'investisseurs, est l'enrichissement le plus grand

possible. En effet, les bons investissements sont identifiés uniquement au regard des marges de progression estimées pour les résultats courants au-delà de la performance et la valeur réelle de l'entreprise.

La théorie de portefeuille considère, quant à elle, que les investisseurs institutionnels doivent diversifier au maximum leurs portefeuilles pour en réduire le risque. Dans cette optique, ils sont tenus de poursuivre des stratégies de diversification qui amènent à la construction de portefeuilles diversifiés. Cependant, une stratégie de diversification importante risque de faire perdre leurs pouvoirs de contrôle.

Théoriquement, la passivité se traduit par une stratégie actionnariale appelée défection (option d'Exit selon l'analyse de Hirschman en 1970). Cette stratégie stipule que les investisseurs institutionnels sont prêts à quitter l'entreprise, voter avec les pieds, lorsqu'ils sont non satisfaits de la manière dont elle est gérée et de la rentabilité de leurs fonds. En effet, quand ils constatent que les entreprises dans lesquelles ils ont investi sont sous performantes et ont réalisé des résultats qui ne répondent pas à leurs exigences, ils procèdent à la vente massive des actions qu'ils détiennent. Ces investisseurs passifs marquent, par conséquent, leurs préférences aux stratégies actionnariales défection qu'aux stratégies de prises de contrôle.

La passivité des investisseurs institutionnels spéculatifs vis-à-vis de l'efficacité des systèmes de contrôle est expliquée par les raisons suivantes : Tout d'abord, l'engagement dans des horizons d'investissements courts ne les incite pas à supporter des coûts de contrôle qui ne seront bénéfiques qu'à long terme. Ensuite, la détention

des parts faibles dans le capital, rend l'opération de contrôle de plus en plus coûteuse. Une telle action de contrôle, menée par un actionnaire minoritaire, l'amène à supporter l'intégralité des coûts de contrôle alors que le bénéfice sera distribué au prorata de sa participation au capital (Bellalah et al, 2006). Enfin, ils ne détiennent pas le pouvoir suffisant pour influencer les décisions managériales (Bernard et Skinner, 1996) et l'expertise suffisante pour contrôler efficacement l'opportunisme managérial (Admati et al, 1994).

La non implication des investisseurs institutionnels spéculatifs dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles et l'adoption d'une attitude passive vis-à-vis de l'efficacité des décisions managériales amènent à l'élargissement des espaces de liberté laissés à l'appréciation discrétionnaire des dirigeants. En effet, ces derniers, en profitant des lacunes comptables et des latitudes managériales trouvent dans les pratiques de gestion des résultats les moyens pour refléter sur le marché, et plus particulièrement aux investisseurs institutionnels, une performance désirée.

Dès lors, la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs dans le capital des entreprises crée d'énormes incitations auprès des dirigeants pour gérer les résultats à la hausse (Cheng et Reitenga, 2001 ; Koh, 2003) afin d'atteindre, obligatoirement, les objectifs de performance exigés par eux. À cet égard, ces investisseurs influencent d'une manière agressive les pratiques de gestion des résultats (Cheng et Reitenga, 2001 ; Koh, 2003 ; Burns et al, 2005 ; Burns et al, 2006 ; Koh, 2007). Ceci nous amène à formuler l'hypothèse générale suivante : **La propriété institutionnelle spéculative (passive) incite les dirigeants à gérer les résultats à la hausse.**

La flexibilité qu'offrent les principes comptables généralement admis dans le choix des pratiques comptables, adoptées par chaque entreprise, permet aux dirigeants d'exercer leurs jugements pour publier des résultats en fonction de leurs objectifs discrétionnaires. Cette discrétion peut être soit une discrétion réelle (jouer sur les flux de trésorerie), soit une discrétion comptable (jouer sur les accruals) (Myers et al, 2006). Ainsi, deux types de gestion des résultats sont généralement distingués : la gestion réelle des résultats et la gestion comptable des résultats.

Dès lors, les dirigeants qui suivent des objectifs de résultats immédiats trouvent dans les pratiques de gestion comptables et réelles des résultats le moyen pour gérer les résultats à la hausse afin de maintenir le niveau de profitabilité souhaitable par les investisseurs institutionnels spéculatifs.

D'où les hypothèses suivantes :

H 1 : Il existe une relation positive entre la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs dans le capital et les pratiques de gestion comptables des résultats.

H 2 : Il existe une relation positive entre la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs dans le capital et les pratiques de gestion réelles des résultats.

1.2. La thèse de neutralité des investisseurs institutionnels

La thèse de neutralité, appuyée par Fama et Jensen (1983), Crutchley et Hansen (1989) et Agrawal et Knoeber (1996), trouve ses origines dans la théorie de l'efficacité des marchés. Selon cette théorie, les investisseurs institutionnels

sont des actionnaires rationnels qui sont capables d'identifier les firmes qui présentent les meilleures potentialités et qui sont les mieux gérées pour y investir leurs fonds (Gharbi et Sahut, 2008). Par conséquent, ces actionnaires cherchent seulement la profitabilité en adoptant une stratégie active de portefeuille. D'où, la neutralité vis-à-vis des pratiques managériales opportunistes.

Cette thèse supporte l'idée de non implication des investisseurs institutionnels dans les systèmes de contrôle. Selon eux, les pressions exercées par l'environnement externe de l'entreprise (risque de prise de contrôle hostile, par exemple) forcent le dirigeant à entreprendre des décisions qui assurent la maximisation de la valeur de la firme (Lapointe, 2000).

1.3. La thèse de l'activisme des investisseurs institutionnels

La thèse de l'activisme des investisseurs institutionnels dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles est justifiée par la théorie de l'enfermement des institutions et la théorie de l'intervalle Compétence-Difficulté.

La théorie de l'enfermement des institutions stipule que les investisseurs seraient prisonniers de leur position suite à leur détention des parts importantes dans le capital des entreprises. Leurs participations sont tellement importantes qu'elles sont devenues très peu liquides. À défaut de pouvoir quitter l'entreprise, les investisseurs institutionnels trouvent dans la stratégie actionnariale «revendication» la solution pour maintenir la profitabilité de leurs investissements. Ils seraient donc conduits à faire entendre leurs voix et à exprimer leur

insatisfaction pour veiller mieux à leurs intérêts sur la période d'investissement.

La théorie de l'intervalle Compétence-Difficulté de Heiner (1983), considère, quant à elle, que les investisseurs institutionnels possèdent les compétences nécessaires pour contrôler les entreprises de leurs portefeuilles. Suite aux positions importantes qu'ils détiennent dans le capital des firmes et les marchés financiers, ces investisseurs acquièrent un ensemble d'avantages par rapport aux autres actionnaires. D'abord, ils possèdent des moyens financiers importants qui leur permettent de devenir «actifs» dans le contrôle (Lianos, 2003). Ensuite, le nombre de voix qu'ils acquièrent en contrepartie de leurs participations leur permet de participer au processus de prise de décision et d'influencer les votes lors des assemblées générales. De plus, ils possèdent un accès privilégié à des informations pertinentes à temps. Ceci implique, par conséquent, une meilleure connaissance de la performance réelle des entreprises et une appréciation de la performance des dirigeants aussi bien que les stratégies de gestion des résultats qu'ils pratiquent (Utama et Siregar, 2008). Enfin, ces institutionnels possèdent le temps et l'expertise nécessaires pour contrôler les actions opportunistes.

Alors l'implication des investisseurs institutionnels dans le système de contrôle des entreprises de leurs portefeuilles et l'adoption d'une attitude active vis-à-vis de l'efficacité des décisions managériales favorisent la limitation des espaces de libertés laissés à l'appréciation discrétionnaire des managers. Plus concrètement, cela peut revenir à dissuader les décisions comptables opportunistes (Cheng et Reitenga, 2001 ;

Koh, 2003 ; Marcus et al, 2006 ; Koh, 2007 ; Ben Kraiem, 2008). Il en vient l'hypothèse générale suivante : **La propriété institutionnelle sophistiquée (active) dissuade les pratiques de gestion des résultats.**

À l'issue de ces développements, il est possible de constater que la présence des investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital des entreprises est accompagnée avec un niveau faible d'utilisation des accruals discrétionnaires et à une réduction des activités réelles manipulées. Ainsi, nous formulons les hypothèses suivantes :

H 3 : Il existe une relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital et les pratiques de gestion comptables des résultats.

H 4 : Il existe une relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital et les pratiques de gestion réelles des résultats.

Après la formulation des hypothèses, il convient désormais de présenter la démarche méthodologique adoptée dans cet article.

Section 2. Méthodologie de la recherche

Dans cette section, nous présenterons notre échantillon, nous définissons les variables retenues et nous explicitons notre approche empirique.

2.1. Échantillonnage et collecte de données

2.1.1. Présentation de l'échantillon

Dans le cadre de cette étude, nous nous intéressons exclusivement à des sociétés

tunisiennes cotées en Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) et ceux parce que notre recherche porte, entre autres, sur le rôle que joue un nouveau acteur dans les marchés des capitaux à savoir les investisseurs institutionnels. Le choix de ce pays émergent se justifie, principalement, par l'absence de ce type d'études dans le contexte tunisien aussi bien que notre familiarité avec la réalité de notre pays et la facilité d'accès aux données.

Ces critères de sélection nous ont permis d'avoir un échantillon de départ de 51 entreprises. Ces firmes sont observées sur une période d'étude de 5 ans allant de 2003 jusqu'à 2007, soit un nombre potentiel d'observations égal à 255. De cet échantillon, nous avons éliminé les établissements financiers, compte tenu de la spécificité des règles relatives à la préparation et à la présentation de leurs états financiers, et les entreprises dont les informations sont manquantes. Ceci nous amène, par conséquent, à réduire la taille de notre échantillon de 51 à 27 entreprises et, par conséquent, à 132 observations-données.

Tableau 1 : Constitution de l'échantillon final

Procédure d'obtention de l'échantillon final	Nombre d'entreprises	Nombre d'observations
Population initiale : Entreprises tunisiennes cotées en BVMT au 31/12/2007	51	255
- Exclusion des sociétés financières	(22)	(110)
- Exclusion des sociétés dont les informations sont manquantes	(2)	(10)
- Exclusion des observations dont les informations sont incomplètes		(3)
Echantillon final retenu	27	132

2.1.2. Sources de collecte des données

Les données de l'étude ont été recueillies manuellement à partir des sources d'informations suivantes : les prospectus d'émission d'emprunts obligataires, les prospectus d'émission d'actions et les rapports d'activité des entreprises disponibles au conseil du marché financier, les états financiers publiés dans les bulletins officiels de la BVMT et les sites web des entreprises concernées.

Après la présentation de l'échantillon et des sources de collecte de données, il convient désormais de présenter et définir les différentes variables retenues.

2.2. Définitions et mesure des variables retenues

L'objectif de cette étude est d'étudier l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels (spéculatifs / sophistiqués) sur les pratiques de gestion comptables et réelles des résultats. Pour ce faire, nous avons retenu un ensemble de variables qui sont définies ci-dessous.

2.2.1. Définitions et mesure des variables dépendantes

Conformément aux hypothèses déjà développées, les variables qu'on souhaite expliquer sont «les pratiques de gestion des résultats». Pour raffiner de plus notre analyse, nous avons choisi de faire la distinction entre les pratiques de manipulation comptables et réelles des résultats.

• Les variables de gestion comptables des résultats

Les pratiques comptables retenues pour analyser la variable «gestion comptable des résultats» sont au nombre de trois. Elles concernent :

* Gestion des amortissements (G Amt)

En vue de diminuer la dotation annuelle d'amortissement et augmenter, par conséquent, le résultat comptable, les dirigeants choisissent souvent la méthode d'amortissement linéaire puisqu'elle tend à amortir moins les immobilisations les premières années que le choix dégressif.

Dans ce cadre, Saada (1995), Djama et Boutant (2006) et Jeanjean (1999) affirment que la méthode d'amortissement (linéaire / dégressif) est une pratique comptable qui peut être manipulée pour des fins de gestion des résultats.

Cette pratique est mesurée comme suit : c'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise adopte la méthode d'amortissement linéaire et la valeur 0 si elle adopte la méthode d'amortissement dégressif.

* Gestion des stocks (G stock)

Le degré de liberté dont dispose les dirigeants porte entre autres sur la politique d'évaluation des stocks. À cet égard, la législation laisse à l'entreprise le choix entre trois méthodes de valorisation des stocks : la méthode premier entré premier sorti (FIFO), la méthode dernier entré premier sorti (LIFO) et la méthode du coût moyen pondéré (CMP). À noter que le système comptable tunisien en 1997, dans la NCT 4, offre le choix seulement entre deux méthodes (FIFO/CMP).

Les dirigeants marquent souvent leurs préférences à la méthode FIFO. Ceci se justifie par l'idée que, en période d'inflation, cette méthode permet de retarder l'impact de la hausse des prix en assurant une évaluation au minimum des charges de la

période en cours. Il en résulte, par conséquent, une augmentation des stocks en valeur et par la suite une majoration des résultats des exercices futurs (Shabou et Taktak, 2002).

Alors, la variable «gestion des stocks» est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise utilise la méthode valorisation de stocks FIFO, et 0 en cas d'utilisation de la méthode du CMP. Cette mesure a été utilisée aussi par Shabou et Taktak (2002) et Saada (1995).

*** Gestion de provisions des éléments d'actifs (G provision)**

Djama et Boutant (2006), Beneish (1999) notent que la dotation de provisions pour dépréciation des éléments d'actifs est une variable comptable qui est susceptible d'être manipulée. Par exemple, la non constatation partielle ou totale des provisions ou une reprise abusive d'une ou de plusieurs provisions peuvent être réalisées afin de gérer le résultat comptable à la hausse et atteindre, par conséquent, le niveau de profitabilité souhaitable de la part des investisseurs institutionnels.

De cette idée, nous jugeons que les créances et les stocks sont les deux postes d'actifs les plus gérés dans la pratique. Nous mesurons cette variable par le ratio suivant : Dotations aux provisions des stocks et des créances divisées par la valeur des stocks et des créances.

Afin de faire la distinction entre les entreprises qui possèdent un niveau faible de dotations de provisions à celles qui se caractérisent par un niveau élevé, nous avons retenu la médiane comme un critère de classification. En effet, la variable «Gestion des provisions» va prendre

la forme d'une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise possède un niveau de dotations de provisions supérieur à la médiane et la valeur 0 le cas contraire.

• Les variables de gestion réelles des résultats

Pour l'étude des postes réels, nous retenons les trois variables suivantes :

*** Gestion des dépenses discrétionnaires (G DD)**

Afin d'atteindre certains objectifs de profitabilité à court terme, les dirigeants se trouvent fortement incités à investir dans des projets courttermisme afin de révéler très rapidement au marché, et plus particulièrement aux investisseurs institutionnels, la rentabilité de leurs projets. Dès lors, ils sont moins incités d'investir, par exemple, en recherches et développements parce que ce type d'investissement se caractérise par un horizon temporel long, un haut niveau de risque associé, une probabilité d'échec élevée, par l'illiquidité et par son incertitude sur les profits futurs.

La variable dépendante «gestion des dépenses discrétionnaires» est mesurée à l'aide du ratio : dépenses discrétionnaires divisées par l'actif total de la firme (par exemple Roychowdhury, 2006) ou par le chiffre d'affaires (tel que Jarboui et Olivero, 2008).

Dans le cadre de cette étude, le choix du chiffre d'affaires (CA) comme dénominateur semble être plus pertinent. À noter que le montant des dépenses discrétionnaires est égal à la somme des dépenses de recherches et de développements, de formations et de publicités.

À cet égard, la pratique «Gestion des dépenses discrétionnaires» est mesurée comme suit : c'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise dépense fortement en formation, R&D et publicité et la valeur 0 si elle se caractérise par un niveau de dépenses discrétionnaires faible. À noter que nous avons aussi retenu la valeur de la médiane comme critère de classification entre les entreprises qui investissent fortement ou faiblement en dépenses discrétionnaires.

*** Gestion des ventes (G ventes)**

La pratique «gestion des ventes» est aussi une tentative managériale qui est généralement utilisée par les dirigeants pour accélérer temporairement les recettes de l'exercice en cours. Elle vise, essentiellement, la génération de ventes additionnelles afin d'augmenter le bénéfice comptable et, par conséquent, l'atteinte d'un ensemble d'objectifs discrétionnaires.

Cette pratique est mesurée à l'aide de la variable «Poids des ventes à crédit». Nous mesurons cette variable par le rapport entre le montant des ventes à crédit (Chiffre d'affaires à crédit) et le total du chiffre d'affaires. Cette mesure a été utilisée aussi par Roychowdhury (2006) mais en utilisant le total des actifs comme dénominateur.

Dès lors, cette pratique de gestion réelle des résultats prend la forme d'une variable dichotomique codée 1 si le montant des ventes à crédit de chaque entreprise est supérieur à la médiane et 0 le cas contraire.

*** Gestion des résultats de cessions d'actifs (G RCA)**

Khoufi et Laadhar (2006), définissent cette pratique comme une opération de cession

dans des conditions avantageuses dégageant, ainsi, des plus-values ou des moins-values comptabilisées en résultat de l'exercice en cours. En effet, il paraît que la gestion se fait, d'une part, en jouant sur le montant d'actifs cédés et, d'autre part, en sélectionnant les actifs cédés en fonction du résultat de cession qu'ils dégagent. À cet égard, les dirigeants peuvent, en rattachant une plus-value de cession d'actifs à un exercice ou à l'exercice suivant, modifier selon leurs volontés les résultats comptables à la hausse.

Cette variable est mesurée ainsi comme suit : c'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise a constaté des plus-values sur cessions d'actifs, et 0 en cas de réalisation des résultats de cessions d'actifs négatifs.

2.2.2 Définitions et mesure des variables indépendantes

Nous mesurons la variable «présence des investisseurs institutionnels» par la proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels. Cette variable a été mesurée de la même façon par Omri (2002), Koh (2003), Utama et Siregar (2008), Jarboui et Olivero (2008) et Ben kraïem (2008). Dans le cadre de cette étude, nous avons considéré comme investisseurs institutionnels : les banques, les compagnies d'assurances, les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds de pensions.

Pour tester également l'attitude des actionnaires institutionnels vis-à-vis des pratiques managériales opportunistes, nous avons scindé ces acteurs en ceux qui adoptent un comportement de contrôle passif (les banques et les compagnies d'assurances) et ceux qui adoptent un

comportement de contrôle actif (les OPCVM et les fonds de pensions). Cette classification a été adoptée aussi bien par : Heard et Sherman (1987), Brickely, Lease et Smith (1988), Almazan et al (2005), Chen et al (2005) et Sahut et Gharbi (2008).

Les indicateurs de mesure pour ces deux variables sont les suivants :

La présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués : Cette variable (PIIA) est mesurée par le pourcentage des actions détenues par les OPCVM et les fonds de pensions.

La présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs : Cette variable (PIIP) est mesurée par le pourcentage des actions détenues par les banques et les compagnies d'assurances.

2.2.3 Définitions et mesure des variables de contrôle

Afin de maîtriser d'autres déterminants possibles des pratiques de gestion des résultats, nous avons introduit certaines variables de contrôle à savoir :

• Endettement (Dette)

La variable d'endettement est issue de la théorie politico-contractuelle de Watts et Zimmerman (1986). Ces auteurs prévoient que l'existence de conflits d'intérêts au niveau des relations d'agence qui caractérisent le financement externe des firmes est susceptible d'influer les opportunités de manipulation comptables et réelles des résultats. À cet égard, il semble que les dirigeants des entreprises endettées seront plus incités à gérer les résultats à la hausse afin de montrer que leurs firmes sont en mesure de réaliser des gains et de faire face à leurs engagements. L'objectif

ici est d'échapper des clauses restrictives des contrats de prêts et des taux prohibitifs d'intérêts exigés par les créanciers (Seboui, 2003). Dans ce cadre, Watts et Zimmerman (1986), Pozza et al (2008), Ben Kraiem (2008) et Koh (2003) notent que les sociétés les plus endettées préfèrent les méthodes comptables qui surévaluent les résultats afin de limiter les probabilités de violation des conventions de dettes.

La variable «Endettement» est mesurée par le levier financier soit le total des dettes divisées par le total des actifs. Cette mesure est également retenue par : Koh (2003), Demaria et Dufour (2007), Jarboui et Olivero (2008), Ben Kraiem (2008) et Sahut et Gharbi (2008).

• La taille de l'entreprise (Taille)

L'introduction de la taille de l'entreprise comme variable susceptible d'influencer les pratiques de gestion des résultats est issue, aussi, de la théorie positive de Watts et Zimmerman (1986). L'hypothèse de coûts politiques suggère que les sociétés de grande taille ont tendance à choisir les méthodes comptables qui leur permettent de sous-évaluer les résultats afin de réduire leurs visibilités politiques.

Dans le cadre de cette étude, nous utilisons comme mesure le logarithme naturel de l'actif total. Le recours au logarithme présente l'avantage de contourner le problème d'échelle pouvant résulter de la petitesse des mesures des autres variables du modèle. Cette variable est utilisée aussi dans d'autres études telles que : Omri (2002), Koh (2003), Seboui (2003), Sahut et Gharbi (2008) et Jarboui et Olivero (2008).

• La qualité d'audit (Audit)

La qualité du cabinet d'audit peut aussi bien influencer les pratiques comptables adoptées par

l'entreprise lors de la préparation des états financiers. Francis et Krishnan (1999), Defond et al (1998), Spark et al (1999) trouvent que les ajustements comptables discrétionnaires sont moins importants dans les sociétés auditées par les Big 6. Dès lors, ce type d'auditeurs est plus capable de contrôler et de détecter les comportements managériaux opportunistes. Kim et al (2003) confirment cette idée et notent que : «les Big 5 exercent un contrôle plus efficace quand les dirigeants ont des incitations à manipuler les résultats à la hausse».

Nous mesurons la variable «Qualité d'audit» comme suit : c'est une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'auditeur externe de l'entreprise n'appartient pas à un cabinet de «Big four» et la valeur 0 dans le cas contraire. Cette variable a été mesurée de la même façon par : Koh (2003), Ben Kraiem (2008) et Utama (2008).

• La performance (Perf)

Dans un contexte de faible performance, les dirigeants pourraient être d'avantage incités à recourir à des pratiques comptables visant à augmenter leurs résultats afin de masquer les difficultés et améliorer la performance globale de l'entreprise (Janin et Piot, 2004 et Mansouri 2007). Dès lors, la gestion du résultat peut constituer un moyen d'atténuer la visibilité de cette médiocre performance (Mard, 2004), aussi bien que limiter les effets négatifs généralement associés à la publication de mauvais résultats.

Nous avons choisi comme indicateur de mesure de la performance le ratio de Q de Tobin qui combine les mesures comptables et les mesures

boursières. Ce ratio est mesuré par le rapport entre la valeur marchande des actions et la valeur comptable des actions. Cette mesure est également utilisée par Omri (2002) et Koh (2007).

2.3. Les méthodes d'analyses retenues

Pour tester les hypothèses déjà formulées, nous proposons d'estimer les régressions suivantes :

$$G_{Amt} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (1)$$

$$G_{stock} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (2)$$

$$G_{provision} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (3)$$

$$G_{DD} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (4)$$

$$G_{Vente} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (5)$$

$$G_{RCA} = \beta_0 + \beta_1 PIIA + \beta_2 PIIP + \beta_3 Dette + \beta_4 Taille + \beta_5 Audit + \beta_6 Perf + \varepsilon (6)$$

Avec :

• G Amt : Variable dichotomique codée 1 si la méthode d'amortissement est linéaire, 0 si non.

• G Stock : Variable dichotomique codée 1 si la méthode de valorisation de stock est FIFO, 0 si non.

• G Provision : Variable dichotomique codée 1 si l'entreprise possède un niveau élevé de provisions, 0 si non.

• G DD : Variable dichotomique codée 1 si l'entreprise possède un niveau élevé de dépenses discrétionnaires, 0 si non.

• G Vente : Variable dichotomique codée 1 si l'entreprise possède un niveau élevé de ventes à crédit, 0 si non.

- G RCA : Variable dichotomique codée 1 si l'entreprise a enregistré des plus-values sur cessions d'actifs, 0 si non.

- Dette : Dettes à long terme et à moyen terme divisées par l'actif total.

- Taille : Log naturel du total actif.

- Audit : Variable dichotomique codée 1 si l'auditeur n'appartient pas au Big 4, 0 si non.

- Perf : Valeur marchande des actions / Valeur comptable des actions.

- β_0 : Constante

- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: Les paramètres à estimer du modèle.

- ε : Résidu.

Etant donné que ces variables dépendantes sont binaires, l'analyse appropriée serait alors une application des régressions logistiques. Dans le cadre de cette étude, les données empiriques seront traitées à l'aide de deux techniques d'analyse : l'analyse descriptive et l'analyse multivariée.

À partir de ces tests statistiques, nous attendons à ce que les entreprises qui choisissent la méthode d'amortissement linéaire et la méthode de valorisation de stocks FIFO, qui ont des dotations de provisions relativement faibles

et des chiffres d'affaires à crédit élevés, qui dépendent moins en R&D, formation et publicité et qui réalisent des résultats de cessions d'actifs positifs, soit celles qui se caractérisent par la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs. En plus, ces entreprises ont un niveau élevé d'endettement et un auditeur externe qui n'appartient pas au Big 4 et sont de grande taille et non performantes.

Egalement, nous attendons à ce que les entreprises qui ne font pas recours aux pratiques de gestion des résultats, soit celles qui se caractérisent par la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués, sont de petite taille, ont un niveau d'endettement faible et ont un auditeur qui appartient au Big 4. Dès lors, ces entreprises utilisent la méthode d'amortissement dégressif et la méthode de valorisation des stocks CMP, ont des dotations de provisions élevées et des chiffres d'affaires à crédit faibles, dépendent fortement en R&D, formation et publicité et réalisent des résultats de cessions d'actifs négatifs ou nuls.

Le tableau suivant permet de résumer nos attentes :

Tableau 2 : Les attentes

Variables	Signes attendus de l'effet sur le choix des pratiques de gestion des résultats					
	G Amt	G stock	G prov	G DD	G vente	G RCA
La présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués	-	-	+	+	-	-
La présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs	+	+	-	-	+	+
Endettement	+	+	-	-	+	+
Taille	-	-	+	+	-	-
Qualité d'audit	-	-	+	+	-	-
Performance	-	-	+	+	-	-

Section 3. Analyse et discussion des résultats empiriques

Nous nous intéressons, dans le cadre de cette section, à la présentation des résultats de l'analyse descriptive ainsi que les résultats de l'analyse multivariée.

3.1. Résultats de l'analyse descriptive

Les tableaux 3 et 4 présentent les statistiques descriptives concernant les variables retenues dans l'analyse. Le tableau 3 couvre les variables dichotomiques alors que le tableau 4 couvre les variables numériques.

Tableau 3 : Statistiques descriptives des variables dichotomiques

	Variables	Fréquences	Pourcentages
G Amt	Dégressif	39	30%
	Linéaire	93	70%
G Stock	FIFO	29	22%
	CMP	103	78%
G Prov	Poids des provisions > 9,8%	67	51%
	Poids des provisions < 9,8%	65	49%
G DD	Poids des DD > 0,3%	66	50%
	Poids des DD < 0,3%	66	50%
G Vente	Poids des CAC > 27,4%	66	50%
	Poids des CAC < 27,4%	66	50%
G RCA	RCA $\geq$ 0	113	86%
	RCA < 0	19	14%
Audit	Big 4	22	17%
	Non	110	83%

Une analyse primaire des différentes pratiques de gestion des résultats révèle que :

- Les entreprises qui font recours à la pratique gestion des amortissements sont au nombre de 93, soit 70% de l'ensemble de l'échantillon.

- Les entreprises qui choisissent la méthode FIFO comme méthode de valorisation des stocks sont au nombre de 29, soit 22% de l'ensemble de l'échantillon. Cela signifie que la majorité des firmes ne font pas recours à la pratique gestion des stocks comme moyen de manipulation des résultats comptables à la hausse.

- En moyenne, le poids des dotations de provisions est de 12,6% avec un écart-type de 15,5% qui s'explique par une variation de la variable entre 0% et 75,7%. En fonction de la médiane qui est égale à 9,8%, la variable gestion des provisions prend la valeur 1 si le poids des provisions est supérieur à 9,8%, 0 si non.

- Le ratio des dépenses discrétionnaires est relativement faible, il présente en moyenne 1,3%. Ceci montre que les entreprises constitutives de notre échantillon n'investissent pas énormément en R&D, formation et publicité. En fonction de la médiane, la variable gestion des dépenses

discrétionnaires prend la valeur 1 si le poids des dépenses discrétionnaires est supérieur à 0,3%, 0 si non.

- Les ventes à crédit représentent en moyenne 34,3% du chiffre d'affaires total avec un écart-type de 27,5%. Sur la base de la valeur de la médiane du poids des ventes à crédit, la variable gestion des ventes prend la valeur 1 si le poids des ventes à crédit est supérieur à 27,4%, 0 si non.

- 86% des firmes enregistrent des plus-values sur cessions d'actifs.

Nous constatons aussi que la présence des investisseurs institutionnels n'est pas généralisée pour l'ensemble des entreprises constitutives de l'échantillon. Ils figurent dans les firmes avec une

De plus, le niveau moyen d'endettement est assez élevé, il varie entre 4,9% et 135,6% avec une valeur moyenne de 47%. Ceci montre que la majorité des entreprises sont fortement endettées. En moyenne, la taille des entreprises, telle que mesurée par le Log naturel du total actif, est égale à 7,74% avec un écart-type de 0,389 qui reflète une nette dispersion de cette variable entre les firmes. Les résultats ont enregistré, aussi, un Q de Tobin moyen de l'ordre de 1,57 et montrent que la valeur marchande des actions est supérieure à la valeur comptable des actions.

Tableau 4 : Statistiques descriptives des variables numériques

Variables	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Médiane	Maximum
P provision	132	12,6	15,5	0	9,8	75,7
PDD	132	1,3	2,1	0	0,3	11,2
PVC	132	34,3	27,5	0,1	27,4	132,8
PII	132	18,43	21,29	0	9,56	76,96
PIIA	132	12,50	18,37	0	6,80	76,96
PIIP	132	5,93	12,04	0	0	40,80
Dette	132	47	23,8	4,9	46,6	135,6
Taille	132	7,743	0,389	7,179	7,689	9,169
Perf	132	1,576	1,308	- 1,524	1,317	10,113

forte dispersion, leurs participations varient d'un minimum de 0% à un maximum d'environ 76,97% avec une moyenne de 18,43%. Cette présence concerne aussi bien les institutionnels spéculatifs que les institutionnels sophistiqués lesquels ont renforcé leurs parts dans le capital de la majorité des entreprises jusqu'à l'atteinte d'un maximum de 76,96% contre 40,80% pour les institutionnels spéculatifs. Le niveau moyen de la participation des institutionnels actifs est de 12,50% contre 5,93% pour les institutionnels passifs.

3.2. Résultats de l'analyse multivariée

Etant donné que les variables dépendantes sont qualitatives, une application des régressions logistiques exige l'absence de multi-colinéarité entre les variables explicatives. Ce phénomène peut être détecté, d'une part, par l'examen de la matrice de corrélation de Pearson et, d'autre part, par le test de VIF (Variance Inflation Factor) disponible dans SPSS. Les résultats de ces tests, tels que présentés dans le tableau 5, montrent que les coefficients de corrélation sont sensiblement plus petits que 0,8 qui est la limite

tracée par Kennedy (1985) et que les tests de VIF sont tous largement inférieurs à 2. Dès lors, la corrélation entre les variables indépendantes est acceptable.

Tableau 5 : Coefficients de corrélation de Pearson entre les variables indépendantes

Variables	PIIA	PIIP	Dette	Taille	Audit	Perf	VIF
PIIA	1						1,265
PIIP	-0,066	1					1,305
Dette	0,333**	0,315**	1				1,484
Taille	0,116	0,185*	0,381**	1			1,229
Audit	0,263**	0,073	0,175*	0,233**	1		1,135
Perf	0,107	0,302**	0,021	0,125	0,133	1	1,165

* La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral)

** La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral)

3.2.1. Les résultats empiriques relatifs à l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion comptables des résultats

L'objectif ici est de déterminer empiriquement les attitudes qu'adoptent les investisseurs institutionnels face aux pratiques de gestion comptables suivantes : gestion des

amortissements (modèle 1), gestion des stocks (modèle 2) et gestion des provisions (modèle 3).

L'examen des paramètres d'évaluation des modèles 1, 2 et 3, tels que présentés dans le tableau 6, nous amène à conclure que ces modèles ont une bonne signification

globale (significatifs à 5% permettant de rejeter l'hypothèse nulle stipulant que les coefficients (β) sont tous égaux à zéro), un pouvoir explicatif acceptable (R-deux de Cox & Snell) et une meilleure qualité d'ajustement des données (-2Log-Vraisemblance).

Tableau 6 : Résultats des régressions logistiques des modèles 1, 2 et 3

	Modèles					
	(1)		(2)		(3)	
	Coeff β	P	Coeff β	P	Coeff β	P
Constante	-5,883	0,326	-1,972	0,890	-2,5	0,543
PIIA	0,852	0,561	2,721	0,299	2,445	0,052**
PIIP	8,020	0,805	20,073	0,003***	-0,514	0,758
Dette	2,722	0,04**	21,247	0,002***	0,409	0,670
Taille	0,789	0,331	-2,082	0,268	0,209	0,591
Audit	-2,950	0,001***	-2,558	0,109*	1,517	0,018**
Perf	-0,525	0,086*	1,947	0,004	-2,43	0,168
Khi-deux	56,459	0,00***	106,056	0,000***	19,604	0,003***
-2Log-Vraisemblance	103,779		32,947		163,356	
R-deux de Cox & Snell	34,8%		55,2%		13,8%	

* La probabilité est significative au niveau 0,1

** La probabilité est significative au niveau 0,05

*** La probabilité est significative au niveau 0,01

• Investisseurs institutionnels - Gestion des amortissements

Les résultats de la régression logistique du modèle 1 nous amène à constater qu'à l'exception des signes des coefficients relatifs aux variables (PIIA) et (Taille), les signes obtenus des coefficients estimés sont conformes aux signes attendus. En effet, et comme le montre le coefficient positif de la variable (PIIP), la proportion des investisseurs institutionnels passifs est positivement liée à la méthode d'amortissement linéaire.

Ce résultat ne permet pas de valider l'hypothèse que les investisseurs institutionnels spéculatifs incitent les dirigeants à choisir la méthode d'amortissement qui gère les résultats à la hausse, puisque l'association entre ces deux variables est non significative ($P = 0,805$).

L'examen des résultats montre aussi que la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital des entreprises ne semble pas avoir d'effet significatif sur la pratique gestion des amortissements.

En ce qui concerne les variables de contrôle, les résultats montrent que l'endettement est positivement et significativement lié à la méthode d'amortissement linéaire. Ce résultat est conforme aux prédictions théoriques de la théorie positive selon lesquelles les entreprises les plus endettées sont plus incitées à choisir les méthodes comptables qui maximisent les résultats afin de limiter les probabilités de violation des conventions de dettes. De plus, la variable qualité d'audit présente un coefficient β de (-2,950) et une significativité de ($P = 0,001$). Ceci nous amène à confirmer que les entreprises dont l'auditeur externe appartient au Big 4 ont tendance à choisir la méthode d'amortissement

dégressif. L'analyse montre, enfin, que les sociétés performantes sont moins amenées à gérer leurs bénéfices.

En conclusion, nous pouvons affirmer que la politique d'amortissement est déterminée par la performance de l'entreprise, son niveau d'endettement et la qualité de son auditeur externe. Les autres variables, surtout les investisseurs institutionnels, n'ont quasiment aucune influence en la matière.

• Investisseurs institutionnels - Gestion des stocks

L'examen des résultats empiriques du modèle 2 montre que le coefficient relatif à la variable (PIIP) est positif et significatif. Ceci nous amène à confirmer que ce type d'investisseurs incite les dirigeants des entreprises de leurs portefeuilles à gérer les résultats à la hausse par le biais de la pratique gestion des stocks.

En ce qui concerne la propriété institutionnelle active, le résultat n'est pas concluant. Le coefficient de cette variable est négatif et non significatif. Il paraît, donc, que les investisseurs institutionnels sophistiqués ne sont pas aptes à dissuader la pratique gestion des stocks. Pour ce qui est de l'endettement, les résultats indiquent que cette variable joue un rôle déterminant dans l'explication du choix de la méthode de valorisation des stocks. Ce résultat est cohérent avec les écrits antérieurs. En effet, Cormier et al (1998) et Shabou et Taktak (2002) ont trouvé une relation positive et significative entre le niveau d'endettement et la gestion des résultats. Soulignons, enfin, que les variables (Audit) et (Taille) influencent d'une manière non significative le choix de la méthode de valorisation des stocks.

Il semble, que la présence des investisseurs institutionnels spéculatifs et l'endettement constituent les principaux déterminants de la pratique gestion des stocks en Tunisie.

Afin d'approfondir ce constat, plusieurs variantes du modèle 2 sont proposées. En effet, la modélisation repose sur deux séries de régression. Dans le modèle 2-1, la variable (G stock) sera régressée en fonction des variables PIIP, Dette, Taille, Audit et Perf. Dans le modèle 2-2, la même variable dépendante sera régressée en fonction de la variable PIIA et tout en gardant les mêmes variables de contrôle. Les modèles à estimer se présentent comme suit :

$$G \text{ stock} = \beta_0 + \beta_1 \text{ PIIP} + \beta_2 \text{ Dette} + \beta_3 \text{ Taille} + \beta_4 \text{ Audit} + \beta_5 \text{ Perf} + \varepsilon \text{ (2-1)}$$

$$G \text{ stock} = \beta_0 + \beta_1 \text{ PIIA} + \beta_2 \text{ Dette} + \beta_3 \text{ Taille} + \beta_4 \text{ Audit} + \beta_5 \text{ Perf} + \varepsilon \text{ (2-2)}$$

L'application de la régression logistique comme méthode d'analyse des données fait ressortir les résultats suivants :

Tableau 7 : Résultats des régressions logistiques des modèles 2-1 et 2-2

		Variables	Signe attendu	Coefficient β	ES	Wald	Signification
Variable dépendante «G stock»	Modèle 2-1	Constante	?	2,478	4,059	0,373	0,916
		PIIP	+	1,4	1,694	0,683	0,456
		Dette	+	-1,035	0,894	1,340	0,355
		Taille	-	-0,277	0,544	0,259	0,758
		Audit	-	-1,73	0,624	7,659	0,177
		Perf	-	0,182	0,165	1,220	0,991
		X ² = 15,297		P = 0,000		R ² = 10,9%	
	Modèle 2-2	Constante	?	2,419	4,002	0,365	0,546
		PIIA	-	-2,529	1,226	4,255	0,039**
		Dette	+	-0,308	0,906	0,116	0,734
		Taille	-	-0,283	0,538	0,277	0,599
		Audit	-	-1,509	0,637	5,613	0,018**
		Perf	-	0,257	0,169	2,318	0,128
		X ² = 19,509		P = 0,002		R ² = 13,7%	
* La probabilité est significative au niveau 0,1 ** La probabilité est significative au niveau 0,05 *** La probabilité est significative au niveau 0,01							

Cette méthode d'analyse a apporté des résultats contradictoires puisqu'elle valide l'hypothèse de l'activisme des investisseurs institutionnels sophistiqués et rejette l'hypothèse de passivité des institutionnels spéculatifs.

• Investisseurs institutionnels - Gestion des provisions

Au vu des résultats de l'analyse multivariée relatifs à l'influence des investisseurs institutionnels sur la pratique gestion des provisions, il semble que la présence des investisseurs institutionnels actifs est positivement ($\beta = 2,445$) et significativement ($P = 0,052$) liée au niveau de provisions. Dès lors, les pressions exercées par ce type d'investisseurs poussent les dirigeants à prendre une attitude prudente lors de l'évaluation de la valeur des actifs dans le temps.

Les résultats empiriques relatifs à la propriété institutionnelle passive ne sont pas concluants. Le coefficient relatif à cette variable est négatif ($\beta = -0,541$) mais non significatif ($P = 0,758$). De plus, nous remarquons une relation positive mais non significative entre le niveau des provisions et

la taille de l'entreprise ($\beta = 0,290$ et $P = 0,591$). En effet, il semble que la visibilité politique des entreprises ne les incite pas à constater des provisions plus importantes. Soulignons, enfin, que les coefficients des variables (Dette) et (Perf) sont non conformes aux signes attendus. Dans ce cadre, Magnan et al (2003) ont trouvé que le ratio d'endettement des entreprises n'est pas significativement lié au montant des dotations aux provisions.

Pour conclure, on peut dire que seulement la présence des investisseurs institutionnels sophistiqués et la qualité d'audit constituent les principaux déterminants du niveau des provisions dans le contexte tunisien.

À la lumière des résultats de l'analyse multivariée relatifs à l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion comptables des résultats, il paraît que, dans le contexte tunisien, il n'existe pas de relation positive et significative entre la variable présence des investisseurs institutionnels spéculatifs et les pratiques de gestion d'amortissements, de stocks et de provisions. Ceci entraîne, par conséquent, la non validation empirique de l'hypothèse H1.

Pour ce qui est de la propriété institutionnelle active, les résultats empiriques confirment l'existence d'une relation négative entre la présence des investisseurs institutionnels sophistiqués et les pratiques de gestion comptables des résultats. Ce résultat ne semble être confirmé que pour les pratiques de gestion des stocks et des provisions. Ceci nous amène à constater que l'hypothèse H3 est validée partiellement.

3.2.2. Les résultats empiriques relatifs à l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion réelles des résultats

L'objectif ici est de déterminer empiriquement les attitudes qu'adoptent les investisseurs institutionnels face aux pratiques de gestion réelles suivantes : gestion des dépenses discrétionnaires (modèle 4), gestion des ventes (modèle 5) et gestion des résultats de cessions d'actifs (modèle 6). Les résultats sont donnés dans le tableau suivant :

Tableau 8 : Résultats des régressions logistiques des modèles 4, 5 et 6

	Modèles					
	(4)		(5)		(6)	
	Coeff β	P	Coeff β	P	Coeff β	P
Constante	8,233	0,073	5,777	0,151	8,092	0,125
PIIA	2,134	0,081*	-0,979	0,375	-3,683	0,005***
PIIP	3,222	0,121	-0,489	0,772	-2,695	0,227
Dette	-0,223	0,820	-0,041	0,964	0,037	0,977
Taille	-1,140	0,065*	-0,756	0,161	-0,728	0,296
Audit	1,257	0,032*	0,271	0,593	1,267	0,125
Perf	0,256	0,118	0,124	0,402	-0,035	0,838
Khi-deux	20,301	0,002***	4,125	0,660	13,336	0,038**
-2Log-Vraisemblance	162,690		178,866		95,446	
R-deux de Cox & Snell	65,9%		63,6%		9,6%	
* La probabilité est significative au niveau 0,1 ** La probabilité est significative au niveau 0,05						
*** La probabilité est significative au niveau 0,01						

• Investisseurs institutionnels - Gestion des dépenses discrétionnaires

Au vu des résultats de l'analyse multivariée relatifs à la pratique gestion des dépenses discrétionnaires, il paraît que, dans le contexte tunisien, il existe une relation positive ($\beta = 2,134$) et significative ($P = 0,081$) entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués et le niveau des dépenses discrétionnaires engagées. Cela signifie que ce type d'investisseurs incite les dirigeants à investir dans des projets rentables à long terme afin d'assurer la rentabilité des titres de leurs portefeuilles. Ce résultat est cohérent avec les écrits antérieurs. Par exemple, Bushee (1998) et Hitt et al (1996) trouvent que les dirigeants sont moins motivés par une réduction des dépenses de R&D lorsque la proportion des investisseurs institutionnels est élevée.

Quant à la variable PIIP, les résultats montrent que cette variable influence négativement le niveau des dépenses discrétionnaires. Bien que cette relation est cohérente avec nos anticipations, elle ne nous amène pas à valider l'hypothèse de passivité des investisseurs institutionnels vis-à-vis de la pratique gestion des dépenses discrétionnaires puisqu'elle paraît non significative ($P = 0,121$).

• Investisseurs institutionnels - Gestion des ventes

Une étude des paramètres d'évaluation du modèle 5, relatif à la pratique gestion des ventes, nous permet de constater que le modèle est non significatif ($P = 0,660$) permettant de valider l'hypothèse nulle stipulant que les coefficients (β) du modèle, à l'exception de la constante, sont tous égaux à zéro. Cela signifie aussi qu'aucune

variable retenue dans le modèle ne peut expliquer la pratique «gestion des ventes».

On peut alors affirmer que ni la propriété institutionnelle passive ni active ne peut avoir un rôle déterminant dans l'affectation de cette pratique de gestion réelle des résultats.

• Investisseurs institutionnels - Gestion des résultats de cessions d'actifs

Les résultats de l'estimation du modèle 6 montrent qu'à l'exception des signes des coefficients relatifs aux variables PIIP et Audit, les signes obtenus des coefficients estimés sont conformes aux signes attendus. Notons que, conformément à l'hypothèse de l'activisme, les investisseurs institutionnels actifs semblent avoir d'effet significatif sur la pratique gestion des résultats de cessions d'actifs. Cela signifie que la présence de ce type d'investisseurs dans l'entreprise incite les dirigeants à procéder à un renouvellement des équipements d'exploitation anciens afin de maintenir le niveau de prospérité souhaitable.

Les résultats indiquent également que les investisseurs institutionnels passifs n'ont aucun effet sur cette pratique de gestion réelle des résultats. Ceci implique que cet acteur n'exerce pas de pressions sur les dirigeants tout en les amenant à jouer sur le montant d'actifs cédés afin de gérer les résultats comptables à la hausse. Les résultats montrent aussi que les variables Dette, Taille et Perf constituent des facteurs déterminants mais non significatifs dans l'explication de la pratique gestion des résultats de cessions d'actifs. En ce qui concerne la variable qualité d'audit, elle prend un signe contraire à nos anticipations.

À la lumière des résultats de l'analyse multivariée relatifs à l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion réelles des résultats, il paraît aussi que, dans le contexte tunisien, il n'existe pas de relation positive et significative entre la présence des investisseurs institutionnels spéculatifs et les pratiques de gestion des dépenses discrétionnaires, des ventes et des résultats de cessions d'actifs. Ceci entraîne, par conséquent, la non validation empirique de l'hypothèse **H2**.

Les résultats montrent également que les investisseurs institutionnels sophistiqués influencent positivement les dépenses discrétionnaires et négativement la pratique gestion des résultats de cessions d'actifs. Dès lors, notre hypothèse **H4** qui stipule l'existence d'une relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués et les pratiques de gestion réelles des résultats semble être confirmée, bien que cette relation ne soit pas valable pour la pratique gestion des ventes.

Dans un souci de clarté, nous allons rappeler dans le tableau suivant les principales hypothèses théoriques développées ainsi que les résultats obtenus.

Tableau 9 : Récapitulation des résultats de la recherche

Hypothèses	Sort de l'hypothèse
Hypothèse générale : La propriété institutionnelle spéculative (passive) incite les dirigeants à gérer les résultats à la hausse.	Rejetée
H1 : Relation positive entre la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs dans le capital et les pratiques de gestion comptables des résultats.	Rejetée
H2 : Relation positive entre la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs dans le capital et les pratiques de gestion réelles des résultats.	Rejetée
Hypothèse générale : La propriété institutionnelle sophistiquée (active) dissuade les pratiques de gestion des résultats.	Confirmée partiellement
H3 : Relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital et les pratiques de gestion comptables des résultats.	Confirmée partiellement
H4 : Relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués dans le capital et les pratiques de gestion réelles des résultats.	Confirmée partiellement

À la lumière des résultats de l'analyse univariée et multivariée relatifs à l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion des résultats, il paraît que, dans le contexte tunisien, il n'existe pas de relation positive et significative entre la présence d'investisseurs institutionnels spéculatifs et les pratiques de gestion des résultats. Ceci permet de rejeter les hypothèses H1 et H2 selon lesquelles les investisseurs institutionnels spéculatifs incitent les dirigeants à gérer les résultats à la hausse par le biais des pratiques de gestion comptables et réelles des résultats. Ceci nous amène à conclure que ce type d'investisseurs n'incitent pas les dirigeants à gérer les résultats à la hausse afin d'atteindre certains objectifs de rentabilité. Cela signifie que la non implication des institutionnels passagers dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles et leur suivi d'objectifs de résultats courttermistes, ne constituent pas des facteurs déterminants qui stipulent l'opportunisme managérial. Ce résultat témoigne, par conséquent, la thèse de neutralité plutôt que la thèse de passivité des investisseurs institutionnels spéculatifs vis-à-vis des pratiques managériales opportunistes. Ce résultat est conforme avec le travail de Darmawati (2003) en Indonésie.

Pour ce qui est de la propriété institutionnelle sophistiquée, les résultats empiriques confirment l'existence d'une relation négative entre la présence d'investisseurs institutionnels sophistiqués et les pratiques de gestion comptables et réelles des résultats. Ce résultat ne semble être confirmé que pour les pratiques de gestion des stocks, des provisions, des dépenses discrétionnaires et des résultats de cessions d'actifs. Ceci nous amène, par conséquent, à confirmer partiellement les hypothèses H 3 et H 4. Dès lors, les investisseurs institutionnels sophistiqués sont capables de dissuader quelques opportunités de gestion des résultats. Ce résultat corrobore, ainsi, la thèse de l'activisme des investisseurs institutionnels selon laquelle ces derniers sont de vrais actionnaires qui sont largement impliqués dans le contrôle des entreprises de leurs portefeuilles et qui se caractérisent par l'adoption d'une attitude active vis-à-vis de l'efficacité des décisions managériales. Ce résultat est conforme aux études de Cheng et Reitenga, (2001) et Ben Kraiem, (2008).

Conclusion

Afin d'apporter un nouvel éclairage aux études antérieures sur l'influence des investisseurs institutionnels sur les pratiques de gestion des résultats, nous avons essayé de déterminer si les investisseurs institutionnels jouent un rôle stimulateur ou plutôt restrictif des opportunités de manipulation comptables et réelles des résultats.

Une application dans le contexte tunisien montre que les investisseurs institutionnels sophistiqués peuvent intervenir auprès des dirigeants et dissuader le recours à un ensemble de pratiques

de gestion des résultats telles que les pratiques de gestion des stocks, des provisions, des dépenses discrétionnaires et des résultats de cessions d'actifs. Pour les autres pratiques, aucun effet statistiquement significatif n'est observé. Ceci semble confirmer la thèse de l'activisme des investisseurs institutionnels. Cette thèse supporte l'idée que les investisseurs institutionnels sophistiqués sont capables de dissuader les opportunités de gestion des résultats. En ce qui concerne la propriété institutionnelle spéculative, les résultats empiriques ne sont pas concluants. Ce résultat témoigne, par conséquent, la thèse de neutralité plutôt que la thèse de passivité des investisseurs institutionnels spéculatifs.

Néanmoins, il est important d'évoquer que certaines limites sont attribuées à notre recherche. Une première limite apparaît dans le sens où notre étude n'est que partielle. Au niveau théorique, la littérature a cité un nombre très important de pratiques de gestion comptables et réelles des résultats, mais il paraît impossible de prendre en considération la totalité de ces pratiques bien que ceci permettra éventuellement d'enrichir notre étude. Une deuxième limite est liée à la taille de l'échantillon. En effet, nos résultats doivent être interprétés avec prudence du fait de la taille très réduite de notre échantillon d'estimation par rapport aux études semblables. Ceci rend difficile, par conséquent, la généralisation des résultats trouvés à toutes les entreprises tunisiennes cotées. Enfin, nous signalons qu'une assimilation du pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels aux droits de vote semble être une mesure plus efficace à la variable présence d'investisseurs institutionnels.

Quelques voies de recherches futures sont à explorer. À titre d'exemple, une extension possible de notre recherche serait d'analyser l'impact des investisseurs institutionnels sur d'autres pratiques de manipulation des résultats. Des travaux de recherches futures paraissent aussi envisageables pour répondre à la question suivante : Dans quelle mesure l'institutionnalisation de l'actionnariat agit-elle sur les pratiques de gestion des résultats lors des opérations d'augmentation du capital ?

Bibliographie :

- Bellalah M., Elhandi A., Coudret A. (2006), «Innovation, R&D et gouvernance», *Euro-Mediterranean Economics and Finance Review*, Vol 1, n° 4, Septembre, pp 74-84.
- Ben Kraiem R. (2008), «The influence of institutional investors on opportunistic earnings management», *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*, Vol 5, n° 1, pp 89-106.
- Beneish M.D. (1999), «The detecting of earnings manipulation», *Financial Analyst Journal*, pp 1-24.
- Bernard L.V., Skinner D. (1996), «What motivates managers choice of discretionary accruals ? », *Journal of Accounting and Economics*, Vol 22, pp 313-325.
- Bushee B. J. (1998), «The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour», *The Accounting Review*, n° 3, pp 305-333.
- Cheng C.A., Reitenga A. (2001), «Characteristics of institutional investors and discretionary accruals», *working paper, Paper presented at the second AAA/BAA Globalisation Conference*.
- Chung R., Firth M., Kim J.B. (2002), «Institutional monitoring and opportunistic earnings management», *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 29-48.
- Cormier D., Magnan M., Morard B. (1998), «La gestion stratégique des résultats : Le modèle anglo-saxonnes convient-il au contexte Suisse», *Comptabilité-Contrôle-Audit*, Tome 4, Vol 1, pp 25-48.
- Demaria S., Dufour D. (2007), «Les choix d'options comptables lors de la transition aux normes IAS/IFRS : quel rôle pour la prudence ?», *Comptabilité-Contrôle-Audit*, n° 195, pp 195-218.
- Djama C., Boutant J. (2006), «Stratégie(s) comptable(s) des dirigeants dans la détermination de la parité d'échange : le cas des fusions françaises», *Centre de Recherche en Gestion, Cahier de recherche n° 2006-172*, IAE de Toulouse, pp 1-36.
- Jarboui A., Olivero B. (2008), «Le couple Risque/ Horizon temporel des investissements est-il gouverné par les institutionnels et les actionnaires dominants ?» *Banque et Marchés*, n° 93, Mars-Avril, pp 20-34.
- Jeanjean T. (1999), «La théorie positive de la comptabilité : une revue des critiques», *Cahier 99-12 du CRREG*, pp 1-40.
- Jung K., Kwon y.s. (2002), «Ownership structure and earnings informativeness : evidence from Korea», *The International Journal of Accounting*, 37 (2002), pp 301-325.
- Koh P.S. (2003), «On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia», *The British Accounting Review*, n° 35, pp 105-128.
- Koh P.S. (2007), «Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters», *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 26, pp 267-299.
- La pointe, P (2000), «Structure de propriété, investisseurs institutionnels et performance de l'entreprise : le point sur les connaissances», *Gestion*, Vol 25, n° 3, pp 58-69.
- Lianos A. (2003), «La place des investisseurs institutionnels internationaux dans le droit des marchés financiers français», *Mémoire de D.E.A. Droits des affaires*, Université Robert Schuman de Strasbourg.
- Lipson M., Kedia S., Burns N. (2005), «Monitoring by institutional investors : Evidence from ownership changes and trading behavior around restatements», *Working paper*, University of Virginia, Rutgers University, University of Georgia.

- Lipson M., Kedia S., Burns N. (2006), «*The effects of institutional ownership and monitoring : evidence from financial restatements*», *Working paper series WCFRS/ 06-01*, With Comb Center for Research in Financial Services.
- Magnan M., Cormier D., Berthelot S. (2003), «*Les provisions environnementales et la gestion stratégique des résultats : Une étude canadienne*», *Comptabilité-Contrôle-Audit, Tome 9, Vol 2*, pp 109-135.
- Mansouri N. (2007), «*La tétranormalisation et la gestion des résultats comptables. Etude exploratoire : cas LVMH*», XVI^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal 6-9 Juin, pp 1-26.
- Marcus A., Sanders A., Cornett M. (2007), «*The impact of institutional ownership on corporate operating performance*», *Journal of Banking and Finance, n° 31*, pp 1771-1794.
- Mard Y. (2004), «*Les sociétés Françaises cotées gèrent-elles leurs chiffres comptables afin d'éviter les pertes et les baisses de résultats ?*», *Comptabilité-Contrôle-Audit, Tome 10, Vol 2*, Décembre 2004, pp 73-98.
- Myers J., Myers A.L., Skinner J.D. (2006), «*Earnings momentum and earnings management*», *working paper*, Texas A&M University, University of Chicago.
- Omri A. (2002), «*Rôle des investisseurs institutionnels et performances des entreprises Tunisiennes*», Centre Africain de Formation et de Recherches Administratives pour le Développement, pp 1-13.
- Piot C., Janin R. (2004), «*Qualité de l'audit, gouvernance et gestion du résultat comptable en France*», 25^{ème} Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Orléans, 12-14 mai, pp 147-175.
- Porter M.E. (1992), «*Capital disadvantage : America's failing capital investment system*», *Harvard Business Review, Vol 76*, pp 65-82.
- Pozza L., Markarian G., Prencipe A. (2008), «*Capitalization of R&D costs and earnings management : evidence from Italian listed companies*», *The International Journal of Accounting, Vol 43*, pp 246-267.
- Roychowdhury S. (2006), «*Earnings management through real activities manipulation*», *Journal of Accounting Economics, Vol 42*, pp 335-370.
- Saada T. (1995), «*Les déterminants des choix comptables : Etude des pratiques françaises et comparaison Franco-américaine*», *Comptabilité-Contrôle-Audit, Vol 2*, pp 52-74.
- Sahut J .M., Gharbi O. (2008), «*Investisseurs institutionnels et valeur de la firme*», *papier de travail*, Université de Poitiers et Université Paul Cézanne.
- Seboui S. (2003), «*Stratégies d'innovation, diversification et gestion des résultats*», XI^{ème} Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, Les côtes de Carthage 3, 4, 5 et 6 Juin, pp 1-29.
- Shabou R., Taktak B.N. (2002), «*Les déterminants de la comptabilité créative : étude empirique dans le contexte des entreprises tunisiennes*», *Comptabilité-Contrôle-Audit, Tome 8, Vol 1*, Mai, pp 5-24.
- Utama S., Siregar V. S. (2008), «*Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices : evidence from Indonesia*», *The International Journal of Accounting, n° 43*, pp 1-27.
- Watts R., Zimmerman J. (1978), «*Towards a positive theory of the determination of accounting standards*», *Accounting Review, Janvier*, pp 112-134.

Les relations de clientèle dans les programmes de restructuration des secteurs bancaires -

Le cas de la Tunisie

L'objectif de cet article est de montrer combien il est important pour les autorités monétaires de prendre en compte la relation bancaire pour compléter leurs efforts dans le domaine de la restructuration et de la libéralisation des secteurs bancaires. En effet, lorsqu'elle est bien gérée, elle peut permettre à la banque, notamment, de réduire la proportion de ses créances douteuses dans son portefeuille. Il s'ensuit que les ratios de liquidité s'améliorent, l'allocation des ressources devient plus efficace, ce qui nourrit la croissance économique.

Les résultats des estimations empiriques effectuées sur treize banques tunisiennes sur la période 1998-2005 montrent généralement que l'amélioration des performances des banques tunisiennes ne se limite pas à une question de «taille», mais plutôt à des adaptations des formes organisationnelles des banques rendant la relation des banques avec les entreprises (et notamment les PME) plus personnelle et plus partenariale, susceptible de réduire le problème de l'opacité informationnelle qui les caractérise.

Mots clés : Relations de clientèle, Restructuration bancaire, Créances douteuses, Information « soft ».

Introduction

Conséquence de la globalisation des marchés financiers, l'internationalisation des banques a avivé les concurrences et a profondément modifié les conditions de fonctionnement des banques ainsi que leurs rapports avec leurs clients.

Face à ces évolutions, les relations de long terme entre les banques et les entreprises se sont trouvées aujourd'hui au cœur des programmes de restructuration et de consolidation des systèmes bancaires aussi bien dans les pays développés (Japon, Allemagne, Etats-Unis [Shin G. H. - Fraser D. R. - Kolari J. W. (2003)]) que dans les pays émergents, lors de l'adoption des politiques de libéralisation financière. Par ailleurs, dans un contexte où les pratiques internationales ont tendance à converger vers le respect des principes fondamentaux de gouvernement des entreprises et de la transparence, la nature des relations banques-entreprises sont à la base de toutes les comparaisons internationales des systèmes financiers [Yafeh Y. & Yosha O. (2001)].

À l'instar de la plupart des pays émergents, la Tunisie a entrepris des politiques de libéralisation financière. Les réformes introduites en 1986 ont visé la déréglementation et l'amélioration du fonctionnement du marché financier.

Toutefois, le système financier en général et bancaire en particulier n'a pas pu se débarrasser des constantes et des particularités héritées du passé dans la mesure où ces réformes n'ont pas effacé totalement les caractéristiques profondes de l'économie d'endettement.

La Tunisie reste encore une économie d'endettement dont le système bancaire constitue le baromètre de l'état de santé de toute l'économie. En outre, les relations entre les banques et les firmes sont généralement très étroites et les emprunteurs comptent d'habitude sur une seule banque pour satisfaire leurs besoins de financement. Le niveau d'activité enregistré par le système bancaire n'a pas manqué de générer un volume important de créances douteuses, dont une bonne partie a résulté de l'effort fourni dans le financement de la croissance économique.

Avec l'engagement des réformes structurelles, qui consistent à consolider les assises financières du secteur bancaire et à renforcer ses capacités organisationnelles, les autorités monétaires espèrent améliorer la rentabilité des banques. L'émergence attendue d'un nouveau paysage bancaire devrait avoir des retombées positives sur l'économie nationale et sur l'évolution du système financier dans son ensemble.

La structure du système bancaire tunisien tend aujourd'hui à emprunter de plus en plus le modèle de banque universelle en matière de taille. C'est une dynamique qui sert de réponse rationnelle au programme de libéralisation financière. En effet, la catégorie des banques de dépôts est la plus importante dans la mesure où elles collectent la masse principale des dépôts et octroient des crédits quelles qu'en soient leur durée et

nature. Les banques de développement, créées dans les années soixante et soixante-dix, sont aujourd'hui en difficulté pour générer des profits dans un environnement plus concurrentiel et, de ce fait, sont très fragiles. Pour résoudre leur problème, le gouvernement les incite à organiser des fusions avec des banques commerciales. Il existe déjà un exemple d'une telle fusion : la Société Tunisienne de banque (STB) a absorbé la Banque de Développement Économique de la Tunisie (BDET) et la Banque Nationale de développement touristique (BNDT). Cette banque sera la première banque universelle dont les opérations avec des particuliers représenteront deux tiers des activités, le reste étant des activités d'investissement. Il est espéré que les autres banques de développement et aussi commerciales privées suivent cet exemple pour accélérer la consolidation du secteur bancaire.

La consolidation est nécessaire car le secteur est très éclaté, les banques restent très petites : il n'y en a que six avec un total de bilan de plus de 1 milliard de dollars. Les banques des pays voisins - algériennes, libyennes, marocaines et surtout égyptiennes - les dépassent largement par le total du bilan.

La restructuration et la libéralisation des secteurs bancaires affectent les relations banques-entreprises. En effet, dans une économie émergente, comme celle de la Tunisie, où le tissu industriel est composé essentiellement de PME, les financements sont fortement dépendants de l'endettement bancaire. Par ailleurs, l'accord de crédits aux PME nécessite une relation partenariale de long terme susceptible de réduire le problème d'opacité informationnelle qui caractérise la majorité de ces entreprises. La

nature de cette relation facilite ainsi la collecte des informations spécifiques nécessaires à une prise de décision d'accord de crédit efficace [Berger A. N. & Udell G. F. (2002)]. Il en résulte que tout changement dans le secteur financier peut avoir des effets directs sur les conditions de financement des entreprises.

Plusieurs études ont tenté d'ailleurs de montrer l'effet des restructurations opérées dans le secteur financier sur la relation Banque-PME. Dans une thèse plus favorable à la concentration, Petersen M. & Rajan R. G. (1994) font remarquer qu'une concurrence importante entre les banques incite les entreprises et notamment les PME à changer régulièrement de banques. Par conséquent, ces dernières auraient moins intérêt à investir davantage de ressources dans la collecte d'informations privées sur les PME clientes. Cela suppose que les rapprochements des établissements bancaires, en réduisant la compétition, augmente l'intérêt et la valeur de la relation bancaire, aussi bien du côté de la banque que de la PME pour des échanges plus relationnels. Dans le même sens, Boot A. & Thakor A. (2000) avancent que si la concurrence restreint les marges de profit des banques, en revanche, une solide relation bancaire permettrait d'accroître la rentabilité en fournissant des services adaptés et personnalisés aux PME. Dans ce contexte, c'est l'adoption d'une approche relationnelle qui sera déterminante.

En revanche, d'autres recherches montrent des résultats inverses. Les recherches menées par Petersen M. & Rajan R. (2005) montrent l'existence d'un lien négatif entre l'accroissement de la taille de la banque après une fusion et sa capacité à entretenir une relation partenariale

avec ses clients fondée sur une approche relationnelle. Dans cette même lignée, Yongjin P. (2008) soutient que la concentration bancaire pourrait défavoriser les entreprises jeunes et de taille petite en termes de quantités de crédits obtenus et de coûts de financement). De même, Berger A. N. & Udell G. F. (2002), relèvent l'existence d'un lien entre la taille de la banque, sa complexité organisationnelle et la nature de la relation entretenue avec l'entreprise. Pour ces auteurs, l'entretien d'une relation partenariale axée sur des critères moins transactionnels est à l'avantage des petites banques. Ces dernières disposent en effet d'une structure organisationnelle plus souple et plus adaptée à la collecte et à la circulation des informations spécifiques [Shen Y. - Shen M. - Bai Y. (2009)].

En passant en revue les principaux travaux de recherches qui se sont intéressés à étudier les relations bancaires et leur impact sur le fonctionnement des marchés de crédit, nous tentons de montrer que lorsque cette dernière est bien gérée, elle peut permettre un financement sain des entreprises d'une part, et à la banque, de réduire la proportion de ses créances douteuses dans son portefeuille, d'autre part. Il s'ensuit que les ratios de liquidité et les indicateurs de la rentabilité bancaire s'améliorent, et l'allocation des ressources financières devient plus efficace.

Notre travail sera organisé selon les axes suivants :

- Le premier explique comment les restructurations bancaires affectent les décisions d'octroi de crédit. De telles restructurations possèdent en effet des changements

organisationnels des banques et introduisent de nouvelles dynamiques concurrentielles sur les marchés de crédits dont les conséquences sur les conditions de financement des entreprises, et notamment les PME sont importantes.

- Le second propose des estimations empiriques permettant d'expliquer les déterminants de la relation de clientèle d'une part, et dans quelle mesure cette dernière peut influencer la rentabilité du secteur bancaire tunisien (et donc un élément important dans les programmes de restructuration bancaire en Tunisie), d'autre part. Les données sont annuelles et concernent la période 1998-2005 pour treize banques tunisiennes.

- Enfin, le troisième propose une conclusion et quelques recommandations de politique économique permettant au secteur bancaire, ainsi consolidé, de jouer pleinement son rôle dans le financement de l'économie.

1. Concentration du marché bancaire, changements organisationnels et disponibilité du crédit aux PME

La perspective de développement d'une collaboration privilégiée sur le long terme entre la banque et l'emprunteur permet de juguler les difficultés informationnelles. Ainsi, Boot A. (2000) définit-il le financement relationnel comme la fourniture de services financiers par une banque qui investit afin d'obtenir une information spécifique sur l'entreprise et évalue les chances de succès des investissements au travers de multiples interactions avec le même client sur une période de temps et/ou au travers de la vente de plusieurs produits. Sharpe S. (1990) et

Von Thadden E. L. (1995, 2004) montrent qu'une telle configuration crée les incitations nécessaires à un partage d'informations entre partenaires, pouvant conduire à de meilleures conditions de financement du fait d'un contrôle facilité. Cependant, l'adoption de contrats de crédits de plus en plus efficaces engendre souvent un pouvoir de marché des banques sur leurs anciens clients, ce qui entraîne des distorsions de la concurrence sur les marchés de crédit.

Si les relations bancaires ont fait l'objet de plusieurs travaux, peu d'attention a été consacrée aux effets de changements concurrence bancaire. En effet, l'intensification de la concurrence sur le marché bancaire a fait souvent évoluer de telles relations vers une plus grande multibancarité. Cette grande facilité des firmes, généralement les moins risquées, à changer de banque a réduit l'incitation de la banque principale à réaliser un investissement pour recueillir des informations et contrôler l'entreprise [Carletti A. (2002)]. Subissant des pressions concurrentielles, l'appréciation de la rentabilité d'un crédit par une banque est alors devenue difficile, ce qui ne l'incite pas à favoriser une relation de long terme. La stabilité des systèmes financiers est plus que jamais menacée [Beck Th (2008)].

Les opérations de restructuration des secteurs bancaires impliquent souvent la formation de marchés bancaires de plus en plus concentrés, et constituent donc des sources de changements organisationnels importants. Ces derniers auront un impact significatif sur le volume des crédits accordés aux PME et notamment sur la nature de la relation qu'elles entretiennent avec le secteur bancaire (standardisée ou partenariale). Il existe donc un lien significatif entre les caractéristiques

organisationnelles de l'établissement bancaire et la nature de la relation banque-entreprise [Stein J. C. (2002) ; Berger A. N. et al. (2005) ; Ogura Y. & Uchida Y. (2008)].

1-1- Restructurations bancaires, dynamique concurrentielle et efficience du marché du crédit

La réforme des systèmes financiers varie considérablement à travers des pays. Aux Etats-Unis, il y a eu la relaxation graduelle des restrictions de-Glass-Steagall du contour des activités bancaires, jusqu'à ce que son abolition finale avec le Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act en 1999. Au Japon aussi, certaines des restrictions sur les opérations sur les titres effectuées par les banques ont été détendues. Ces opérations se sont ensuite généralisées, avec des intensités différentes, pour toucher aussi bien les pays développés que les pays émergents. Les mesures d'assouplissement des restrictions sur les activités bancaires ont introduits de nouvelles dynamiques concurrentielles sur les marchés de crédits. Ce nouveau contexte concurrentiel a influencé l'activité et la rentabilité des banques et les a obligées à réexaminer leurs stratégies. Le plus souvent, elles ont cherché à atteindre une taille «critique» à travers des opérations de fusions-acquisitions.

À la lumière des assouplissements réglementaires introduits sur le contour des activités bancaires d'une part, et l'importance des vagues des fusions bancaires d'autre part, il est question de s'interroger sur la nature de la concurrence qui doit caractériser un secteur bancaire efficace. Aujourd'hui, l'environnement bancaire dans

la plupart des pays est dominé par quelques grandes banques qui se comportent comme des concurrents imparfaits. Si un tel effet d'oligopole va permettre une hausse éventuelle de la rentabilité bancaire, on peut craindre que cette dernière soit la conséquence de l'exercice d'un «pouvoir de marché» des banques ainsi concentrées vis-à-vis de leur clientèle. L'amélioration des marges bancaires se traduit par des rentes négatives des firmes clientes.

L'un des objectifs majeurs des opérations de F&A est l'atteinte d'une taille critique permettant aux banques de détenir un pouvoir de marché plus important. Les plaidoyers formulés en faveur de l'effet taille mettent généralement en avant les économies d'échelle et d'envergure qui devraient résulter des F&A. En effet, en étalant les charges de structure et éliminant les doubles emplois, les économies d'échelle permettent une diminution des coûts unitaires lorsque la production d'une firme augmente. La plupart des recherches menées sur cette question dans le cas de l'industrie bancaire, publiées par l'OCDE (1993), montrent une absence d'économies d'échelle, sauf pour les petits établissements financiers, avec une probabilité de déséconomies d'échelle pour les grandes banques. Plusieurs recherches récentes ont insisté par ailleurs sur une liaison de causalité inverse entre taille et rentabilité : les banques initialement plus efficaces, pour des raisons indépendantes de leur taille, gagnent rapidement des parts de marché et deviennent plus grandes grâce à cette efficience [Apoteker Th. (1999)].

Conformément à ce que l'on peut observer en Allemagne [Edwards J. & Fisher K. (1994)] ou au Japon, [Sheard P. (1989) ; Aoki M. & Patrick

H. (1994)], les systèmes bancaires efficients devraient être caractérisés par la coexistence d'une forte concentration du marché bancaire et d'un niveau élevé de l'activité économique. Un système bancaire efficient est caractérisé par sa capacité à limiter les coûts d'information à travers l'amélioration de la technologie de contrôle des emprunteurs. Cette amélioration peut provenir de plusieurs facteurs, tels que le développement des relations bancaires de long terme [Cerasi V. & Daltung S. (1998)] et la participation des banques dans le capital des entreprises [Eber (1998)]. Enfin, Eber N. (2000) montre que l'effet final de l'amélioration de la technologie de contrôle est d'augmenter simultanément la concentration du marché de crédit et le niveau de l'activité économique.

Un marché bancaire concentré devrait donc être la conséquence d'un secteur bancaire efficient plutôt que la cause d'inefficience du système financier. L'investissement dans la technologie de contrôle par les banques est d'autant plus fort que l'environnement est risqué et que le marché du crédit est concentré. Par ailleurs, le système de banque de relation n'implique pas forcément l'existence de rentes de monopole importantes pour les banques. Edwards J. & Fisher K. (1994) notent que le marché bancaire allemand fonctionne comme un marché concurrentiel malgré une forte concentration et des relations privilégiées entre les banques et leurs clients. Dans cette même lignée, Nathan A. & Neave E. H. (1989), en traitant les cas des Etats-Unis et la Canada, et en se rapportant à des indicateurs de pouvoir de marché élaborés en théorie microéconomique, conduisent à reconnaître que l'on est proche d'une situation de concurrence sur

leurs marchés bancaires. En fait, un très grand nombre de banques ne semble pas requis pour que les concurrences soient à même d'opérer.

La globalisation et la déréglementation ainsi que l'apparition de nouvelles technologies d'information et de télécommunication ont fortement favorisé le phénomène de consolidation. De ce fait, elles sont à l'origine de changements organisationnels importants qui pourraient avoir des répercussions importants sur la relation Banque-PME, et donc sur les conditions de financement de ces entreprises. Plus précisément, elles auront un impact significatif sur le volume des crédits accordés aux PME et notamment sur la nature de la relation (standardisée ou partenariale). L'étude de ces conséquences passe nécessairement par l'analyse des mécanismes organisationnels, qui encadrent les décisions d'accord de crédits aux PME. Les interactions entre les différents niveaux hiérarchiques qui s'impliquent dans ce processus décisionnel demanderaient, elles aussi, à être approfondies, en particulier pour juger l'efficacité de ces mécanismes dans le cadre spécifique de la relation banque-entreprise.

1-2- Consolidation bancaire, changements organisationnels et performance de la gestion des risques de crédits

Une condition d'existence importante d'une relation de clientèle est que les banques collectent de l'information «soft» sur les firmes emprunteuses [Berger A. (1999)]. La particularité la plus importante de l'information «soft» est qu'elle est subjective et susceptible d'accroître la précision des estimations de la qualité des emprunteurs [Lehmann B. (2003) ; Grunert, J.- Norden

L. - Weber M. (2005)] d'une part, et intimement liée à l'environnement dans lequel elle a été produite, d'autre part. Les interactions multiples dans le temps entre la banque et son client donnent au chargé de clientèle d'une banque un accès à une information supérieure à celle disponible publiquement mais qui demeure confidentielle [Berger A. & Udell G. (2002); Elsas R. (2005)]. L'information «soft» présente, par conséquent, l'avantage de pouvoir renforcer la puissance de prévision de l'information «hard» contenue dans les documents comptables et produite grâce à des modèles de score. Cependant, cette information «soft» a l'inconvénient d'être difficilement vérifiable. Sa non vérifiabilité la rend manipulable par l'agent responsable de son traitement et de sa production et impose, de ce fait, à la banque des structures organisationnelles particulières. L'existence d'une incitation à la manipulation par le chargé de clientèle du signal contenu dans cette information rend nécessaire la mise en place d'un schéma de rémunération adéquat qui empêche une telle manipulation.

Il existe un lien entre la forme organisationnelle de la banque et sa capacité à entreprendre une relation partenariale avec ses clients, susceptible de réduire le problème d'opacité informationnelle qui les caractérise [Berger A. N. et al. (2001) et Berger A. N. - Miller N. H. - Petersen M. A. - Rajan R. G. - Stein J. C. (2005)]. Un accroissement de la taille d'une banque implique souvent un affaiblissement de la coordination, élément moteur du processus de décision d'octroi de crédit. L'augmentation du nombre des divisions amplifie, ipso facto, la quantité d'informations transférées à la direction ou au siège de la banque. Les niveaux hiérarchiques supérieurs ne peuvent pas traiter

tous les flux informationnels et deviennent incapables de prendre des décisions efficaces.

Face à ce problème, les grandes banques cherchent à introduire une plus grande flexibilité et une plus grande décentralisation des décisions aux niveaux inférieurs de la hiérarchie [Fama E. F. & Jensen M. C. (1983) ; Jensen M. C. & Meckling W. H. (1992)]. Cependant, la décentralisation de la décision au niveau des banques restructurées est souvent accompagnée, dans un souci d'assurer une meilleure coordination et un meilleur contrôle, par la mise en place de techniques standards d'évaluation des crédits. Ces techniques n'intègrent pas toutes les connaissances tacites détenues par les chargés de clientèle au risque de rendre la relation avec les entreprises, et notamment les PME, moins personnelles et moins partenariales.

Il s'ensuit que les grandes banques ne peuvent que difficilement établir une relation de long terme avec les entreprises à cause de la nature spécifique ou subjective de l'information qui ne circule pas facilement entre les intervenants dans le processus d'accord du crédit et les différents niveaux hiérarchiques [Stein J. C. (2002)]. L'effort pour coordonner l'accord de crédit dans les grands établissements peut conduire à une standardisation de la politique de crédit fondée sur des données observables et facilement vérifiables, ce qui ne va pas dans le sens d'une relation partenariale [Cole et al. (2004)]. La standardisation de la relation Banque - entreprise provoque ainsi plusieurs réticences du côté des dirigeants. Outre le raccourcissement de l'espérance de vie des relations commerciales entre une entreprise et son banquier, les chefs d'entreprise regrettent fréquemment

la dépersonnalisation de la relation de crédit qu'entraînerait l'automatisation des procédures d'attribution, la centralisation des décisions, ainsi que la rotation trop rapide des chargés de clientèle [Nakamura L. (1999)].

À cet égard, on peut affirmer que la concentration de grandes banques pourrait se traduire par des coûts d'organisation importants qui peuvent l'emporter sur les gains informationnels. Cela explique pourquoi à partir d'un même degré de concentration bancaire, il peut résulter des types d'organisations dissemblables et engendrer en conséquence des différents degrés d'efficacité, comme dans le cas de l'Allemagne (une croissance exemplaire due à l'efficacité de son système bancaire Hausbank) et du Japon (crises bancaires au début des années 90 caractérisant le système Main Bank due à de fortes inefficiences organisationnelles qui ont conduit à des choix stratégiques douteux en matière de gestion des risques).

2. L'analyse empirique

L'objectif de cette partie empirique est d'identifier les déterminants de la relation de clientèle dans le secteur bancaire tunisien. D'après la littérature théorique déjà évoquée, la relation d'une banque avec ses clients pourrait se présenter sous forme d'une relation de crédit, de dépôt et de participations directes dans le capital des entreprises. Ensuite, nous montrons dans quelle mesure la relation de clientèle est un déterminant essentiel de la rentabilité bancaire (et donc, un élément important à prendre en considération dans le processus de restructuration et de consolidation du système bancaire tunisien).

Les analyses des relations de clientèle se focalisent sur l'existence d'une double relation

entre la banque et le client. C'est le fait que l'emprunteur soit également un déposant qui caractérise véritablement la relation de clientèle dans la banque [Hodgman D. (1963), Fama E. (1985)]. Selon Nakamura L. (1993), l'analyse des comptes [de dépôt, d'épargne et de portefeuille] d'un client permet à la banque de dresser un profil de la capacité de celui-ci à rembourser un prêt. En outre, une fois le prêt accordé, la surveillance des comptes permet à la banque d'appréhender l'évolution de la situation de son client.

Les données utilisées dans ce travail proviennent des publications de l'APBT (L'Association Professionnelle des Banques de Tunisie) et des statistiques de l'INS et portent sur la période 1998 - 2005. L'échantillon comprend 13 banques commerciales.

a- Le choix des variables

i- Les variables expliquées :

La prédominance des relations bancaires (CREDIT) est souvent considérée comme un élément important pour le développement du système financier dans les pays émergents où des marchés financiers sont généralement moins développés [Giannetti M. (2003)]. En effet, dans ces pays, le financement externe des entreprises est fourni principalement par les banques. En outre, les relations bancaires sont très étroites et les emprunteurs comptent, souvent, sur une banque pour obtenir des financements. Cependant, l'adoption de ce modèle, particulièrement en Tunisie, aurait pu donner aux banques des incitations pour financer et soutenir un certain nombre de projets «à valeur présente nette négative» et donc le facteur principal derrière les processus d'accumulation des créances douteuses dans le portefeuille des banques

tunisiennes (CREDOUT) et le déclin de leur rentabilité (PROFIT).

Les opérations de collecte de dépôts (DEPOTS) et de distribution de crédits (CREDITS) constituent le fondement même de la relation de clientèle.

Une gestion efficace de l'actif et du passif d'une banque, tout en tenant compte des contraintes de liquidité, permet d'améliorer la rentabilité bancaire (PROFIT).

Les analyses des relations de clientèle se focalisent sur l'existence d'une double relation entre la banque et son client. C'est le fait que l'emprunteur soit également un déposant qui caractérise véritablement la relation de clientèle dans la banque [Hodgman D. (1963), Fama E. (1985)]. Selon Nakamura L. (1990, 1993) et Lewis M. (1992), l'analyse des comptes [de dépôts, d'épargne et de portefeuille] d'un client permet à la banque de dresser un profil de la capacité de celui-ci à rembourser un prêt. En outre, une fois le prêt accordé, la surveillance des comptes permet à la banque d'appréhender l'évolution de la situation de son client.

À l'opposé, la variable «créances douteuses» (CREDOUT) permet d'estimer la qualité de la relation de clientèle. Son niveau élevé reflète une mauvaise gestion prudentielle des opérations d'octroi d'un crédit par le secteur bancaire. Aussi, elles constituent un bon indicateur des difficultés de remboursement rencontrées par les emprunteurs en mauvaise conjoncture par exemple (CONJ), et déclinent la rentabilité bancaire.

Nous considérons que la rentabilité des banques est d'autant plus importante que les relations de clientèle sont efficacement gérées. Il en est ainsi parce que les relations de crédits de long terme

exercent un effet négatif sur la probabilité d'avoir des problèmes bancaires [Gilbert R. A- Meyer A. P. - Vaughan M. D. (2000) ; Barr R.S. - Seiford L.M. - Siems T. F. (1994) ; Martin D. (1977)]. Nous utilisons deux mesures alternatives de la rentabilité bancaire :

- ROA : Ce ratio indique les bénéfices nets réalisés par rapport au total de l'actif bancaire.

- ROE : Ce ratio est important pour les actionnaires parce qu'il leur permet de mesurer le rendement de leurs placements.

Tableau 1 : Définition des variables expliquées et significations

Variable	Définition
CREDIT	$\frac{\text{Créances sur la clientèle}}{\text{Total actif}}$
DEPOTS	$\frac{\text{Dépôt et avoirs de la clientèle}}{\text{Total actif}}$
CREDOUT	$\frac{\text{Dotations aux provisions et résultats des corrections de valeurs sur créances, hors bilan et passif}}{\text{Total actif}}$
ROA	$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Total de l'actif bancaire}}$
ROE	$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Capitaux propres}}$

ii- Les variables explicatives :

Nous retenons les variables explicatives suivantes :

- **Les frais de personnel bancaires (FRAIS)** constituent un indicateur sur l'importance de la politique relationnelle menée par une banque avec sa clientèle [Amable B. & Chatelain J. B (1996) ; Copin F. (2001)].

- **La participation dans le capital des entreprises (PARTICIPATION)** : Cette variable représente un signal fort de l'engagement de la banque envers sa clientèle. La participation aux fonds propres des entreprises caractérise la banque relationnelle.

- **La taille de l'établissement bancaire (TAILLE)** : Cette variable constitue la caractéristique essentielle de l'évolution du secteur bancaire tunisien.

- **Les fonds propres (FPR)** : La détention de fonds propres et la réglementation qui l'encadre visent à réduire la probabilité d'insolvabilité des banques en les dotant d'une capacité suffisante d'absorption des pertes.

- **La conjoncture (CONJ)** : La prise en compte de cette variable permet de tester son impact sur la disponibilité des crédits pour les entreprises, le volume des dépôts collectés par les banques, et le montant des créances douteuses : Par exemple, on peut s'attendre à ce que cette variable possède un effet favorable sur la disponibilité des crédits des firmes ayant des liens étroits avec les banques financièrement solides même en mauvaise conjoncture [Jiangli et al. (2005)], alors que la proportion des créances douteuses tend à augmenter pendant les phases basses du cycle et à diminuer en période de croissance de l'économie [Copin F. (2001)].

Tableau 1 : Définition des variables explicatives et significations

Variable	Définition
TAILLE	Log (Total actif)
FPR	Log (capitaux propres)
FRAIS	$\frac{\text{Frais de personnel}}{\text{Créances sur la clientèle} + \text{Portefeuille commercial}}$
CONJ	Log (PIB (t-1))
PROCRED	$\frac{\text{Intérêts et revenus assimilés}}{\text{Produits d'exploitation bancaire}}$
PART	$\frac{\text{Portefeuille d'investissement}}{\text{Total actif}}$

b- Spécification des modèles économétriques

- Le modèle 1 : La relation de clientèle

Nous faisons, tout d'abord, l'hypothèse que les crédits, les dépôts et les créances douteuses se déterminent d'une manière simultanée. Dans ce cas, et pour simplifier, nous allons supposer un comportement homogène et stable dans le temps des individus, c'est-à-dire que les coefficients à estimer sont considérés comme étant invariants d'une banque à une autre et d'une période à une autre. Le modèle à équations simultanées s'écrit donc de la façon suivante (1) :

$$CREDIT_{it} = a_0 + a_1PART_{it} + a_2FRAIS_{it} + a_3FPR_{it} + a_4DEPOT_{it} + a_5CREDOUT_{it} + a_6CONJ_{it} + u_{it}$$

$$DEPOT_{it} = b_0 + b_1PART_{it} + b_2FPR_{it} + b_3TAILLE_{it} + b_4CREDOUT_{it} + b_5CONJ_{it} + u_{2it}$$

$$CREDOUT_{it} = c_0 + c_1PART_{it} + c_2TAILLE_{it} + c_3PROCRED_{it} + c_4DEPOT_{it} + c_5CONJ_{it} + u_{3it}$$

Modèle 1

Le modèle ci-dessus vérifie la condition d'ordre et par suite il est identifiable. L'estimation des paramètres est obtenue par la méthode du maximum de vraisemblance à information complète.

- Les modèles 2 et 3 : La rentabilité bancaire

La rentabilité est une variable importante car son niveau indique si les banques gèrent efficacement leur activité de dépôt et de crédit (les performances productives d'une banque). On s'interroge alors parmi les variables suivantes

- Taille de l'établissement bancaire, Produits perçus sur les crédits, Frais de personnel et Créances douteuses - celles qui expliquent d'une manière significative la rentabilité du secteur

(1) En fait, la variable CONJ est invariante dans l'espace.

bancaire en Tunisie. Tous ces facteurs sont étroitement liés à la relation de clientèle.

Nous accordons une attention particulière à la variable TAILLE dans les deux régressions (modèles 2 et 3). Nous supposons, d'après la théorie déjà évoquée, que la taille est un facteur déterminant pour pratiquer une relation de clientèle (économies dans la gestion des asymétries d'informations, diversification des services, etc.). Cette variable devrait avoir un effet favorable sur la rentabilité bancaire.

Puisque la rentabilité bancaire (PROFIT) est mesurée alternativement par les ratios ROA et ROE, nous proposons d'estimer les deux modèles économétriques suivants :

$$ROA_{it} = c_0 + c_1PROCRED_{it} + c_2CREDOUIT_{it} + c_3FRAIS_{it} + c_4TAILLE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Modèle 2

$$ROE_{it} = d_0 + d_1PROCRED_{it} + d_2CREDOUIT_{it} + d_3FRAIS_{it} + d_4TAILLE_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Modèle 3

Où u_i , l'effet individuel, peut être fixe ou aléatoire et ε_{it} est le terme d'erreur idiosyncratique.

c- Les résultats des estimations et les interprétations

i- Les résultats d'estimation pour le modèle 1

Notre étude empirique, sur les déterminants de l'offre de crédits et de dépôts et son influence sur la rentabilité bancaire en Tunisie, nous a permis de déduire une série de résultats empiriques corroborant les prédictions de la théorie économique et financière.

Tableau 1 : Résultats des estimations du modèle 1

	CRÉDIT	DÉPÔT	CRÉDOUIT
Constante	-0.08736 <i>(2.788)</i>	1.3576 <i>(2.05)</i>	0.350932 <i>(0.4906)</i>
PART	2.58227* <i>(1.502)</i>	2.33896** <i>(0.9093)</i>	0.249082 <i>(0.2471)</i>
FRAIS	-4.77774*** <i>(0.4668)</i>	-	-
FPR	0.0408233 <i>(0.07063)</i>	-0.40524*** <i>(0.102)</i>	
DEPOT	-1.0071*** <i>(0.3025)</i>	-	-0.176949* <i>(0.09572)</i>
CREDOUIT	-2.41725 <i>(2.257)</i>	3.91859** <i>(1.727)</i>	-
CONJ	0.303297 <i>(0.6549)</i>	-0.407464 <i>(0.4895)</i>	-0.0240085 <i>(0.1083)</i>
TAILLE	-	0.478218*** <i>(0.1058)</i>	0.0133554 <i>(0.01541)</i>
PROCRED	-	-	-0.277879*** <i>(0.1031)</i>
Sigma	0.283722	0.209493	0.045502
Log-vraisemblance	382.465752		
*significatif à 10% ; ** significatif à 5% ; et *** significatif à 1%.			
Les écarts-type estimés sont indiqués en italique entre parenthèses.			

Les résultats obtenus de l'estimation montrent que la participation des banques dans le capital des entreprises (PARTICIPATION) possède un effet favorable et significatif sur les montants des crédits accordés ainsi que sur les dépôts bancaires (DEPÔT). Cela implique que cette variable permet de renforcer les relations de clientèle.

Bien que la détention d'une part de capital de l'entreprise (PARTICIPATION) permet à la banque d'avoir un pouvoir de marché sur ses clients, des effets positifs sont mis en évidence dans la littérature :

- des montants de crédits plus élevés accordés par les banques [Flath D. (1993) pour le Japon] ;
- une meilleure rentabilité des projets d'investissement entrepris ;
- la réduction de la sensibilité des entreprises aux contraintes de liquidité ;
- et enfin, l'aide plus efficace des banques aux entreprises en cas de difficultés financières.

Ces avantages sont obtenus parce que, en acquérant une participation dans le capital de l'entreprise, la banque peut faire des économies de coûts d'information. Elle supporte des coûts d'information moins élevés puisqu'elle dispose d'un ou de plusieurs représentants siégeant aux assemblées d'actionnaires. Elle obtient ainsi un avantage comparatif (en termes de coûts de contrôle) sur les autres banques.

L'importance des frais de personnel (FRAIS) devrait être une caractéristique propre aux banques menant une politique relationnelle étroite avec leur clientèle. Ces dépenses de personnel devraient conduire à une meilleure

discrimination des emprunteurs par les banques et sont assimilables à une dépense d'expertise nécessaire à l'activité relationnelle [Yafeh Y. & Yosha O. (1995)].

L'importance de la masse salariale génère-t-elle des inefficiences au sein d'un établissement bancaire ? Cette question s'impose lorsqu'on trouve un effet significativement dépressif des frais de personnel (FRAIS) sur les créances bancaires.

Les frais d'exploitation dans les banques tunisiennes sont tellement importants, qu'ils constituent une source d'inefficience et de gaspillage des ressources bancaires. En particulier, les banques publiques tunisiennes restent pénalisées par un sureffectif qui pèse sur leur productivité. Ces banques continuent à déployer des efforts importants afin de réduire leurs charges d'exploitation.

En effet, le problème majeur des banques tunisiennes demeure l'importance des charges opératoires et notamment les frais de personnel. Le coefficient d'exploitation moyen (Frais généraux / PNB) est de 56,1% en 2003. Cependant, des efforts importants ont été déployés pour maîtriser les charges salariales (qui représentent 73% des charges opératoires). En conséquence, le coefficient d'exploitation moyen est passé à 47,9% en 2007 [Zammit S. (2008)].

Ainsi, le choix du montant des frais de personnel comme un indicateur pour mesurer la «qualité d'expertise d'une banque» semble être trop simplificateur : l'importance de la masse salariale d'une banque ne se traduit pas nécessairement par une meilleure «qualité de son expertise».

Dans nos estimations, un effet significativement négatif des dépôts (DEPÔT) sur les crédits (CREDIT) a été obtenu. On peut interpréter ce résultat par le fait que, au cours de la période d'étude, les volumes des dépôts à terme et d'épargne ont augmenté à un rythme nettement inférieur à celui des crédits. Cela se traduit par un resserrement accentué de la liquidité bancaire. La baisse des taux de rémunération des autres dépôts a été à l'origine de cette évolution et de ce mouvement de substitution des dépôts à vue aux placements rémunérés, sans compter l'émergence de nouveaux produits bancaires, dont la rémunération étant plus intéressante, intensifiant ainsi la concurrence.

C'est ainsi que les banques tunisiennes possèdent un taux de transformation des dépôts en crédits très élevé. Cependant, ce taux est en baisse continue pour passer de 112,6% en 2002 à 93% en 2007. D'ailleurs, ce n'est qu'en 2006 que ce taux est passé au dessous du seuil de 100%. Cette insuffisance structurelle de ressources est comblée par le recours aux ressources spéciales et le refinancement sur le marché monétaire [Zammit S. (2008)].

Ce résultat empirique trouvé montre que, globalement, la politique de crédit des institutions bancaires est incompatible avec la stratégie poursuivie en matière de recherche de ressources financières. Ce résultat est confirmé par d'autres travaux [Bashir A. (2000)]. Dès lors, le renforcement de la politique de crédit devrait être conduit en symbiose avec une stratégie efficiente de drainage de ressources additionnelles. En conséquence, la maîtrise de la politique de dépôts devrait normalement aider la banque à

augmenter ses profits [Moulyneux P. & Thornton J. (1992) ; Bourke P. (1989) ; Ben Naceur S. (2003)].

La taille de l'établissement bancaire n'a d'effet significatif que sur la collecte des dépôts. Le signe positif obtenu montre que ce sont les notions de «confiance» et de «réputation» qui qualifient les banques de grande taille et qui sont importants pour que les agents économiques acceptent de confier leur épargne aux établissements bancaires (*too big to fail*). Les épargnants évitent d'entretenir une relation de dépôts avec des banques fragilisées.

Par ailleurs, cet effet positif de la taille sur les dépôts explique l'étendue des réseaux d'agences des grandes banques. Ces dernières sont en mesure de construire des agences bancaires additionnelles à travers le territoire national en vue de couvrir des zones anciennement privées des services bancaires. Si cette stratégie est très puissante du fait qu'elle permet aux banques tunisiennes d'élargir les segments de la clientèle et d'améliorer leurs performances dans le domaine de la collecte de l'épargne, elle n'a pas favorisé une distribution efficace des crédits.

Les créances douteuses (CREDOUT) ont des effets significativement positifs sur les dépôts. Les activités de crédit engendrent des dépôts, même si ces opérations de crédits sont mal gérées. Cela pourrait poser des problèmes de liquidité pour le secteur bancaire tunisien, qui se trouve incapable de répondre aux demandes de retrait et de conversion des dépôts.

Un autre résultat a été trouvé. Il concerne l'effet significativement positif des PROCRED retrouvé sur CREDOUT. L'offre de crédit doit reposer sur une analyse rigoureuse du risque et de la

rentabilité du projet à financer. Autrement dit, le crédit doit être offert à des entreprises solvables. Une meilleure gestion prudentielle des opérations de crédit permet à la banque des revenus importants et réduit la proportion des créances douteuses de son portefeuille. Sinon, le système bancaire pourrait être fragilisé et frappé d'une sous-liquidité chronique.

Autrement dit, plus les canaux d'information de la banque seront développés, moins le poste de créances douteuses est élevé et plus les revenus de la banque sont importants. Ce résultat explique aussi un autre résultat empirique : la variable DEPOT possède un effet significativement négatif sur CREDOUT. Lorsqu'un emprunteur possède dans l'établissement distributeur du crédit un compte de dépôt en mouvements réguliers, une certaine information fiable sera fournie automatiquement à cet établissement qui va même améliorer sa discrimination lors de la distribution des crédits. Les incidents sur les prêts, en termes de probabilité d'occurrence, devraient alors être plus faibles pour des entreprises disposant dans le même établissement d'un ou plusieurs comptes.

C'est l'avantage informationnel issu de la détention de comptes de dépôt par un établissement de crédit qui devrait avoir une résonance au niveau de l'efficacité de son contrôle des débiteurs et l'amélioration de la qualité de ses actifs. La banque peut mieux évaluer les emprunteurs grâce à la complémentarité entre des activités de crédit et de dépôt : le compte courant fournit de l'information qui peut ensuite être utilisée dans l'évaluation du client [Vale B. (1993)].

Les capitaux propres n'ont pas d'effets significatifs sur les crédits, mais ils ont un effet significativement négatif sur les dépôts bancaires. Le durcissement des contraintes de capitalisation des banques a tendance à affaiblir la relation de clientèle. Thakor A. & Wilson P. [1995] montrent l'impact de la réglementation prudentielle sur la décision de financement des entreprises. Selon eux, le durcissement des contraintes de capitalisation réduit l'incitation de la banque à refinancer un client en difficultés. La banque en situation de monopole enregistre en effet une augmentation du coût de ses ressources et une baisse de son espérance de profit. C'est pourquoi les emprunteurs de qualité intermédiaire, initialement attirés par la plus grande flexibilité du financement bancaire, auront tendance à s'orienter vers un financement désintermédié en cas de renforcement des contraintes prudentielles. Les auteurs montrent également qu'à qualité égale, les entreprises de croissance (celles qui génèrent des revenus à long terme) seront plus enclines que les entreprises qui génèrent des revenus rapidement à s'orienter vers un financement direct en cas de durcissement de la législation.

ii- Les résultats d'estimation pour les modèles 2 et 3

Le choix de la méthode d'estimation adéquate dépend des résultats des tests de spécification de Hausman. Nous avons appliqué le test d'endogénéité de la variable CREDOUT pour les deux modèles. Elle est exogène dans les deux modèles. La méthode d'estimation utilisée pour les modèles 2 et 3 est la méthode à effets fixes.

Tableau 2 : Résultats des estimations du modèle 2

Variable dépendante : ROA	Pooled	Effets fixes	Effets aléatoires
Constante	-0.034628*** (0.011332)	0.075980*** (0.020777)	0.049123 (0.031124)
PROCRED	0.01509** (0.008453)	0.016081*** (0.004947)	0.014449* (0.008453)
CREDOUT	-0.137815*** (0.022775)	-0.174341*** (0.005659)	-0.169215*** (0.009563)
FRAIS	0.085996*** (0.025488)	0.054555*** (0.018211)	0.065501** (0.025488)
TAILLE	0.005097*** (0.001407)	-0.013161*** (0.002910)	-0.008557** (0.004445)
R²	0.420865	0.950114	0.66727
Hausman test (prob)			26.757127 (0.0000)
* significatif à 10% ; ** significatif à 5% et *** significatif à 1%			
Les écarts-type estimés sont indiqués en italique entre parenthèses.			

Tableau 3 : Résultats des estimations du modèle 3

Variable dépendante : ROE	Pooled	Effets fixes	Effets aléatoires
Constante	-0.047596 (0.13339)	0.557309*** (0.189509)	-0.038391 (0.287689)
PROCRED	-0.104308 (0.093096)	0.351605*** (0.097959)	0.092084 (0.145253)
CREDOUT	-1.206074*** (0.268074)	-1.450191*** (0.219210)	-1.376793*** (0.279462)
FRAIS	-0.32046 (0.384618)	-0.599801*** (0.218166)	-0.145410 (0.316249)
TAILLE	0.040179** (0.016556)	-0.115710*** (0.029123)	0.013653 (0.038069)
R²	0.264104	0.62656	0.330051
Hausman test (prob)			33.024471 (0.0000)
* significatif à 10% ; ** significatif à 5% et *** significatif à 1%			
Les écarts-type estimés sont indiqués en italique entre parenthèses.			

Remarquons que nous n'avons pas retenu la variable (CREDIT) dans les deux régressions expliquant la rentabilité, bien que les crédits doivent être la principale source du résultat bancaire. Ils permettent d'augmenter les revenus et donc les profits et les marges d'intérêt. Cependant, la prise en compte de cette variable dans les deux équations de la rentabilité n'a pas amélioré la qualité des régressions.

Il semble que l'écart entre les emplois et les ressources bancaires a affaibli l'hypothèse suivant laquelle la montée des crédits distribués améliore la rentabilité bancaire. C'est pourquoi l'accentuation de la distribution des crédits devrait probablement être complétée par une politique de recherche des ressources. Par ailleurs, les mouvements de regroupement et de fusion-acquisition poursuivies par certaines banques tunisiennes sont susceptibles d'élargir leurs parts de marché et donc leurs profits.

Cependant, on remarque aussi, et dans les deux régressions, que la variable TAILLE a un effet négatif et significatif sur la rentabilité (aussi bien des fonds propres que celle de l'actif). Ce résultat n'est pas surprenant. Il rejoint ceux effectués sur les pays de l'OCDE, et qui montrent que, dans plusieurs cas, la taille n'a pas permis aux banques de réaliser ces deux types d'économies et d'améliorer leur rentabilité [Goyeau D. - Sauviat A. - Tazari A. (1998)].

Ces résultats lancent ainsi un message clair en matière de restructuration du secteur bancaire : améliorer les performances des banques passe beaucoup plus par des changements d'organisation et de gestion que par des changements de taille. Seule une

gestion efficace et prudente de l'actif et du passif de la banque contribuera à l'amélioration de sa rentabilité. L'examen de la relation entre la taille des banques et leurs caractéristiques en termes de rentabilité/risque incite à examiner la pertinence des normes prudentielles pour assurer effectivement la stabilité du système bancaire.

Ce même résultat obtenu dans nos estimations de l'effet de la taille sur la rentabilité bancaire pourrait aussi s'expliquer par le fait que les grandes banques en Tunisie sont des banques publiques. Or, cette catégorie est généralement moins efficiente que celle des banques privées dont la performance se justifie par une détention moins importante de créances douteuses dans leurs portefeuilles et un attrait plus important de participation étrangère dans leur capital [Cook W. D. - Hababou M. - Roberts G. S. (2001)].

Tous ces résultats nous poussent à étendre la vision un peu réductrice du lien entre concentration et efficience dans le domaine bancaire. Il en est ainsi parce qu'il existe un lien entre la taille de la banque, sa complexité organisationnelle et la nature de la relation entretenue avec l'emprunteur. L'entretien d'une relation partenariale est à l'avantage des petites banques qui disposent d'une structure organisationnelle plus souple et plus adaptée à la collecte et à la circulation des informations spécifiques [Berger A. N. & Udell G. F. (2002)].

C'est pourquoi la privatisation du secteur bancaire est en mesure d'améliorer son efficacité. Par ailleurs, et à l'égard du succès du système bancaire allemand dans le financement de la

croissance économique dans ce pays, on peut avancer que le modèle de référence dans la réorganisation du système bancaire en Tunisie pourrait être celui de la «banque universelle». Ce modèle présentant une banque offrant des services différenciés assure une plus grande stabilité de ses cycles de profits [Steinherr A. & Gilbert P. L. (1988)].

Ces conclusions semblent être confirmées par un autre résultat que nous avons dégagé : les créances douteuses (CREDOUT) possèdent un effet significativement négatif sur la rentabilité dans les deux régressions. Les créances douteuses reflètent une mauvaise gestion prudentielle des opérations de crédit. Le degré médiocre de l'efficacité de la banque dans la distribution de crédits justifie la mauvaise qualité des débiteurs du secteur bancaire tunisien. Plus le ratio créances douteuses sur le stock de créances est élevé, plus le portefeuille crédits d'un établissement est risqué, et plus le secteur bancaire est fragilisé.

Ce résultat implique que les banques tunisiennes doivent procéder à une politique plus agressive en matière de recouvrement de leurs créances accrochées pour améliorer leur rentabilité. Par ailleurs, le banquier tunisien doit être plus professionnel, beaucoup plus prudent, plus vigilant dans la décision d'octroi des crédits.

Enfin, et dans les deux régressions, on remarque que la variable PRODCRED possède un effet significatif sur la rentabilité bancaire. Evidemment, lorsque la relation bancaire avec la clientèle est bien établie, les crédits bancaires seront convenablement distribués aux projets efficaces, ce qui permet à la banque des revenus importants renforçant ses profits.

3- Conclusion

Les relations bancaires sont souvent présentées comme un modèle pour le développement des systèmes financiers dans les économies de transition où les marchés financiers sont généralement peu développés. Cependant, l'adoption de ce modèle est derrière le processus d'accumulation des créances douteuses des banques tunisiennes.

La structure du système bancaire tend aujourd'hui à emprunter de plus en plus le modèle de banque universelle en matière de taille. C'est une dynamique qui sert de réponse rationnelle au programme de libéralisation financière. Suite à ces changements, nous avons essayé dans ce travail de traiter une question majeure : quel est le sort des relations bancaires avec les entreprises (et notamment les PME) ?

Les résultats de nos estimations n'ont pas montré un effet significatif et favorable de la taille des banques sur leur capacité d'offre de crédit d'une part et sur la diminution de leurs créances douteuses d'autre part. Cependant, nous avons trouvé que la taille a un effet significativement positif sur la collecte des dépôts par le secteur bancaire. Cela implique que l'atteinte d'une taille «optimale» peut constituer une stratégie puissante pour les banques tunisiennes permettant d'élargir leurs segments de la clientèle et d'améliorer leurs performances dans le domaine de la collecte de l'épargne, mais elle ne garantit pas l'efficacité dans la distribution des crédits.

De même, un résultat intéressant a été trouvé dans nos estimations : la taille et les créances douteuses possèdent des effets significativement négatifs sur la rentabilité bancaire (aussi bien économique (ROA) que des fonds propres

(ROE). L'atteinte d'une taille importante n'est pas en mesure d'améliorer la rentabilité des établissements bancaires.

Cela implique que la restructuration du secteur bancaire ne se réduit pas à une simple question de «taille». L'adoption d'un tel choix stratégique pourrait se traduire pour la banque par des «coûts d'organisation» importants. En effet, à mesure que la banque atteint une taille de plus en plus importante, elle peut devenir plus complexe sur le plan organisationnel par la multiplication de ses différents niveaux hiérarchiques, ce qui est de nature à augmenter la distance informationnelle entre la banque et la PME. Ainsi, dans la mesure où l'accès aux informations spécifiques sur la PME devient plus coûteux pour la banque, celle-ci serait incitée à instaurer des mécanismes de standardisation des techniques d'évaluation privilégiant les connaissances tangibles et codifiables, ce qui la pencherait vers une tendance moins relationnelle.

L'adoption d'un certain nombre de réformes structurelles doit améliorer la transparence et la responsabilisation du système bancaire tunisien. En instaurant des normes de bonne gouvernance au sein des établissements de crédits, les autorités monétaires assurent une plus grande efficacité des organes de gestion des banques moyennant un système de contrôle interne efficace. Ce dernier doit être basé sur les méthodes modernes d'identification, d'analyse et d'anticipation des risques.

Enfin, l'adoption de nouvelles normes prudentielles et le renforcement du cadre réglementaire, inspirées des accords de Bale II, devraient être un puissant instrument pour inciter les banques et les entreprises à mieux se gérer. Pour s'adapter à ce nouveau dispositif, les entreprises doivent engager avec les banques un dialogue dans la transparence et la compréhension des enjeux et des intérêts mutuels.

ANNEXES

Liste des banques composant l'échantillon de l'étude empirique

1	BNA	Banque Nationale Agricole
2	AB	Amen Bank
3	STB	Société Tunisienne des Banques
4	BIAT	Banque Internationale Arabe de Tunisie
5	UIB	Union Internationale des Banques
6	ABC	Arab Banking Corporation
7	BS	Attijari Bank [Banque du Sud]
8	ATB	Arab Tunisian Bank
9	BH	Banque de l'Habitat
10	BT	Banque de Tunisie
11	BFT	Banque Franco - Tunisienne
12	CBNA	Citibank Tunis Branch Onshore
13	UBCI	Union des Banques pour le Commerce et l'Industrie

Bibliographie :

- Amable B. & Chatelain J. B (1996) : «*La concurrence imparfaite entre les intermédiaires financiers est-elle toujours néfaste à la croissance économique ?*», *Revue Economique*, Vol. 47, n° 3, mai, pp. 765-775.
- Aoki M. & Patrick H. (1994) : *The Japanese bank system*, Oxford, Oxford University Press.
- Apoteker Th. (1999) : «*Concentration bancaire et Taille critique*», *Banque Magazine*, n° 604, Juin, pp. 60-64.
- Barr et al. (1994) : «*Forecasting Bank Failure : A Non-Parametric Estimation Approach*», *Recherches Économiques de Louvain*, vol. 60(4), 1994, 417-429.
- Bashir A. (2000) : «*Assessing The Performance of Islamic Banks : Some Evidence From The Middle East 1993-1998*», Papier présenté à la 8^{ème} Conférence de l'Economic Research Forum (ERF), Amman, Jordanie, novembre. Site internet : www.erf.org.eg.
- Beck Th. (2008) : «*Bank Competition and Financial Stability : Friends or Foes ?*», *Policy Research Working Paper n° 4656*, June.
- Beckmann R. (2007) : «*Profitability of Western European Banking Systems : Panel Evidence on Structural and Cyclical Determinants*» ; Discussion Paper Series n° 2 : Banking and Financial Studies, n° 17/2007.
- Ben Naceur S. (2003) : «*The Determinants of The Tunisian Banking Industry Profitability : Panel Evidence 1980-2000*». Papier présenté à la 11^{ème} Conférence de l'Economic Research Forum (ERF), Marrakech, novembre. Site internet : www.erf.org.eg.
- Berger A. (1999) : «*The "big picture" of relationship finance*». In : Blanton, J.L., Williams, A., Rhine, W.L. (Eds.), *Business Access to Capital and Credit. A Federal Reserve System Research Conference*, pp. 390-400.
- Berger A. N. - Klapper F. - Udell F. G. (2001) : «*The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Business*», *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, n° 12, pp. 2127-2167.
- Berger A. N. - Miller N. H. - Petersen M. A. - Rajan R. G. - Stein J. C. (2005) : «*Does function Follow Organizational Form ? Evidence From The Lending Practices of Large and Small Business lending*», *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, n° 2, pp. 237-261.
- Berger A. N. & Udell G. F. (2002) : «*Small Business Credit Availability and Relationships Lending : The Importance of Bank Organizational Structure*», *Economic Journal*, Vol. 112, n° 477, pp. 32-53.
- Boot A. (2000) : «*Relationship banking : what do we know ?*», *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7-25.
- Boot A. & Thakor A. (2000) : «*Can Relationship Banking Survive Competition*», *Journal of Finance*, 55, pp. 679-713.
- Bourke P. (1989) : «*Concentration and Other Determinants of Bank Profitability in Europe, North America and Australia*», *Journal of Banking and Finance*.
- Boyd J. & Prescott E. (1986) : «*Financial Intermediary Coalitions*», *Journal of Economic Theory*, vol. 38, p. 211-232.
- Carletti A. (2002) : «*The Structure of Bank Relationships, Endogenous Monitoring and Loan Rates*», *Document de travail*, Université de Mannheim, janvier.
- Cerasi V. & Daltung S. (1998) : «*Close Relationships Between Banks and Firms : Is it Good or Bad ?*», *Research in Economics*, 52, pp. 233-253.
- Cole R. A. - Goldberg L. G. - White L. J. (2004) : «*Cookie-Cutter versus Character : The Micro-Structure of Small Business Lending by Large and Small Banks*», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 4, pp. 227-251.
- Cook W. D. - Hababou M. - Roberts G. S. (2001) : «*Libéralisation financière et Efficience de l'industrie bancaire tunisienne*», in Boudhief M. & Siroen J. M. : *Ouverture et Développement Economique, Economica*.
- Copin F. (2001) : «*Banque relationnelle versus banque transactionnelle : une comparaison en terme d'efficience*», *MODEM*, Université Paris X.

- Eber N. (2000) : «*Efficiency du système bancaire, structure du marché de crédit et activité économique*», *Revue Economique*, Vol. 51, n° 6, Novembre, pp. 1333-1353.
- Eber N. (1998) : «*Participations bancaires dans le capital des PME et cycles réels : un modèle théorique*», *Revue Economique*, n° 49 (3), mai 1998, p. 699-708.
- Edwards J. & Fischer K. (1994) : *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- Elsas R. (2005) : «*Empirical Determinants of Relationship Lending*», *Journal of Financial Intermediation*, 14, 32-57.
- Fama E. F. (1985) : «*What's Different About Banks ?*», *Journal of Monetary Economics*, n° 15, January, pp. 29-39.
- Fama E. F. & Jensen M. C. (1983) : «*The Separation of Ownership and Control*», *Journal of Law and Economics* 26 (2), June, pp. 301-27.
- Flath D. (1993) : «*Shareholding in The Keiretsu, Japan's Financial Groups*», *Review of Economics and Statistics*, 75, pp. 249-257.
- Giannetti M. (2003) : «*Bank-Firm Relationships and Contagious Banking Crises*», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 35, n° 2., April, pp. 239-261.
- Gilbert R. A. - Meyer A. P. - Vaughan M. D. (2000) : «*The Role of a CAMEL Downgrade Model in Bank Surveillance*», *Working Paper*, Reserve Federal Bank of Saint - Louis.
- Goyeau D. - Sauviat A. - Tazari A. (1998) : «*Taille, Rentabilité et Risque bancaire : Evaluation empirique et Perspectives pour la réglementation prudentielle*», *Revue d'Economie Politique*, 108 (3), mai-juin, pp. 339-361.
- Grunert J.- Norden L. - Weber M. (2005) : «*The Role of Non-Financial Factors in Internal Credit Ratings*», *Journal of Banking and Finance*, 29, pp. 509-531.
- Hodgman D. (1963) : «*The Deposit Relationship and Commercial Bank Investment Behavior*», *Review of Economic and Statistics*, 63, pp. 257 - 268.
- Jensen M. C. & Meckling W. H. (1992) : «*Specific and General Knowledge and Organizational Structure*», in *Werin L., Winjander H : Contracts Economics*, Blackwell.
- Jiangli et al. (2005) : «*Relationship Lending, Accounting Disclosure, and Credit Availability during Crisis*», *Working paper*, FDIC, n° 2005-08.
- Lehmann B. (2003) : «*Is it Worth the While ? The Relevance of Qualitative Information in Credit Rating*», *Working paper*, University of Konstanz.
- Molyneux P. & Thornton, J. (1992) : «*Determinants of European bank profitability 1986-1989 : A Note*», *Journal of Banking and Finance*, Vol. 16.
- Nakamuara L. (1999) : «*La relation Banque-PME*», *Revue d'Economie Financière*, n° 54, pp. 39-58.
- Nakamura L. (1993) : «*Recent Research in Commercial Banking : Information and Lending*», *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 2, p. 73-88.
- Nakamura L. (1990) : «*Loan Workouts and Prive Commercial Bank Information : Why Banks are Special*», *Economic Research*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Nathan A. & Neave E. H. (1989) : «*Competition and contestability in canada's financial system*», *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 22, n° 3 ; August, pp. 576-594
- Ogura Y. & Uchida Y. (2008) : «*Bank Consolidation and Soft Information Acquisition in Small Business Lending*», *RIETI Discussion Paper Series*, n° 07-E-037.
- Petersen A.M. & Rajan R. G. (2005) : «*Does distance still matter ? The information Revolution in Small Business Lending*», *The Journal of Finance* n° 5, pp. 48-65.
- Petersen M. & Rajan R. (1995) : «*The Effect of Credit Market Competition On Lending Relationships*», *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 407-44.
- Pertesen M. A. & Rajan R. G. (1994) : «*The Benefits of Lending Relationships : Evidence From Small Business Data*», *The Journal of Finance*, Vol. 3-37. p XLIX

- Sharpe S. (1990) : «Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts : A Stylized Model of Customer Relationships», *Journal of Finance*, September, pp. 1069-1087.

- Sheard P. (1989) : «The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 11, pp. 399-422.

- Shen Y. - Shen M. - Bai Y. (2009) : «Bank Size and Small- and Medium - sized Enterprise (SME) Lending : Evidence from China», *World Development*, Vol. 37, n° 4, pp. 800-811.

- Shin G. H. - Fraser D. R. - Kolari J. W. (2003) : «How Does Banking Industry Consolidation Affect Bank-Firm Relationships ? Evidence From A Large Japanese Bank Merger», *Pacific-Basic Finance Journal*, 11, pp. 285-304.

- Stein J. C. (2002) : «Information Production and Capital Allocation : Decentralized vs Hierarchical Firms», *Journal of Finance*, vol. 57, n° 5, pp. 1891-1921.

- Steinherr A. & Gilbert P. L. (1988) : «The Impact of Freeing Trade in Financial Services and Capital Movements on The European Banking Industry», *EIB Papers*, August.

- Thakor A.V. & Wilson P. (1995) : «Capital Requirements, Loan Renegotiation and the Borrower's

Choice of Financing Source », *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, pp. 693-712.

- Vale B. (1993) : «The Dual Role of Demand Deposits Under Asymmetric Information», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95, n° 1, pp. 77-95.

- Von Thadden E. L. (2004) : «Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts : The Winner's Curse», *Finance Research Letters*, vol. 1, p. 11-23.

- Von Thadden E. L. (1990) : «Bank Finance and Long-Term Investment», *WWZ Discussion Paper*, 9010.

- Von Thadden E. L. (1995) : «Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring», *Review of Economic Studies*, vol. 62, p. 557-575.

- Yafeh Y. & Yosha O. (1995) : « On The Strategic Use of Relationship Banking », Communication présentée au XLIV^e Congrès annuel de l'AFSE, Paris.

- Yafeh & Yosha (2001) : «Industrial Organization of Financial Systems and Strategic Use of Relationship Banking», *European Finance Review*, 5, pp. 63-78.

- Yongjin P. (2008) : «Banking Market Concentration and Credit Availability to Small Businesses», *MPRA Paper n° 9265*, June.

- Zammit S. (2008) : «Etude du secteur bancaire tunisien», *Document de travail*, MACsa Intermédiaire en Bourse, Site internet : www.macsacom.tn.

DIVULGATION VOLONTAIRE

PAR DORRA TALBI

Impact de la **divulgence** **volontaire** des **informations** sur le **coût des fonds propres** des entreprises tunisiennes cotées

Ce papier examine la relation entre le niveau de divulgation volontaire des informations et le coût des fonds propres. En effet, la théorie suggère que la relation entre la divulgation volontaire et le coût des fonds propres est négative, tandis que les travaux empiriques n'ont pas toujours confirmé cette intuition théorique.

Afin d'explorer cette relation dans le contexte tunisien, nous nous sommes basé sur un échantillon de 22 entreprises tunisiennes cotées, sur une période s'étalant de 1998 à 2004. Pour ce faire, nous avons mis en relation le coût des fonds propres en fonction d'un indice mesurant le niveau de la divulgation volontaire et de deux variables de contrôle, à savoir le bêta des titres mesurant le risque systématique et la taille de l'entreprise. Les résultats obtenus ont démontré que le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes cotées diminue significativement avec le niveau de divulgation volontaire.

Mots clés : divulgation volontaire, coût des fonds propres, gouvernance, informations, entreprises tunisiennes cotées

I- Introduction

L'étude de la divulgation volontaire d'informations a suscité ces dernières années l'intérêt de plusieurs chercheurs et praticiens. En effet, suite aux scandales financiers survenus de part le monde et surtout aux États-Unis, comme celles d'Enron, de Tyco, de World Com, qui ont abasourdi le monde économique et financier, nous assistons à une crise de confiance de la part des investisseurs.

Face à cette situation, certains pays ont essayé de mettre en place des standards en matière de transparence financière. Le but de la mise en place de ces standards est de regagner la confiance des investisseurs en respectant les droits des investisseurs et en assurant la sécurité financière. Ces standards ont accentué l'importance de la communication financière à travers non seulement la divulgation obligatoire des informations, mais aussi à travers la divulgation volontaire.

En ressentant l'importance du rôle joué par la stratégie de divulgation, et en particulier, la divulgation volontaire, il nous paraissait intéressant d'étudier ce phénomène au sein des entreprises tunisiennes cotées. En effet, la Tunisie, comme tous les autres pays, a enduré un vaste mouvement en

faveur d'une plus grande communication des sociétés. Pour l'escorter et le concentrer vers la consolidation de la protection des intérêts des investisseurs aussi bien locaux qu'étrangers et en s'inspirant des expériences étrangères en la matière, le législateur tunisien a mis en place un ensemble de réformes.

D'abord, l'adoption du système comptable tunisien de 1997 qui vise essentiellement à pallier les insuffisances et les ambivalences du plan comptable de 1968 qui était insuffisant, incomplet et inéquitable. Ainsi, cette réforme menée par le Conseil National de la Comptabilité constitue une étape cruciale dans la mise en œuvre des mécanismes de l'économie libérale. En adoptant la logique des marchés des capitaux mondiaux, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis est appelée à jouer un rôle déterminant dans le financement des agents économiques ; ce qui est de nature à donner à l'information financière publiée par les entreprises la valeur d'utilité qui la mérite.

En plus, suite à la promulgation de la loi n° 94-117 du 14 novembre 1994 portant réorganisation du marché financier (modifiée par la loi n° 99-92 du 17 août 1999), le marché s'est étoffé et les moyens de financement se sont enrichis. Selon cette loi, la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) est chargée de la gestion du marché et des transactions ; les intermédiaires en Bourse se sont vus octroyer, en exclusivité, la négociation et l'enregistrement des valeurs mobilières à la Bourse ; la société interprofessionnelle de dépôt de valeurs mobilières (STICODEVAM) assure, quant à elle, la circulation scripturale des valeurs mobilières entre les teneurs de comptes et l'efficacité du

marché par la réduction du coût et des risques liés à la manipulation des titres physiques. Et enfin, le Conseil du Marché Financier (CMF) a pris l'initiative d'encadrer la publication d'informations en recommandant l'observation des conditions et des règles, de nature à favoriser la plus grande lisibilité ainsi que la comparabilité de la diffusion d'informations.

D'un autre côté, différents chercheurs ont essayé d'expliquer le comportement des entreprises en matière de divulgation volontaire d'informations. D'autres ont tenté d'examiner l'effet que peut avoir ce phénomène sur l'entreprise.

Dans notre recherche, nous tentons d'étudier l'impact de la divulgation volontaire des informations sur le coût du capital des entreprises tunisiennes. En effet, plusieurs chercheurs ont testé cette relation dans différents contextes, mais ils n'ont pas abouti à la même conclusion.

Cette étude est motivée par l'importance que revêt la divulgation volontaire dans le monde entier et surtout dans les pays émergents. D'abord, la divulgation volontaire contribue à éclaircir les décisions des investisseurs actuels et potentiels en ce qui concerne la situation réelle de la firme. Ensuite, l'étude de l'impact de la divulgation volontaire sur ses coûts de financement permet de mettre en lumière le coût effectif de ces éléments pour l'entreprise. De même, nous nous proposons de combler le manque des travaux empiriques qui ont traité ce thème surtout en ce qui concerne le marché tunisien en tant que marché émergent.

Pour ce faire, nous allons tout d'abord exposer les affirmations théoriques ainsi que les différentes preuves empiriques relatées à cette relation.

En deuxième lieu, nous allons examiner cette relation dans le cadre des entreprises tunisiennes cotées.

II- Divulgence volontaire d'informations et coût des fonds propres

Selon la littérature théorique, l'augmentation de la fréquence de la publication volontaire des informations a un effet direct sur la réduction de l'asymétrie d'information entre les différents participants du marché (informés et non informés), qui, à son tour, contribue à la diminution du coût des fonds propres.

La réduction de l'asymétrie d'information fait diminuer le coût des fonds propres selon deux manières, soit à travers l'estimation du risque, soit en augmentant la liquidité des titres.

Premièrement, dans une situation caractérisée par une asymétrie d'information, les investisseurs exigent une prime de risque afin de compenser le risque d'information. Dans la mesure où la divulgation d'informations diminue l'estimation du risque, la prime de risque résultante aide à réduire efficacement le coût des fonds propres (Merton, 1987 ; Handa et Linn, 1993 ; Coles et al. 1995).

Merton (1987) a observé que, contrairement aux prédictions du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) traditionnel, les investisseurs ne constituent pas leurs portefeuilles en combinant les actifs sans risque et le portefeuille de marché. L'auteur a dérivé le CAPM traditionnel (1), en supposant que les participants au marché limitent

leurs activités d'investissement pour les titres sur lesquels ils sont informés. Suite à cette politique, les investisseurs ne considèrent qu'une seule partie des opportunités d'investissements qui s'offrent à eux. Par conséquent, la diversification de leurs portefeuilles devient impossible. Dans ce cas, le risque spécifique de l'entreprise augmente, et les investisseurs exigeront une compensation pour le risque additionnel qu'ils encourent. Merton (1987) a remarqué, aussi, que le montant de la compensation supplémentaire exigée par les investisseurs diminue avec la taille des projets d'investissements mis en place par l'entreprise appelé aussi «degré de reconnaissance de l'investisseur».

L'élaboration d'un projet d'investissement est coûteuse, dans ce cas l'entreprise est contrainte de publier le maximum d'informations pour les investisseurs afin qu'ils puissent la traiter convenablement. À la lumière de ceci les investisseurs seront plus intéressés par la firme, ce qui augmente les transactions sur les titres de l'entreprise et en conséquence les coûts de transaction sont faibles et le coût des fonds propres est appelé à diminuer.

Barry et Brown (1985) ont constaté que lorsque les prix des titres de l'entreprise sont déterminés, les paramètres de la distribution des rendements doivent être estimés en se basant sur les rendements historiques de la firme et/ou sur d'autres informations concernant la firme. Puisque la dérivation traditionnelle du CAPM assure que les paramètres de la distribution des rendements sont connus, ce modèle n'a pas été en mesure de refléter l'estimation du risque inhérent. Les auteurs ont re-dérivé le CAPM en

(1) L'auteur a quasiment repris toutes les hypothèses du MEDAF et a relâché l'hypothèse d'une information identique pour tous les investisseurs.

utilisant l'approche Bayésienne qui stipule que les investisseurs doivent former une distribution prévisionnelle des rendements en fonction de leur incertitude. En plus, Barry et Brown (1985) ont constaté que lorsque le montant des informations spécifiques concernant la firme est constant pour les différentes firmes, le bêta du CAPM est identique à celui fourni par leur modèle. Par contre, les deux mesures divergent dans le cas où les informations spécifiques fournies varieraient significativement (2). Barry et Brown (1985) ont pu mettre en évidence que les titres sur lesquels les informations sont moins importantes présentaient un risque systématique plus élevé. Ainsi, ces entreprises seront incitées à divulguer plus d'informations afin de ne pas être pénalisées par le marché financier et afin de pouvoir y accéder à des conditions de financement avantageuses.

D'autre part, la diminution de l'asymétrie d'information améliore la liquidité des titres sur le marché financier. Le coût d'obtention de l'information pour les investisseurs étant réduit et leurs anticipations devenant plus homogènes. Le coût des fonds propres est censé diminuer suite à la diminution des coûts de transaction (Baiman et Verrecchia, 1996).

Ainsi, l'intervention des agents informés sur le marché conduit forcément à une diminution de la confiance que leur accordent les agents non informés. Lorsque ces agents prévoient l'arrivée d'agents supérieurement informés, ils prennent conscience qu'en cas d'échange, ils sont confrontés à un risque d'anti-sélection,

c'est-à-dire, au risque de contracter avec un agent détenteur d'information privilégiée. Cette infériorité, dans les échanges, les décourage à effectuer des transactions, ce qui conduit automatiquement à une baisse de la liquidité (Diamond et Verrecchia, 1991). En plus, les teneurs de marché (market makers), ayant l'obligation de servir toutes les offres et les demandes et d'assurer la liquidité du marché en offrant un service d'immédiateté aux investisseurs, figurent parmi les agents non informés sur le marché. Cette situation oblige donc ces derniers à élargir la fourchette des prix de cette entreprise afin de se couvrir contre les pertes subies en cas de transaction avec les opérateurs privilégiés.

L'asymétrie d'information que possèdent les initiés par rapport aux autres participants fait augmenter les coûts de négociation, parfois jusqu'au point d'éliminer la possibilité d'en tirer profit de l'information détenue (Levine et Smith, 2003). Elle touche donc l'accomplissement de l'activité de ces derniers dans de bonnes conditions. Elle conduit à une réduction de l'investissement et rend alors le marché illiquide, ce qui aboutit à une augmentation du coût des fonds propres.

Ainsi, Boyer et al. (2001) ont stipulé que les teneurs de marché tentent d'inférer, à partir des flux d'ordre, une partie de l'information privée. Etant donné qu'ils déterminent la fourchette des prix, ils font supporter aux agents non informés les pertes qu'ils encourent en échangeant avec ceux qui sont informés et donc ils proposent des prix d'achat supérieurs aux prix de vente pour contrebalancer les coûts. En effet, la fourchette des prix est d'autant plus élevée que l'asymétrie

(2) La formule du bêta dérivé par le modèle de Barry et Brown (1985) dépend de l'estimation de la matrice variance/covariance des rendements et de la quantité des informations spécifiques fournies.

d'information, liée à la présence d'investisseurs plus informés que d'autres, est forte.

De ce fait, en augmentant la quantité et la qualité des informations qu'elles divulguent, les entreprises peuvent réduire l'hétérogénéité des anticipations des investisseurs externes. Une information transparente permet ainsi de réduire le risque d'anti-sélection perçu par le teneur et d'améliorer la liquidité du marché de l'émetteur (Diamond et Verrecchia, 1991 ; Kim et Verrecchia, 1994 ; Brennan et Subrahmanyam, 1996).

Diamond et Verrecchia (1991) ont analysé la relation qui peut exister entre le coût du capital, la liquidité et la décision de divulgation volontaire de la firme. Ils ont démontré que la divulgation volontaire d'informations fait accroître la liquidité des titres selon deux manières. Soit à travers la diminution des coûts de transaction, soit par l'augmentation de la demande sur ce titre, ce qui entraîne une hausse des cours et, par la suite, une réduction du coût du capital. Ils ont formalisé le cas d'un marché composé de teneurs de marché averses au risque et de deux investisseurs neutres au risque. Ces derniers interviennent sur le marché de la même façon pour des raisons de liquidité et de spéculation. Dans le dernier cas, l'investisseur passe un ordre important, le teneur de marché prend connaissance qu'il a à faire à un agent informé, il élargit sa fourchette et donc la liquidité du titre diminue. Les auteurs montrent qu'une entreprise a intérêt à divulguer les informations privées afin de réduire le risque des teneurs de marché et d'améliorer la liquidité du titre. La divulgation a donc un rôle attractif pour les investisseurs qui prennent des positions larges, ce qui réduit en conséquence le coût des fonds propres de la firme.

Tandis que plusieurs travaux empiriques ont traité cette relation, sa validation est confrontée à une difficulté majeure d'ordre méthodologique qui réside au fait que le coût des fonds propres et le niveau de divulgation volontaire ne peuvent être directement observés. De ce fait, certains auteurs ont essayé de contourner cette difficulté en adoptant des mesures qui peuvent avoir des conséquences directes sur le coût des fonds propres, tels que la liquidité des titres, les prévisions des analystes financiers, etc.

Welker (1995), dans son étude, a analysé l'effet de la politique de diffusion d'informations sur la liquidité des marchés des actions. Son étude a porté sur un échantillon formé de 1639 observations firmes-années, composé de 427 firmes industrielles sur une période s'étalant de 1983 à 1990. L'auteur a apprécié la liquidité des titres par la fourchette des prix relative (relative bid-ask spreads) (3). Il a mesuré le niveau de divulgation par les scores attribués par l'AIMR. Les tests effectués ont dégagé une relation négative entre ces deux variables. Selon cet auteur, l'adoption d'une politique de divulgation rigoureuse réduit l'asymétrie d'information et, par conséquent, fait augmenter la liquidité des titres de l'entreprise.

Dans le contexte tunisien, Mattoussi et al. (2004) ont étudié l'effet de la divulgation d'informations volontaires sur la liquidité des titres cotés à la BVMT (4). La divulgation d'informations est mesurée à partir de l'indice de Botosan (1997) après adaptation au contexte tunisien. Quant à la

(3) Plus cette fourchette est grande, moins liquide est le marché.

(4) Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis.

liquidité, elle a été mesurée par la fourchette des prix relative, la profondeur et le ratio fourchette des prix relative rapporté à la profondeur. Les auteurs ont abouti à une relation négative et significative entre la fourchette des prix relative et la divulgation, tandis qu'elle est positive et significative avec la profondeur et le ratio fourchette des prix sur profondeur.

Outre la liquidité, d'autres mesures ont été adoptées afin d'approximer le coût des fonds propres. Par exemple, Lang et Landholm (1996) ont examiné la relation qui existe entre la politique de divulgation, le nombre d'analystes financiers (comme mesure approximative du coût des fonds propres) et les prévisions des résultats faites par ces derniers. En partant des données collectées auprès du rapport collaboré par la FAF (5) (1985-1989), les auteurs ont abouti à des résultats qui corroborent la théorie. Plus précisément, une forte divulgation entraîne un suivi plus important des entreprises par les analystes financiers et assure de ce fait un plus fort consensus dans leurs prévisions des résultats, ce qui entraîne une diminution des coûts des fonds propres. Selon ces auteurs, le fait qu'une politique de divulgation plus cogitée et plus étendue attire les analystes (le comportement des analystes financiers est imité par les investisseurs) (6), ceci est dû soit à une forte demande des rapports annuels, soit à une réduction du coût de leurs offres.

Hope (2003) a constaté, dans une étude faite aux Etats-Unis, que l'exactitude des prévisions fournies par les analystes financiers est positivement corrélée avec le rapport annuel. Ceci montre que l'augmentation des informations publiées dans les rapports annuels aide les analystes financiers à bien prévoir les gains futurs de l'entreprise, ce qui, en conséquence, aboutit à l'efficacité du marché financier.

Alors que certains auteurs ont opté pour des mesures approximatives du coût des fonds propres, d'autres ont évalué directement cette variable en adoptant soit des mesures ex-post soit ex-ante.

Botosan (1997) suggère l'existence d'une relation négative entre le niveau de divulgation volontaire dans les rapports annuels, de 122 firmes opérant dans le domaine de l'industrie pour l'année 1990, et le coût des fonds propres de l'entreprise. Elle a mis en relation le coût des fonds propres (dérivé à partir du modèle d'Ohlson de 1995) en fonction du bêta du marché (estimé par le modèle de marché), la taille de l'entreprise (appréciée par la valeur de la firme) et de son indice de divulgation volontaire des informations.

L'indice de divulgation volontaire développé et validé par Botosan (1997) est utilisé pour analyser et mesurer la divulgation dans les rapports annuels. Cet indice a fait l'objet de nombreuses études portant sur les besoins en information des utilisateurs incluant le rapport de Jenkins (AICPA, 1995). L'indice est structuré autour de cinq composantes (informations générales ; sommaire historique sur les résultats financiers ; information à caractère prévisionnel ;

(5) Financial Analysts Federation.

(6) Easley et O'Hara (2004) ont noté à la page 1573 : «...Companies benefit from having many analysts because analysts increase the precision of information and this lowers the companies cost of capital».

analyse et discussion de la direction). L'auteur a testé deux hypothèses dans son étude. D'abord, elle a prédit une relation négative entre le coût des fonds propres et le niveau de divulgation d'informations. Ensuite, elle a testé l'hypothèse que l'association entre le coût du capital et la divulgation est conditionnée avec le nombre d'analystes financiers qui sont concernés par la firme. L'étude de Botosan (1997) a abouti à une relation significativement négative entre le coût des fonds propres et le niveau de divulgation volontaire des informations pour les titres des entreprises faiblement suivies par les analystes financiers, et une relation non significative pour les entreprises qui attirent les analystes.

Hail (2002) a effectué une étude semblable à celle de Botosan (1997). Elle a examiné l'effet de la qualité de divulgation volontaire d'informations sur le coût des fonds propres pour 73 entreprises non financières cotées sur le marché financier suisse. Son indice de divulgation est de valeur limite égale à 27 points, il s'agit d'un indice qui a été développé par «l'Institut Suisse d'Opérations Bancaires». L'auteur a testé l'hypothèse d'une association négative entre le coût du capital et la qualité de divulgation volontaire des informations. Elle a développé un modèle similaire à celui de Botosan (1997) où elle a régressé la qualité de divulgation volontaire (variable indépendante), le bêta du marché, la taille de la firme et le levier financier (variables de contrôle) sur le coût des fonds propres apprécié par le rendement des fonds propres. L'auteur a abouti à une conclusion similaire à celle de Botosan (1997). Elle a montré que la relation qui existe entre le coût des fonds propres et la qualité de la divulgation volontaire est négative.

En revanche, Botosan et Plumlee (2002) ont trouvé une relation non stable entre le coût du capital et le niveau de divulgation volontaire d'information, en utilisant un échantillon d'observations de 3.618 firme-année. Les auteurs ont régressé le coût des fonds propres sur le niveau de divulgation, le bêta des titres et la taille de l'entreprise comme variables de contrôles. Toutefois, les auteurs ont décomposé le niveau de divulgation en trois sous-éléments : la divulgation dans les rapports annuels, autres publications et les relations avec les investisseurs examinés par l'AIMR (7). Botosan et Plumlee (2002) ont abouti à une relation significative et négative liant la divulgation dans les rapports annuels avec le coût des fonds propres, une relation significative et positive des autres publications avec le coût des fonds propres, et aucune relation avec les relations des investisseurs.

Kothari et Short (2003) ont testé l'impact de la divulgation d'informations sur le coût des fonds propres estimé par le modèle à trois facteurs de Fama et French (1992) qui est une mesure ex-post. Leur échantillon est formé de 887 firmes françaises sur une période de 6 années s'étalant de 1996 à 2001. Dans leur étude, les auteurs ont, tout d'abord, distingués trois sources d'informations faites par les dirigeants, les intermédiaires et par la presse financière. Ensuite, ils ont partagé les informations selon leur contenu en informations favorables et informations défavorables. Les auteurs ont démontré que la diffusion d'informations favorables réduit le coût des fonds propres et, par conséquent, la volatilité des rendements des titres des

(7) Association for Investment Management and Research.

entreprises (cette variable mesure dans un grand nombre d'études le risque idiosyncratique (8)). Ceci est dû essentiellement à la réduction de l'asymétrie d'informations entre les investisseurs et le dirigeant dont la gestion est perçue comme crédible, et à la réduction de l'incertitude. Ils ont constaté aussi que l'impact des informations divulguées par les analystes financiers sur le coût des fonds propres n'est pas grand, du fait que leur source de données n'est pas crédible. Et, enfin, l'analyse de l'effet de la divulgation d'informations par la presse financière sur le coût des fonds propres a révélé une association positive quant à la divulgation d'informations défavorable et négative lors de la révélation d'informations favorables. Toutes ces conclusions font appel à l'efficacité du marché financier.

Espinosa Blasco et Trombetta (2004) ont utilisé un échantillon de sociétés espagnoles cotées sur la Bourse de Madrid. Ils ont mesuré le choix de comptabilité en ce qui concerne les divulgations de note de pratiques comptables dans les déclarations financières. Les auteurs ont utilisé un indice de divulgation dans les rapports annuels, élaboré par le magazine des affaires l'Actualidad Economica. Les auteurs n'ont trouvé aucune relation significative entre le coût des fonds propres et la mesure de divulgation, mais ils ont enregistré une relation négative entre le coût des fonds propres et la divulgation pour les entreprises ayant une stratégie de comptabilité agressive (contrairement aux entreprises adoptant une stratégie conservatrice).

(8) Stulz (1996) fait remarquer que les risques financiers auxquels font face les entreprises sont des risques idiosyncratiques, ce sont des risques qui peuvent être éliminés par diversification et ne requièrent en conséquence aucune rémunération par le biais d'une prime de risque.

III- Impact du niveau de divulgation volontaire d'information sur le coût du capital des entreprises tunisiennes cotées

L'objectif de notre étude vise à analyser l'impact de la divulgation volontaire d'informations sur le coût du capital des entreprises tunisiennes cotées. Pour ce faire, nous avons sélectionné un échantillon en panel composé de 22 entreprises tunisiennes non financières cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT), sur une période de 7 ans s'étalant de 1998 à 2004.

Les données ont été collectées à partir des rapports annuels fournis par les entreprises, des rapports d'activité et des états financiers publiés par le Conseil du Marché Financier (CMF). Cependant, l'aide des analystes financiers nous a été fructueuse.

Afin de déceler cette relation, nous avons régressé le coût des fonds propres (**COFP**) sur l'indice de divulgation (**IDIV**), et sur deux variables de contrôle à savoir la taille de l'entreprise (**TAIL**) et le bêta du titre (**BETA**).

Toutefois, les mesures des variables se présentent comme suit :

COFP_{it} : Le coût des fonds propres est un concept difficile à estimer. Cependant, plusieurs auteurs ont essayé de ne plus s'arrêter à cette contrainte. L'avantage d'une telle démarche est de vérifier non seulement l'effet de la divulgation volontaire sur le coût des fonds propres, mais aussi d'étudier la magnitude de cette relation.

Plusieurs méthodes ont été adoptées dans les travaux empiriques antérieurs pour mesurer le coût des fonds propres. Nous pouvons, dès

lors, distinguer deux types de méthodes : les méthodes ex-post basées sur des données historiques (CAPM, APT, etc.) et les méthodes ex-ante basées sur des données prévisionnels (Discounted Cash-Flow DCF, DDM, etc.).

Cette divergence a poussé les chercheurs en comptabilité à concevoir une nouvelle spécification pour la détermination du coût des fonds propres ; d'où l'émergence du modèle des bénéfices résiduels (Residual Income Value Model - RIVM). Les premières versions de ce modèle sont en fait apparues avec les travaux de Edwards et Bell (1961). Cependant, c'est seulement dans les années 90 que Ohlson (1995) a permis aux chercheurs académiques de se concentrer sur l'importance de ce modèle comme moyen de compréhension de la relation entre les données comptables et la valeur de l'entreprise. C'est pourquoi ce modèle est parfois appelé le modèle EBO (Edwards-Bell-Ohlson).

Ce modèle part du principe de la théorie de l'évaluation que la valeur intrinsèque de l'entreprise est égale à la valeur actualisée de ses dividendes futurs :

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1 + COFP)^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}] \quad (\text{DDM})$$

Avec,

P_t : le prix de l'action à la date t ,

COFP : le coût des fonds propres,

$E_t(d_{t+\tau})$: l'estimation des dividendes futurs.

Toutefois, le passage du DDM au modèle RIVM nécessite la formulation de deux hypothèses :

- Le système comptable doit satisfaire la relation du résultat global : Clean Surplus Relation (CSR) : $b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$

À partir de cette relation, il ressort que la valeur comptable des capitaux propres de l'entreprise (b_t) est fonction de la valeur comptable des capitaux propres de l'année précédente, augmentés du résultat de l'entreprise réalisé pendant l'année t (x_t) moins la valeur des dividendes distribués pendant l'année t (d_t).

- La condition de régularité : la valeur comptable des capitaux propres doit s'accroître à un taux inférieur au COFP.

Ohlson a aussi démontré que le bénéfice résiduel ou résultat anormal (X^a) pour une date t , est la différence entre le résultat de l'entreprise et le résultat théorique (normal) devant être généré par l'activité de l'entreprise suite à l'utilisation du capital mis à sa disposition.

Formellement, on a : $x_t^a = x_t - COFP \times b_{t-1}$

D'après les deux hypothèses formulées ci dessus, la valeur fondamentale d'une action est exprimée comme une fonction de la valeur comptable des capitaux propres et de la valeur actualisée des bénéfices anormaux futurs :

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1 + COFP)^{-\tau} E_t[x_{t+\tau} - COFP \times b_{t+\tau-1}]$$

Où :

$E_t[x_{t+\tau} - COFP \times b_{t+\tau-1}]$: Espérance du bénéfice résiduel, c'est la différence entre le bénéfice espéré et la valeur des fonds propres multipliée par le coût des fonds propres.

Botosan (1997) a repris le modèle de Ohlson (1995) et l'a re-dérivé sur un horizon fini. Elle a obtenu la formule suivante :

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^T (1 + \text{COFP})^{-\tau} E_t[x_{t+\tau} - \text{COFP} \cdot b_{t+\tau-1}] + \sum_{\tau=T+1}^{\infty} (1 + \text{COFP})^{-\tau} E_t[x_{t+\tau} - \text{COFP} \cdot b_{t+\tau-1}]$$

La dernière somme de l'équation représente la valeur terminale :

$$E_t(P_T - b_T) = \sum_{\tau=T+1}^{\infty} (1 + \text{COFP})^{-\tau+T} E_t[x_{t+\tau} - \text{COFP} \cdot b_{t+\tau-1}]$$

En substituant les deux dernières équations, Botosan (1997) a obtenu :

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^T (1 + \text{COFP})^{-\tau} E_t[x_{t+\tau} - \text{COFP} \cdot b_{t+\tau-1}] + (1 + \text{COFP})^{-T} E_t(P_T - b_T)$$

Avec,

P_t : le cours boursier de l'entreprise à la date t

P_τ : le cours estimé à la date τ (prévisionnel)

b_τ : la valeur des fonds propres à la date τ (prévisionnel)

COFP : le coût des fonds propres.

Dans son article, Botosan (1997) a étudié l'impact de la divulgation volontaire sur le coût des fonds propres qu'elle a élaboré. Pour ce faire, elle a pris un horizon de 4 années ($T=4$), elle s'est basée sur les données collectées auprès des analystes financiers fournies par la Value Line. Ceci paraît faisable dans le contexte américain, cependant, certains auteurs ont trouvé des difficultés pour la collecte de toutes ces données prévisionnelles, et surtout lorsqu'il s'agit d'un pays émergent comme la Tunisie où ce genre de données est difficile à collecter. Cependant, Hail (2002) dans le contexte suisse et Eng et al. (2001) en Singapour ont contourné cette difficulté et ont estimé eux-mêmes les paramètres prévisionnels.

À l'instar de Eng et al. (2001), nous avons pris $T=2$, on aura donc :

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^2 (1 + \text{COFP})^{-\tau} E_t[x_{t+\tau} - \text{COFP} \cdot b_{t+\tau-1}] + (1 + \text{COFP})^{-2} E_t(P_2 - b_2)$$

$$= b_t + \frac{E_t[x_{t+1} - \text{COFP} \cdot b_t]}{(1 + \text{COFP})^1} + \frac{E_t[x_{t+2} - \text{COFP} \cdot b_{t+1}]}{(1 + \text{COFP})^2} + \frac{E_t(P_2 - b_2)}{(1 + \text{COFP})^2}$$

Pour $t=0$ on a :

$$P_0 = b_0 + \frac{x_1 - \text{COFP} \cdot b_0}{(1 + \text{COFP})^1} + \frac{x_2 - \text{COFP} \cdot b_1}{(1 + \text{COFP})^2} + \frac{P_2 - b_2}{(1 + \text{COFP})^2}$$

La valeur actuelle du titre est égale à la valeur comptable des fonds propres (b_0), plus la valeur actualisée des deux années suivantes du bénéfice résiduel, et de la valeur actuelle de la valeur terminale.

Basées sur la relation du résultat global (clean surplus relation) fournie par Ohlson (1995), les valeurs comptables prévisionnelles des capitaux propres sont estimées comme suit :

$$b_{t+1} = b_t + E(x_{t+1}) [1 - p]$$

Avec,

b_t et b_{t+1} : les valeurs respectives des valeurs comptables des fonds propres à la date t et $t+1$,

x_{t+1} : le résultat prévisionnel par action à la date $t+1$,

p : le ratio de distribution de dividende.

À partir des résultats prévisionnels et des estimations de la valeur comptable, nous

pouvons déterminer les rentabilités espérées des capitaux propres :

$$ROE_{t+1} = \frac{E(x_{t+1})}{b_t}$$

D'où, on obtient : $b_{t+1} = b_t(1 + ROE_{t+1})$

La seule inconnue dans ce modèle est le prix des actions à la deuxième année (P_2). Cette donnée est collectée auprès des analystes financiers.

IDIV_{it} : L'indice de la divulgation volontaire des informations. Il s'agit d'un score qui mesure le niveau des informations divulguées volontairement par les entreprises tunisiennes cotées dans les rapports annuels.

La revue de la littérature comptable nous permet d'identifier plusieurs instruments qui ont été adoptés pour mesurer cette variable. Certains auteurs ont élaboré eux-mêmes un score et c'est le cas de Botosan (1997) dans le cadre de son analyse de l'impact du niveau de divulgation volontaire sur le coût des fonds propres. Eng et al. (2001), en adoptant la méthodologie de Botosan (1997), ont construit un score de divulgation composé de 41 items. D'autres auteurs se sont basés, pour la construction d'un score, sur les normes comptables internationales (IAS, GAAP...), les rapports des comités de reporting (AIMR, Jenkins...) comme dans les travaux de Lang et Lundholm (1993). Et enfin, l'utilisation du score développé par l'étude de Standard & Poor's concernant la transparence et la divulgation d'information des entreprises (Khanna et al. 2004).

L'indice utilisé dans notre étude est inspiré de celui développé par Botosan (1997), évidemment adapté au contexte tunisien et aux secteurs par Matoussi et al. (2004), car l'indice de base de

Botosan (1997) a été conçu essentiellement aux entreprises industrielles.

Certes, il existe plusieurs supports de communication pour les entreprises tunisiennes. Cependant, nous nous contenterons de mesurer le niveau de divulgation volontaire dans les rapports annuels. Cette approche peut être, à priori, perçue comme étant réductrice de la réalité. Toutefois, selon Lang et Lundholm (1993), le rapport annuel est positivement corrélé avec les autres supports de communication de l'entreprise. Cela est vrai surtout dans le contexte tunisien puisque le rapport annuel est pratiquement le seul document diffusé par les entreprises tunisiennes cotées (Matoussi et al. 2004).

C'est un facteur commun composé de 5 types d'informations (qualitatives et quantitatives) volontairement divulguées identifiées par Botosan (1997) et utilisées ultérieurement par plusieurs autres chercheurs.

Ces informations divulguées portent sur :

- Des informations générales sur l'entreprise qui englobent les objectifs du management, les stratégies de l'entreprise, la description des produits de l'entreprise et la position concurrentielle de la firme,
- Un sommaire historique des résultats financiers qui contient les informations volontairement publiées sur les indicateurs de performance autres que ceux obtenus à partir des états financiers, les ratios financiers, les prévisions et d'autres informations financières utiles,

- Des informations non financières qui contiennent des informations volontairement publiées sur les employés de l'entreprise (nombre, rémunération moyenne par employé...) et les indicateurs de productivité.

- Des informations prévisionnelles qui concernent les prévisions futures de l'entreprise (part de marché, chiffre d'affaires, flux de trésorerie, les dépenses en recherche et développement...),

- Une analyse et discussion de la direction, cette rubrique contient une analyse détaillée de la situation actuelle de l'entreprise et les changements qu'elle a encourus d'une année à l'autre.

Subséquent, chaque entreprise aura un point pour chaque information divulguée. Un point additionnel lui est accordé si l'information divulguée contient une donnée quantitative qui n'existe pas dans les états financiers. Toutefois, l'entreprise qui ne fait aucune divulgation pour ces différentes catégories aura un 0.

L'indice de la divulgation est calculé en faisant le total des points attribués à l'entreprise «i» pour la catégorie «j» à travers les 5 catégories ($j = 1$ à 5), ce total sera divisé par le nombre de points maximum que l'entreprise peut publier c'est-à-dire un score théorique. D'où, l'indice de divulgation est calculé ainsi :

$$IDIV_{it} = \frac{\sum_{j=1}^5 SCORE_{ij}}{MAX (points)}$$

Plus l'entreprise divulgue d'informations, plus elle réduit l'asymétrie d'information entre les investisseurs internes et externes de l'entreprise.

En conséquence, le problème potentiel de la sélection adverse se trouve modéré et le coût des fonds propres réduit.

Nous prévoyons, dans ce cas, une relation négative entre le niveau de divulgation volontaire d'informations et le coût des fonds propres de l'entreprise.

TAIL_{it} : La taille de l'entreprise est estimée par le logarithme du total des actifs. Toutefois, les différentes études antérieures ont affirmé que la taille de l'entreprise est associée avec la fréquence et la qualité de ses stratégies de divulgation d'informations. Les grandes firmes ont généralement une propriété hétérogène et, donc, elles encourrent des coûts d'agence très élevés. Pour cela, la divulgation d'informations est considérée comme un moyen de diminution de ces coûts. En plus, ces entreprises publient relativement plus d'informations sur le marché financier que les petites entreprises et ce pour des besoins de financement externe. En effet, les grandes firmes s'intéressent à gagner la confiance des investisseurs par une divulgation adéquate et massive.

En se basant sur la théorie financière des marchés de capitaux, nous anticipons une relation positive entre le coût des fonds propres et la taille de la firme.

BETA_{it} : Il s'agit du risque systématique du titre de l'entreprise ; cette variable mesure la volatilité des titres de l'entreprise. Elle est estimée à partir du modèle de marché :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \mu_{it}$$

Avec,

R_{it} : Le rendement moyen annuel du titre de l'entreprise i à la date t ,

R_{mt} : Le rendement moyen du marché à la date t ,

α_i : Paramètre aléatoire spécifique au titre i et indépendant du marché,

μ_{it} : Paramètre aléatoire spécifique au titre i ,

$\beta_i = \frac{\text{COV}(R_{it} - R_{mt})}{\text{VAR}(R_{mt})}$: mesure le risque systématique du titre i , il mesure aussi la sensibilité du titre i par rapport aux fluctuations du marché financier.

Plus le bêta du titre augmente, plus le titre devient risqué. Dans ce cas, les investisseurs demanderont une compensation supplémentaire du risque encouru.

Nous prévoyons, donc, une relation positive entre le risque systématique d'un titre et le coût des fonds propres.

Afin de répondre à notre objectif, nous proposons d'estimer le modèle suivant :

$$\text{COFP}_{it} = \phi_0 + \phi_1 \text{IDIV}_{it} + \phi_2 \text{TAIL}_{it} + \phi_3 \text{BETA}_{it} + \varepsilon_{it}$$

i et t représentent respectivement l'entreprise et la période de l'étude.

Les différentes variables de l'étude présentent les caractéristiques de distribution suivantes :

Tableau n° 1 : Récapitulation des statistiques descriptives

Variables	N	Moyenne	Ecart-type
COFP	116	0,0474931	0,0377115
IDIV	153	0,4668731	0,1850415
TAIL	150	17,48407	1,501478
BETA	154	1,803939	2,34097

D'après ce tableau récapitulatif des données descriptives de notre modèle, qui teste l'impact de la divulgation volontaire sur le coût des fonds propres, nous pouvons constater les conclusions suivantes :

- Le niveau moyen de la variable coût des fonds propres est de l'ordre de 0,0474931. Son écart-type, qui est faible par rapport aux autres variables, ce qui permet de remarquer que cet indicateur ne varie pas de manière considérable entre les différentes entreprises de l'étude. Cette constatation est logique puisque le marché boursier tunisien n'est pas trop développé, ce qui rend la concurrence entre les entreprises faible et donc la rémunération des investisseurs n'est pas trop variable.

- L'écart-type de la mesure de la divulgation volontaire nous permet de constater que cette variable varie faiblement à l'intérieur de notre échantillon. Par contre, l'écart-type de la variable mesurant la taille de l'entreprise nous mène à constater que cet indicateur varie de façon considérable entre les entreprises. Ceci peut être expliqué par le fait que les entreprises tunisiennes sont caractérisées par des petites et moyennes tailles ce qui rend notre échantillon hétérogène.

- L'écart-type de la variable BETA est de l'ordre de 2,34097. Cette variable affiche la valeur la plus élevée en considérant les différentes variables. Le BETA d'un titre mesure la volatilité du titre par rapport à la variation du marché financier, donc d'après ces résultats on peut constater que le marché tunisien n'est pas trop stable et très volatile puisqu'il s'agit d'un marché relativement jeune et suite aux nouvelles réformes afin de le dynamiser.

Pour mesurer l'influence des différentes variables explicatives sur le coût des fonds propres de l'entreprise, nous avons utilisé la méthode d'estimation sur données de panel incomplet.

Tableau 2 : Les résultats de la régression du modèle à effets individuels fixes aléatoires

$$COFP_{it} = \phi_0 + \phi_1 IDIV_{it} + \phi_2 TAIL_{it} + \phi_3 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variables	Coefficient	t de student	Significativité
Constante	-0.0404023	-1.066	0.286
IDIV	-0.0277794	-3.343	0.079
TAIL	0.0060032	2.800	0.005
BETA	0.0021347	1.400	0.162

Comme le montre le tableau 2, nous constatons que la relation entre le coût des fonds propres et la divulgation volontaire des informations présente le signe négatif et significatif au seuil de 10%. Ce résultat attendu corrobore la majorité des études empiriques qui ont traité cette relation (Botosan, 1997 ; Eng et al. 2001 ; Hail, 2002 ...). Formellement, le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes diminue avec l'importance des informations divulguées volontairement.

En effet, la théorie préconise que les divulgations volontaires ou obligatoires favorisent la réduction des asymétries informationnelles et des conflits d'agence entre dirigeants et actionnaires. Le coût d'obtention de l'information pour les investisseurs étant réduit et leurs anticipations devenant plus homogènes, le coût des fonds propres est appelé à diminuer. Ainsi, Bushee et Leuz (2005) affirment que la divulgation réduit le coût du capital seulement si elle est utile et non self-serving.

Diamond et Verrecchia (1991) ont montré, sous forme d'une modélisation théorique, que les

publications volontaires réduisent les asymétries d'informations entre investisseurs informés et non informés. Cette réduction permet alors d'augmenter la confiance des investisseurs et d'accroître le nombre de transactions sur les titres de l'entreprise.

D'autre part, nous constatons une relation positive et significative à un degré de 1% entre la taille de l'entreprise et le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes, ce qui conforte nos anticipations et la majorité des études empiriques. La variable taille est introduite dans notre modèle afin de capter le niveau d'asymétrie d'information entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, et, surtout celles entre les actionnaires et les dirigeants qui peuvent utiliser l'information comme source de pouvoir et aussi un moyen pour s'enraciner. Par la rétention ou aussi la manipulation de l'information, le dirigeant peut servir ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires. En effet, plus la taille de l'entreprise augmente, plus les investisseurs vont exiger un rendement supérieur afin de compenser le risque supplémentaire qu'ils encourent. En plus, lorsque la taille de l'entreprise est grande, elle a une forte probabilité de défaut et puisque les actionnaires sont des créanciers résiduels, ils doivent être payés avant les autres ayants-droits de l'entreprise. La majorité des études empiriques qui ont testé la relation entre le coût des fonds propres et le niveau de divulgation volontaire d'information ont utilisé cette variable comme variable de contrôle (Botosan, 1997 ; Botosan et Plumlee, 2002 ; Hail, 2002).

Enfin, nous constatons que la relation entre le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes et le bêta n'est pas significative. Néanmoins, le signe du coefficient de la variable bêta, qui mesure la volatilité des cours des actions, représente un signe positif comme attendu. En fait, d'après la théorie financière, quand la volatilité du titre augmente, les investisseurs vont exiger un rendement supplémentaire afin de compenser le risque supplémentaire encouru. Notre résultat corrobore certaines études qui affirment que cette variable est non représentative du risque (Gebhardt et al. 2001 ; Froidevaux, 2004).

IV- Conclusion

L'objectif de notre étude était d'examiner l'impact du niveau de la divulgation volontaire d'information sur le coût des fonds propres dans le contexte tunisien.

Pour concevoir cette relation, nous avons d'abord essayé de pallier les travaux pionniers qui représentent le cadre théorique et empirique de cette relation. Ensuite, nous avons essayé de déterminer le sens de la relation qui existe entre la divulgation volontaire d'information et le coût du capital à partir d'un échantillon composé de 22 entreprises tunisiennes cotées à la BVMT sur une période s'étalant de 1998 à 2004.

Pour cela, nous avons dressé un modèle qui met en relation le coût des fonds propres, inspiré des travaux de Botosan (1997), en fonction du niveau de divulgation volontaire et de deux variables de contrôles à savoir le bêta du titre et la taille de l'entreprise. Les résultats

de cette analyse révèlent un lien négatif entre le niveau de divulgation volontaire d'informations et le coût des fonds propres des entreprises tunisiennes, une relation significative et positive entre la taille de l'entreprise et le coût du capital, cependant la variable bêta n'a aucune influence dans le modèle.

Cependant, si cette étude a réussi à éclairer le lecteur, elle comporte certaines limites qui sont surtout d'ordre méthodologique. Premièrement, la taille de l'échantillon examiné est réduite à 22 entreprises non financières tunisiennes cotées. Cela peut être justifié par la spécificité particulière des entreprises financières. Deuxièmement, l'utilisation de l'indice développé par Botosan (1997), utilisé pour quantifier le niveau de divulgation, peut être reproché pour sa subjectivité. En fait, cet indice a été conçu par les auteurs dans un contexte différent de celui tunisien. Et enfin, nous avons limité notre recherche à la vérification de l'étendue de la divulgation volontaire dans les rapports annuels.

À ce propos, plusieurs voies de recherches s'avèrent possibles. Ainsi, plusieurs recherches doivent être menées afin de concevoir un indice de divulgation confectionné selon les attentes de l'investisseur tunisien. Aussi, la mesure de la divulgation volontaire peut être menée en intégrant tous les supports de communication disponibles en Tunisie par les entreprises pour communiquer à leurs investisseurs, et surtout il est indispensable d'intégrer les supports modernes de communication tels que la divulgation via les sites Web.

Bibliographie :

- Baiman, S. and Verrecchia, R., (1996), «*The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading*». *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, n° 1, pp. 1-22.
- Barry, C. and Brown, S., (1985), «*Differential Information and Security Market Equilibrium*». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December, pp. 407-422.
- Botosan, C., (1997), «*Disclosure level and the cost of equity capital*». *The Accounting Review*, Vol. 72, n° 3, pp. 323-349.
- Botosan, C. and Plumlee, M., (2002), «*A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*». *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, n° 1, pp. 21-40.
- Botosan, C., and Plumlee, M., (2005), «*Assessing the construct validity of alternative proxies for expected cost of equity capital*», *The Accounting Review*, Vol. 80, n° 1, pp. 21-33.
- Brennan, M., and Subrahmanyam, A., (1996), «*Market Microstructure and Asset Pricing : On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns*». *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, n° 3, pp. 441-464.
- Coles, J., Loewenstein U. and Suay, J., (1995), «*On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty*». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, n° 4, pp. 347-364.
- Core, J. E., (2001), «*A Review of the Empirical Disclosure Literature : Discussion*». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 93, n° 3, pp. 441-456.
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R., (1991), «*Disclosure, liquidity, and the cost of capital*». *Journal of Finance*, Vol. 46, n° 4, pp. 1325-1359.
- Easley, D., Hvidkjaer S., and O'Hara, M., (2002), «*Is Information Risk a Determinant of Asset Returns ?*». *Journal of Finance*, Vol. 57, n° 5, pp. 2185-2221.
- Edwards, E. O. and Bell, P. W., (1961), «*The theory and measurement of business income*» University of California Press, Berkeley.
- Eng, L. L., Hong, K. F. and Ho, Y. K., (2001), «*The relation between financial statement disclosures and the cost of equity capital of Singapore firms*». *Accounting Research Journal*, Vol. 14, n° 1, pp. 35-48.
- Espinosa Blasco, M. E., and Trombetta, M., (2004), «*The Reputational Consequences of Disclosure*». www.ssrn.com
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. and Schipper, K., (2005), «*The market pricing of accruals quality*». Forthcoming in *Journal of Accounting and Economics*.
- Froidevaux, E. A., (2004), «*Investor relation Internet disclosure and the cost of equity capital : An empirical analysis*», Thesis presented to the Faculty of Economics and Social Sciences of the University of Fryeburg (Switzerland).
- Gebhardt, W., Lee, C., and Swaminathan, B., (2001), «*Toward an implied cost of capital*», *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, n° 1, pp. 135-176.
- Hail, L., (2002), «*The impact of voluntary disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*». *The European Accounting Review*, Vol. 11, n° 4, pp. 741-773.
- Handa, P., and Linn, S., (1993), «*Arbitrage pricing with estimation risk*». *Journal of Financial Economics*, March, pp. 81-100.
- Hausman, J. A., (1978), «*Specification Tests in Econometrics*», *Econometrica*, Vol. 46, n° 6, pp. 1251-1272.
- Healy, P., Hutton, A., and Papelu, K., (1999), «*Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure*». *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, n° 3, Fall, pp. 485-520.
- Healy, P., and Palepu, K., (2001), «*Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : a review of the empirical disclosure literature*». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, n° 1, pp. 405-440.
- Hope, O.K., (2003), «*Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy : an international study*». *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, n° 2, pp. 234-72.

- Khanna, T., Palepu, K., and Srinivasan, S., (2004), «Practices of foreign companies interacting with U.S. markets». *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, n° 2, pp. 423-474.
- Kim, O., and Verrecchia, R., (1994), «Market liquidity and volume around earnings announcements». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, n° 1, pp. 41-67.
- Kothari, S.P., and Short, J., (2003), «The effect of disclosures by management, analysts, and financial press on the equity cost of capital». *Working paper*, Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology.
- Lang, M. and R. Lundholm. (1996). «Corporate disclosure policy and analyst behavior». *The Accounting Review*, Vol. 71, n° 4, pp. 467-492
- Leuz, C. and R. Verrecchia., (2000), «The Economic Consequences of Increased Disclosure». *The Journal of Accounting Research*, Vol. 38, n° 1, pp. 1-91.
- Levine, C.B. and Smith, M. (2003), «Ex Post Voluntary Disclosure Strategies for Insiders». *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, n° 4, pp. 456-460.
- Matoussi, H., Karaa, A., Maghraoui, R., (2004), «Information Asymmetry, Disclosure Level and Securities Liquidity in the BVMT». *Finance India*, Vol. 18, special issue, pp. 547-557.
- Merton, R., (1987), «A Simple Model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information». *The Journal of Finance*, July, pp. 483-510.
- Ohlson, J.A., (1995), «Earnings, book values, and dividends in equity valuation», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, n° 2, pp. 661-687.
- Verrecchia, R. (2001), «Essays on disclosure». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, n° 1, pp. 97-180.
- Welker, M., (1995), «Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets». *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, n° 2, pp. 801-827.

Gouvernement d'entreprise

et divulgation volontaire du **capital**

immatériel : cas du contexte

français

Cette étude examine l'impact de certains mécanismes du gouvernement d'entreprise (conseil d'administration ou de surveillance et structure de propriété) sur la divulgation volontaire du capital immatériel, à travers un échantillon de 26 entreprises cotées à la Société des Bourses Françaises (SBF 120). Les résultats auxquels elle a abouti montrent, qu'en général, la structure du conseil (les comités de surveillance) et la propriété institutionnelle affectent positivement et significativement la divulgation volontaire du capital immatériel. Particulièrement, il a été possible de constater que plus la proportion des dirigeants non-exécutifs indépendants dans le conseil est élevée, plus la divulgation volontaire du capital humain est élevée. Cependant, il faut souligner que, ni les caractéristiques du conseil, ni la structure de propriété des entreprises françaises technologiques n'affectent significativement l'étendue de la divulgation volontaire du capital structurel.

Mots clés : divulgation volontaire, capital immatériel, gouvernement d'entreprise

Introduction

L'expansion du secteur des services, la complexité des affaires, la mondialisation et l'émergence des nouvelles technologies de l'information ont conduit à une évolution structurelle, allant de plus en plus de la production manufacturière traditionnelle vers de nouvelles activités axées sur l'innovation et faisant largement appel à la recherche et développement (R&D), aux brevets, aux logiciels, aux ressources humaines, ainsi qu'à de nouvelles structures organisationnelles ; L'ensemble étant désigné sous la qualification de capital immatériel. Des définitions proposées pour ce vocable, nous retenons celle de Marr et Moustaghafir (2005) selon laquelle, le capital immatériel englobe «toute ressource immatérielle appréciable, gagnée à travers l'expérience et l'apprentissage et qui peut être utilisée dans la production de la richesse future».

Vu les caractéristiques spécifiques des immatériels, les normes comptables (IAS 38 ⁽¹⁾) imposent des conditions restrictives pour la reconnaissance des immatériels comme

(1) International Accounting Standard 38 «Norme comptable internationale 38 : Immobilisations incorporelles».

actifs (le caractère identifiable, le contrôle d'une ressource, l'existence et la probabilité d'avantages économiques futurs et la fiabilité de la mesure du coût). Raison pour laquelle certaines dépenses en immatériel ne sont pas jusqu'à maintenant reconnues comme des actifs de bilan ; elles font partie plutôt des charges.

La conséquence de ce constat est que certaines entreprises optent pour la divulgation volontaire d'informations relatives à l'immatériel comptabilisé et non comptabilisé, dans le but de fournir au marché suffisamment d'informations permettant une meilleure prise de décision de la part des investisseurs et contribuant à l'amélioration de l'efficacité des marchés financiers et ce en diminuant l'asymétrie d'information, les estimations de bénéfices subjectives ou infondées, les valorisations irréalistes et l'instabilité injustifiée des cours des actions (OCDE, 2008).

Malgré les avantages associés à la divulgation volontaire du capital immatériel, une certaine réticence peut apparaître de la part des dirigeants qui considèrent que la divulgation peut révéler, aux concurrents des informations d'ordre stratégique et aux actionnaires, des informations d'ordre privée. Cette asymétrie d'information permet, dans certains cas, d'augmenter la marge de liberté et le pouvoir du dirigeant au sein d'une entreprise.

Pour délimiter les pouvoirs et influencer les décisions des dirigeants, notamment en matière de divulgation volontaire du capital immatériel, des mécanismes de contrôle sont mis en place

au niveau des entreprises. Ainsi, la politique de divulgation émane généralement du conseil (Gul et Leung, 2004 ; Cerbioni et Parbonetti, 2007) et peut résulter de la structure de propriété (Chau et Gray, 2002 ; Li, Pike et Haniffa, 2008). C'est dans ce cadre que s'intègre la problématique de la présente étude qui cherche à répondre à la question centrale : Quel est le rôle joué par le conseil et la structure de propriété dans la divulgation volontaire du capital immatériel ?

L'objectif de cette recherche est donc d'examiner l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel pour les entreprises françaises technologiques ; d'étudier, ensuite, l'impact des caractéristiques du conseil d'administration (ou du conseil de surveillance) et de la structure de propriété sur l'étendue de la divulgation du capital immatériel et de ces différentes catégories.

Après le développement des hypothèses (1), nous mettons en revue notre méthodologie (2) pour évoquer, en dernier lieu, les résultats auxquels nous sommes parvenus (3).

1. Développement des hypothèses

Cette étude attire deux domaines de recherche, le premier est relatif à la divulgation volontaire de l'entreprise, et le second au gouvernement d'entreprise.

Gul et Leung (2004) affirment que «les politiques de divulgation émanent généralement du conseil d'administration et les entreprises avec des conseils solides sont plus susceptibles de poursuivre des politiques qui garantissent une transparence financière accrue». En se basant

sur cette réflexion, notre première affirmation est que des liens importants peuvent exister entre la divulgation volontaire et le gouvernement d'entreprise.

L'élément principal enfermant la relation entre le gouvernement d'entreprise et la divulgation volontaire du capital immatériel est d'apercevoir si l'impact des mécanismes de contrôle sur la divulgation volontaire du capital immatériel est complémentaire ou substitutif.

D'un côté, *si la relation est complémentaire*, la théorie d'agence va prédire une augmentation de la divulgation parce que l'adoption de plusieurs mécanismes de gouvernance renforce le contrôle de l'entreprise et pourrait réduire les comportements opportunistes et l'asymétrie d'information. D'autre côté, *si la relation est substitutive*, un mécanisme caractérisant la transparence peut être remplacé par un autre (Cerbioni et Parbonetti, 2007).

La présente étude repose sur l'hypothèse de complémentarité. Ainsi, les entreprises françaises sont susceptibles de transmettre volontairement au marché des informations relatives au capital immatériel, même en présence de mécanismes de contrôle efficaces, et ce afin de renforcer la crédibilité de leur système de gouvernance sur le marché. Nous étudions dans ce qui suit, l'impact des caractéristiques du conseil d'administration (de surveillance) et de la structure de propriété sur la divulgation volontaire du capital immatériel, pour expliquer le comportement des entreprises françaises cotées appartenant au secteur de l'économie de l'information.

1.1 Les caractéristiques du conseil d'administration et la divulgation volontaire du capital immatériel

Le conseil d'administration est le principal mécanisme de contrôle interne ; il est tenu de prendre des décisions au nom des actionnaires et garantir la compatibilité des intérêts des propriétaires à ceux des gestionnaires. Nous étudions, ainsi, les relations entre la taille, la composition et la structure du conseil d'administration et la divulgation volontaire du capital immatériel.

1.1.1 Taille du conseil

La taille idéale du conseil d'administration constitue un problème pour l'entreprise. Un conseil d'administration de grande taille est difficile à coordonner. En revanche, un conseil de petite taille semble être un terrain favorable à la coordination, mais, peut souffrir du manque d'expérience et de compétence de ses membres.

Selon la théorie d'agence, lorsque la taille du conseil est faible, le contrôle est plus efficace, et les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires, ce qui entraîne une influence positive sur la politique de divulgation volontaire du capital immatériel, et vice versa (Cerbioni et Parbonetti, 2007). D'où, notre première hypothèse :

H1 : Il y a une relation négative entre un conseil de taille élevée et la divulgation volontaire du capital immatériel.

1.1.2 Composition du conseil

Nous étudions l'impact de la composition du conseil sur la divulgation volontaire du capital immatériel à travers deux éléments : l'indépendance des membres du conseil et la structure de leadership.

Indépendance des membres du conseil

La présence d'une majorité de dirigeants indépendants est cruciale à assurer la séparation entre les décisions de gestion et les décisions de contrôle ; ceci entraîne un contrôle plus efficace de la haute direction. «Le Rapport Bouton (2) pourvoit qu'un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Il affirme que la part des administrateurs indépendants devrait être rapidement portée à la moitié des membres du conseil, dans les sociétés à capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôles.» (Marois et Bompont, 2004).

En se basant sur la théorie d'agence, Fama et Jensen (1983) affirment que le conseil, composé d'une proportion élevée de dirigeants externes et indépendants, a un contrôle solide des décisions managériales car les membres indépendants ont des motivations à exercer leur contrôle sur les décisions pour maintenir leur capital relationnel.

En se basant sur la théorie de dépendance envers les ressources, Haniffa et Cooke (2002) soutiennent la présence d'un nombre élevé de dirigeants non-exécutifs dans le conseil puisque ces dirigeants peuvent fournir une large expertise, du prestige et des contacts et peuvent jouer un rôle clé en influençant la divulgation. En prolongeant cet argument au capital immatériel, nous pouvons dire que l'expérience et l'expertise des dirigeants non-exécutifs peuvent inciter les gestionnaires à divulguer des informations relatives au capital immatériel.

D'où, notre deuxième hypothèse :

H2 : Il y a une relation positive entre la proportion des dirigeants non-exécutifs indépendants et la divulgation volontaire du capital immatériel.

Structure de leadership

Une autre voie pour examiner l'impact de la composition du conseil sur la divulgation volontaire du capital immatériel, est la structure de leadership du conseil (ou CEO-Chairman duality) où une même personne peut exercer ces deux fonctions en même temps : un directeur général «Chief Executive Officer : CEO» et un président du conseil «Chairman». En France, le Rapport Viénot (1999) (3) évoque la séparation des fonctions de président et de directeur général (Marois et Bompont, 2004).

(2) Le Rapport Bouton est le troisième code de bonne conduite en France. C'est l'un des rapports qui met des recommandations en matière de gouvernement d'entreprise. Il est commandé par le MEDEF (Mouvement Des Entreprises Françaises) et l'AFEP (Association Française des Entreprises Privées) le 22 avril 2002.

(3) C'est le deuxième rapport de Marc Viénot sur le gouvernement d'entreprise (après le rapport Viénot 1995) et le second rapport de bonne conduite en France.

Dans la littérature consacrée à ce sujet, CEO-Chairman duality, les avis divergent. D'un côté, les partisans de la thèse de la convergence des intérêts (4) (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976) soutiennent le cumul des deux rôles pour des raisons d'efficacité à l'unité de commandement. Selon eux, la séparation des rôles n'est pas cruciale vu que beaucoup d'entreprises sont bien dirigées avec les rôles combinés (Boujenoui et Zeghal, 2006). Ainsi, le cumul des deux fonctions entre les mains de la même personne, peut avoir un impact positif sur la divulgation.

D'un autre côté, les partisans de la théorie d'agence (Fama et Jensen, 1983) dénoncent cette dualité en la considérant comme une source d'abus de pouvoir (Boujenoui et Zeghal, 2006). Cet abus de pouvoir entre les mains du président-directeur général peut entraîner une asymétrie d'information plus intensive entre les dirigeants et les actionnaires. Les dirigeants peuvent, dans ce cas, s'abstenir de divulguer volontairement des informations sur le capital immatériel.

D'où, notre troisième hypothèse :

H3 : Il y a une relation négative entre la dualité des fonctions de directeur général et de président du conseil et la divulgation volontaire du capital immatériel.

1.1.3 Structure du conseil (les comités de surveillance)

Selon la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976), les comités de surveillance (les comités

de nomination, d'audit et de rémunération) accomplissent des tâches spécifiques dans le processus de contrôle des décisions. Afin de contribuer à l'indépendance du conseil, ces comités devraient être formés majoritairement, voire exclusivement de membres externes et indépendants.

La présence de dirigeants indépendants dans les comités d'audit, de nomination et de rémunération peut augmenter le processus de contrôle des décisions et de ce fait rend le contrôle de la haute direction plus efficace et alternativement affecte la divulgation volontaire du capital immatériel (Cerbioni et Parbonetti, 2007). D'où, notre quatrième hypothèse :

H4 : Il y a une relation positive entre la présence de membres indépendants dans les comités de surveillance et la divulgation volontaire du capital immatériel

1.2 La structure de propriété et la divulgation volontaire du capital immatériel

La structure de propriété est une variable clé dans cette étude, dû au fait que tous les autres mécanismes de gouvernance peuvent être influencés par elle. La théorie d'agence postule que la structure de propriété constitue un système de contrôle efficace de la gestion des dirigeants, lorsque certaines conditions sont réunies. La concentration du capital et la nature

(4) Selon la thèse de la convergence des intérêts, il y a accord sur la perspective néoclassique des organisations, selon laquelle tous les choix individuels convergent vers un objectif commun de maximisation de la richesse de l'entreprise (Finet et al, 2005).

de certains actionnaires particuliers peuvent répondre au problème d'incitation des contrôleurs et contribuer à l'augmentation de la performance de la firme (Mtainos et Paquerot, 1999).

1.2.1 La concentration du capital

La théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976) pourvoit que lorsqu'il y a séparation entre la propriété et le contrôle dans une entreprise, il y a des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Fama et Jensen (1983) affirment que ces conflits sont plus grands dans les entreprises à capital diffus (ouverts) que dans les entreprises à capital concentré (fermées). Par conséquent, la divulgation d'informations relatives au capital immatériel est possible d'être plus étendue dans les entreprises à capital diffus afin que les actionnaires (les principaux) puissent efficacement saisir que leurs intérêts sont conservés et que les dirigeants (les agents) feront un usage optimal de leurs capitaux. D'où, notre cinquième hypothèse :

H5 : Il y a une relation négative entre la concentration de propriété et la divulgation volontaire du capital immatériel.

Un deuxième élément est supposé renforcer l'efficacité du contrôle exercé par les propriétaires de l'entreprise, et par la suite la divulgation ; il s'agit de la nature des actionnaires notamment les investisseurs institutionnels.

1.2.2 La propriété institutionnelle

Les investisseurs institutionnels occupent une place primordiale dans le développement de la communication financière en France. Ils exigent

en permanence la création de valeur des titres, et le respect des principes de gouvernement d'entreprise (tel que la protection des intérêts des actionnaires minoritaires) (Lakhal, 2006). Dans de telles situations, ces investisseurs peuvent encourager leurs entreprises à divulguer des informations relatives au capital immatériel. Ainsi, une meilleure divulgation peut réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. En effet, les gestionnaires divulguent parfois des informations volontaires, non seulement pour atténuer l'asymétrie d'information, mais aussi pour gagner la confiance des investisseurs institutionnels. D'où, notre sixième hypothèse :

H6 : Il existe une relation positive entre la propriété institutionnelle et la divulgation volontaire du capital immatériel.

2. Méthodologie

2.1 Échantillon

L'échantillon de l'étude est composé des entreprises appartenant à l'économie de l'information, et particulièrement celles appartenant au secteur des Techniques de l'Information et de la Communication (TIC) et au secteur des médias. Nous avons constitué notre échantillon, en se référant à la dernière classification internationale de toutes les branches d'activité économique (CITI (5), 2009). Nous nommons les entreprises appartenant à l'économie de l'information : «les entreprises

(5) «Classification internationale type, industrie, de toutes les branches d'activité économique (CITI)», Département des affaires économiques et sociales (2009), Etudes statistiques. Série MN°4/Revision.4, Nations-Unis, NewYork.

technologiques». Celles-ci appartiennent à l'indice de l'SBF 120 (2004-2008).

Notre choix a été guidé par plusieurs impératifs notamment :

- La capacité des entreprises technologiques à attirer les capitaux peut être strictement liée à leur capacité à construire et à développer le capital immatériel (Ng, 2006). Par conséquent, l'information relative au capital immatériel est particulièrement cruciale pour ces entreprises ;

- Les entreprises technologiques sont associées à des activités avec une incertitude très élevée dans le futur et donc, à une grande pression de la part des investisseurs liée aux besoins d'informations. Ces entreprises doivent avoir des motivations robustes pour informer les marchés financiers de leur capital immatériel. Dans un environnement embrouillé, elles tentent de protéger les informations relatives au capital immatériel des concurrents potentiels et d'empêcher le marché d'interpréter l'absence d'informations en tant que mauvaises nouvelles (Cerbioni et Parbonetti, 2007).

Nous avons collecté les informations relatives au capital immatériel à partir des rapports annuels de 26 entreprises ciblées. L'identification des données relatives à la structure de propriété et aux caractéristiques des conseils est faite en se référant aux sites officiels de ces entreprises, et particulièrement à leurs rapports annuels. Nous avons en outre, consulté le site Internet www.boursorama.com pour compléter les données notamment celles relatives à la structure de propriété.

2.2 Mesure de la variable dépendante : Indice de divulgation du capital immatériel

La détermination de la variable mesurée par l'indice est une étape fondamentale puisqu'elle commande la sélection des items (éléments) susceptibles de la caractériser. La sélection des items, constitutifs d'un indice de divulgation, résulte d'une phase préalable d'identification des éléments les plus pertinents. Une fois la liste établie, il est nécessaire de valoriser chacun de ses items constitutifs. La valeur, ainsi attribuée, détermine le poids de chaque élément d'information dans l'indice (Bertrand, 2000).

Dans cette étude, nous choisissons la liste des items présentée par Li, Pike et Haniffa (2008), afin de mesurer l'indice de divulgation du capital immatériel parce que cette liste essaye de résoudre deux genres de problèmes qui peuvent être posés lors du choix des items. D'une part, un petit nombre d'items pour le codage est susceptible d'accroître la probabilité d'un accord aléatoire dans les décisions de codage et par la suite entraîne une surestimation de la fiabilité. De même, un grand nombre d'items peut accroître la complexité et augmenter potentiellement les erreurs de codage. De ce fait, afin de parvenir à une meilleure compréhension de la divulgation du capital immatériel, Li, Pike et Haniffa (2008) ont élaboré une liste plus détaillée, concernant les items relatifs au capital immatériel, par rapport aux études antérieures (Guthrie et Petty, 2000, Bozzolan et al, 2003, Cerbioni et Parbonetti, 2007, etc.) qui ont adopté la structure du capital immatériel révisée de Sveiby (1997), qui contient

généralement 22 items. La liste des items de notre étude se compose de 60 items (6) sous trois catégories (annexe 1) : le capital humain (CH), le capital structurel (CS) et le capital relationnel (CR).

Après l'établissement de la liste, il est nécessaire de valoriser chacun de ces items constitutifs. La méthode utilisée consiste, pour un chercheur, de lire le rapport annuel et enregistrer les informations relatives à chaque item. Si l'item est divulgué dans le rapport annuel, il aura un score 1 et 0 si non. L'indice de divulgation du capital immatériel ID_j pour chaque entreprise est calculé en se basant sur la formule de l'indice de divulgation utilisée par Li, Pike et Haniffa (2008) comme suit :

$$ID_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} x_{ij}}{n_j}$$

Avec n_j = nombre d'items pour $j^{\text{ième}}$ entreprise,

$n_j = 60$ pour l'IDTCI : Indice de divulgation total du capital immatériel ;

$n_j = 17$ pour l'IDCSt : Indice de divulgation du capital structurel ;

$n_j = 21$ pour l'IDCRe : Indice de divulgation du capital relationnel ;

$n_j = 22$ pour l>IDCH : Indice de divulgation du capital humain.

$X_{ij} = 1$ si l' $j^{\text{ième}}$ item est divulgué et 0 si l' $j^{\text{ième}}$ item est non divulgué.

Donc, $0 \leq ID_j \leq 1$

2.3 Mesures des variables indépendantes

Les variables indépendantes sont divisées en deux groupes : les variables de gouvernement d'entreprise et les variables de contrôle (Annexe 2). Les données sont tirées des rapports annuels et des sites officiels des entreprises de l'échantillon.

Les sociétés anonymes françaises sont administrées et gérées :

- soit par un conseil d'administration traditionnel (structure duale), le dirigeant étant président du conseil (conseil d'administration avec P-DG) ou conseil d'administration avec la forme dissociée (Cette forme dissocie ces deux fonctions : directeur général et président du conseil d'administration) ;

- soit par un directoire et un conseil de surveillance (structure indépendante), auquel cas il y a séparation de la fonction de direction et de la fonction de contrôle.

Nous nous intéressons aux caractéristiques du conseil d'administration ou du conseil de surveillance et de la structure de propriété pour tester nos hypothèses.

(6) La liste des items de l'étude de Li, Pike et Haniffa (2008) est composée de 61 items. Nous avons retranché l'item «Technologie» de cette liste pour construire notre liste d'items qui est composée de 60 items. Le retranchement de cet item a eu lieu parce que celui-ci est composé «des machines, des matériels informatiques et des logiciels, des systèmes d'information et des méthodes techniques, etc.» ; ces techniques peuvent faire partie de l'item «processus» parce que notre étude se base que sur un échantillon d'entreprises technologiques, alors que l'étude de Li, Pike et Haniffa (2008) se base sur plusieurs industries (pharmaceutique et biotechnologie, services, télécommunications, banque et assurance, etc.).

2.4 Modèle de l'étude

La régression multiple est utilisée pour tester l'impact des variables de gouvernement d'entreprise (caractéristiques du conseil et de la structure de propriété) et des variables de contrôle sur la divulgation totale du capital immatériel (et ces trois catégories).

Notre équation de régression est la suivante :

$$ID_{ij} = \alpha + \beta_1 Taille C_{ij} + \beta_2 IND_{ij} + \beta_3 CUMUL_{ij} + \beta_4 STRU_{ij} + \beta_5 CP_{ij} + \beta_6 IINS_{ij} + \beta_7 T_{ij} + \beta_8 E_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Nous utilisons comme variables dépendantes les 4 indices de divulgation (ID) suivants :

IDTCI : Indice de divulgation total du capital immatériel

IDCSt : Indice de divulgation du capital structurel

IDCre : Indice de divulgation du capital relationnel

IDCH : Indice de divulgation du capital humain

Les autres variables sont définies comme suit :

TailleC : Taille du conseil

IND : Indépendance des membres du conseil

CUMUL : Cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil

STRU : Structure du conseil (Présence de dirigeants indépendants dans les comités de surveillance)

CP : Concentration de propriété

IINS : Propriété institutionnelle

T : Taille de l'entreprise

E : Endettement

Avec α : la constante du modèle

β : les paramètres du modèle qu'on souhaite estimer

ε_{ij} : terme aléatoire non observable

i : $i^{\text{ième}}$ entreprise / i : 1---> 26

j : $j^{\text{ième}}$ année / j : 2004 ---> 2008

Modèle 1

$$IDTCI_{ij} = \alpha + \beta_1 Taille C_{ij} + \beta_2 IND_{ij} + \beta_3 CUMUL_{ij} + \beta_4 STRU_{ij} + \beta_5 CP_{ij} + \beta_6 IINS_{ij} + \beta_7 T_{ij} + \beta_8 E_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Modèle 2

$$IDCSt_{ij} = \alpha + \beta_1 Taille C_{ij} + \beta_2 IND_{ij} + \beta_3 CUMUL_{ij} + \beta_4 STRU_{ij} + \beta_5 CP_{ij} + \beta_6 IINS_{ij} + \beta_7 T_{ij} + \beta_8 E_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Modèle 3

$$IDCre_{ij} = \alpha + \beta_1 Taille C_{ij} + \beta_2 IND_{ij} + \beta_3 CUMUL_{ij} + \beta_4 STRU_{ij} + \beta_5 CP_{ij} + \beta_6 IINS_{ij} + \beta_7 T_{ij} + \beta_8 E_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

Modèle 4

$$IDCH_{ij} = \alpha + \beta_1 Taille C_{ij} + \beta_2 IND_{ij} + \beta_3 CUMUL_{ij} + \beta_4 STRU_{ij} + \beta_5 CP_{ij} + \beta_6 IINS_{ij} + \beta_7 T_{ij} + \beta_8 E_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

3. Résultats

3.1 Statistiques descriptives

Nous avons utilisé le logiciel SPSS pour effectuer les différents tests statistiques et statistiques descriptives de cette sous-section.

3.1.1 Description des tendances de la divulgation volontaire du capital immatériel

Nous nous intéressons particulièrement à examiner l'évolution de l'indice de divulgation total du capital immatériel (IDTCI) et de l'évolution des indices de divulgation des trois catégories du capital immatériel entre 2004 et 2008 : Indice de divulgation du capital structurel (IDCSt) ; Indice de divulgation du capital relationnel (IDCRe) et Indice de divulgation du capital humain (IDCH).

de la divulgation totale du capital immatériel (la moyenne de l'IDTCI varie entre 0,590 et 0,611) et de l'étendue de la divulgation des différentes catégories du capital immatériel (IDCSt, IDCRe, IDCH) entre 2004 et 2008.

Les entreprises françaises technologiques divulguent au moins le tiers des items étudiés : la proportion des entreprises qui ne divulguent aucune information est zéro (valeur minimale de l'IDTCI = 0,381 ; valeur maximale de l'IDTCI = 0,836).

Tableau 1 : Statistiques descriptives des variables dépendantes (IDTCI, IDCSt, IDCRe et IDCH)

	Année	N	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Ecart-type
IDTCI	2004	130	0,590	0,612	0,404	0,736	0,092
	2005	130	0,609	0,621	0,385	0,712	0,083
	2006	130	0,610	0,616	0,381	0,836	0,096
	2007	130	0,611	0,619	0,416	0,778	0,088
	2008	130	0,609	0,618	0,397	0,782	0,092
IDCSt	2004	130	0,570	0,588	0,294	0,823	0,132
	2005	130	0,558	0,588	0,294	0,764	0,105
	2006	130	0,536	0,500	0,352	0,882	0,133
	2007	130	0,529	0,529	0,294	0,823	0,134
	2008	130	0,542	0,558	0,235	0,764	0,138
IDCRe	2004	130	0,628	0,666	0,380	0,809	0,111
	2005	130	0,657	0,666	0,428	0,857	0,109
	2006	130	0,672	0,690	0,476	0,857	0,110
	2007	130	0,675	0,666	0,476	0,904	0,115
	2008	130	0,675	0,714	0,428	0,857	0,115
IDCH	2004	130	0,571	0,590	0,090	0,818	0,143
	2005	130	0,613	0,636	0,090	0,818	0,146
	2006	130	0,622	0,636	0,090	0,818	0,145
	2007	130	0,615	0,636	0,090	0,772	0,133
	2008	130	0,608	0,636	0,090	0,772	0,160

À travers ce tableau, nous remarquons un équilibre (une variabilité légère) de l'étendue

Concernant la divulgation volontaire du capital humain, il y a des entreprises qui ne divulguent

qu'une seule information (un seul item) sur le capital humain (minimum = 0,09) : cette information concerne «les relations avec les employés».

En outre, nous remarquons que le capital relationnel est le plus divulgué par rapport aux autres catégories du capital immatériel : valeur maximale (VM de l'IDCRe = 0,904 ; VM de l'IDCSt = 0,882 ; VM de l>IDCH = 0,818). Par conséquent, les informations relatives au capital humain sont des informations cruciales ; et une telle divulgation peut entraîner la fuite des employés clés à l'avantage de la concurrence. Bien que les employés ajoutent la valeur à l'entreprise, ils ne sont pas la propriété de l'entreprise et ne sont pas des «actifs» dans le sens strict.

Nous avons, en outre, appliqué le test non paramétrique de Mann-Whitney de comparaison de moyennes pour les variables «IDTCI», «IDCSt», «IDCRe» et «IDCH» sur les années : 2004-2005, 2005-2006, 2006-2007, 2007-2008 et 2004-2008 (annexe 3). La procédure des tests pour deux échantillons indépendants compare deux groupes d'observations en fonction d'une variable continue. Nous remarquons qu'il n'y a pas une différence significative dans les rangs moyens des variables (**IDCSt, IDCRe, DCH et DTICl**) entre 2004-2005, 2005-2006, 2006-2007, 2007-2008 et 2004-2008. En effet, tous les p-values sont supérieurs à 0,05. Ces tests sont non significatifs, ce qui nous permet d'accepter l'hypothèse H_0 d'égalité des moyennes entre les entreprises prises deux à deux. Cela veut

dire que l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel ne varie pas «de façon significative» sur les cinq années observées. Donc, il y a une stabilité dans la politique de communication du capital immatériel des entreprises françaises technologiques à travers le temps (2004-2008).

3.1.2 Statistiques descriptives des variables indépendantes

Le tableau ci-dessous (tableau 2) montre que les entreprises de l'échantillon sont caractérisées par une concentration de propriété plus ou moins faible (le minimum de cette variable est égal à zéro et le maximum est égal à 70,5%) et par une forte propriété des investisseurs institutionnels (le minimum de cette variable est égal à 7,7% et le maximum est égal à 95,7%).

Concernant l'indépendance dans le conseil, approximativement 50% des membres du conseil sont indépendants. Toutefois, il y a des conseils qui n'ont aucun administrateur indépendant dedans (le minimum de cette variable est égal à zéro).

En outre, presque dans 55% des entreprises de l'échantillon, il y a séparation entre les fonctions de directeur général et de président du conseil. Les comités d'audit, de nomination et de rémunération sont composés en majorité de dirigeants indépendants dans presque 77% des entreprises de l'échantillon.

À propos du ratio d'endettement, ce dernier indique la part des actifs financés par des dettes. Ainsi, le minimum des actifs des entreprises de l'échantillon financés par des dettes est de 30%.

Nous remarquons, aussi, que les entreprises présentent un endettement qui avoisine les 72% (Moyenne = 0,716).

corrélation supérieure à 0,8. Ainsi, toutes les corrélations sont relativement basses. Donc, il n'y a pas un problème de multicollinéarité.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des variables indépendantes					
	Moyenne	Médiane	Écart-type	Minimum	Maximum
Variables indépendantes non binaires					
Taille C	10,753	11	3,647	3	21
IND	0,469	0,5	0,248	0	0,875
CP	0,205	0,156	0,205	0	0,705
IINS	0,517	0,509	0,226	0,077	0,957
Variables de contrôle					
T	10,127	9,416	2,389	6,474	14,629
E	0,716	0,641	0,440	0,301	3,546
Variables binaires	Variable = 1		Variable = 0		
CUMUL	59 (45,4%)		71 (54,6%)		
STRU	100 (76,9%)		30 (23,1%)		
Taille C : Nombre total des membres du conseil. IND : Nombre des membres indépendants divisé par le nombre total des membres au conseil. CUMUL : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a cumul de fonctions et 0 si non. STRU : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les comités d'audit, de nomination et de rémunération sont composés en majorité de dirigeants indépendants et 0 si non. CP : Le pourcentage des droits de vote détenus par les principaux actionnaires (avec une propriété ≥ à 5%). IINS : Nombre des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels divisé par le nombre total des droits de vote. T : Logarithme du total actif à la fin de l'année. E : Total des dettes divisé par le total actifs.					

3.2 Diagnostic de multicollinéarité

L'examen des coefficients de corrélation de Pearson, nous permet d'étudier l'hypothèse nulle d'absence de corrélation entre deux variables explicatives. Il faut donc fixer la valeur limite de ce coefficient de corrélation pour spécifier nos modèles. Nous fixons cette limite à 0,8 (Ho et Wong, 2001) : c'est-à-dire si la corrélation entre deux variables explicatives est égale ou dépasse 0,8, ces deux variables ne doivent pas appartenir au même modèle pour s'assurer de l'efficacité de l'interprétation des résultats.

La matrice des coefficients de corrélation de Pearson entre les différentes variables explicatives (Annexe 4) ne montre aucune

3.3 Analyse multivariée

Cette étude est une estimation en données de panel. L'un des avantages essentiels des données de panel est de *permettre la prise en compte, dans l'analyse des comportements, de certaines caractéristiques inobservables propres aux individus et/ou aux périodes considérées* (Sevestre, 2002). En portant les spécificités uniquement au niveau de la constante du modèle (α), il existe deux façons pour modéliser cette hétérogénéité : soit par un modèle à effets fixes ou un modèle à erreurs composés (c'est-à-dire à effet aléatoire). Nous avons utilisé le logiciel «E-views» pour effectuer les différents tests statistiques et régressions de cette sous-section.

3.3.1 Tests statistiques

3.3.1.1 Détermination du modèle (Test de Fisher de présence d'effet individuel)

Cette première étape consiste à vérifier s'il y a bel et bien présence d'effet individuel dans nos données en testant l'égalité des N constantes individuelles α_i sous l'hypothèse de coefficients β_i communs à tous les individus ($\beta_i = \beta$) :

$H_0 : \alpha_i = \alpha$ quel que soit $i \in [1, N]$: absence d'effet individuel

$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] / \alpha_i \neq \alpha_j$: présence d'effet individuel

Sous l'hypothèse d'indépendance et de normalité des résidus, on construit une statistique de Fischer qui suit une loi de Fischer avec N -1 et N (T-1) - K degrés de liberté. On rejette l'hypothèse nulle H_0 d'homogénéité des constantes α_i en cas où p-value associé au test de Fisher est inférieur à 0,05 ; on obtient alors un modèle de panel avec effets individuels. Dans le cas où l'on accepte l'hypothèse nulle H_0 , on retrouve alors une structure de panel totalement homogène.

Tableau 3 : Test de Fisher				
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Test de Fisher	43,722 (0,0000)	19,646 (0,0000)	32,776 (0,0000)	149,813 (0,0000)

Les résultats de ce test permettent de rejeter l'hypothèse H_0 et d'accepter l'hypothèse alternative de présence d'effets individuels pour les quatre modèles.

3.3.1.2 Spécification du modèle (Test de spécification de Hausman)

La présence d'un effet individuel, nous conduit à tester l'hypothèse de corrélation entre les

effets individuels spécifiques et les variables explicatives.

$H_0 : E(\alpha_i/X_i) = 0$: absence de corrélation

$H_1 : E(\alpha_i/X_i) \neq 0$: présence de corrélation

Nous avons, alors, effectué le test d'Hausman afin de spécifier les modèles soit par la présence d'un effet individuel fixe ou aléatoire.

Sous l'hypothèse nulle, le modèle peut être spécifié avec des effets individuels aléatoires et l'on doit alors retenir l'estimateur des MCG «Moindres Carrés Généralisés» (GLS «Generalized Least Square»). Sous l'hypothèse alternative H_1 , le modèle doit être spécifié avec des effets individuels fixes et l'on doit alors retenir l'estimateur Within (ou estimateur à effets fixe : estimateur LSDV «Least Square Dummy Variable»).

Tableau 4 : Test de Hausman				
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Test de Chi-deux	0,0000 (1,000)	0,0000 (1,000)	0,0000 (1,000)	0,0000 (1,000)

Le test de Hausman est non significatif pour les quatre modèles, donc nous appliquons la spécification en effets aléatoires.

3.3.1.3 Validation du modèle (test d'hétéroscédasticité)

L'idée générale est de tester l'hypothèse nulle :

$H_0 : E(u^2 | u, x_1, x_2, \dots, x_k) = E(u^2) = \sigma^2$

Pour tester cette hypothèse, nous suivons cette démarche du test de Breusch Pagan :

- On estime les termes d'erreurs de la régression par MCO (Moindres Carrés Ordinaires) ;

- Après avoir régressé le carré des résidus sur toutes les variables explicatives X, le R^2 peut être utilisé pour former un LM-test «un test du Multiplicateur de Lagrange» donné par : $LM = nR^2$ qui suit une distribution $\chi^2_{(0,05 ; k)}$. On rejette l'hypothèse nulle H_0 d'homoscédasticité des erreurs en cas où LM calculé est supérieur à une valeur théorique qui suit une $\chi^2_{(0,05 ; 8)}$.

Tableau 5 : Test de Breusch-Pagan				
	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
N	130	130	130	130
R ²	0,474842	0,222919	0,259478	0,215784
NR ²	61,72946	28,97947	33,73214	28,05192
Valeur critique	15,51	15,51	15,51	15,51

Le test de Breusch-Pagan a confirmé l'existence de problème d'hétéroscédasticité pour les quatre modèles. D'où, nous estimons nos modèles par la méthode des moindres carrés généralisés qui tient compte de la présence d'hétéroscédasticité.

3.3.2 Interprétation des résultats

Les résultats de régression sont présentés dans le tableau 6. Nous examinons les résultats des quatre modèles un par un et nous validons les hypothèses de notre étude pour le modèle 1 relatif à la divulgation volontaire totale du capital immatériel.

3.3.2.1. Indice de divulgation du capital structurel (IDCSt)

Les résultats relatifs à la divulgation du capital structurel montrent que, ni les caractéristiques du conseil, ni la structure de propriété des entreprises françaises technologiques n'affectent

significativement l'étendue de la divulgation volontaire du capital structurel. Donc, il paraît qu'il y a d'autres facteurs qui déterminent la divulgation volontaire du capital structurel.

Le capital structurel est constitué d'éléments déterminants tels que la Recherche et le Développement (R&D), la structure de l'entreprise, les processus, etc. Par conséquent, une divulgation de telles informations peut nuire à la position concurrentielle de l'entreprise sur les marchés. En effet, si les entreprises françaises technologiques ont opté pour la divulgation volontaire du capital structurel, c'est que les avantages de cette divulgation peuvent être supérieurs aux coûts.

La divulgation volontaire du capital structurel permet de réduire le risque perçu de l'entreprise parce qu'une stratégie de divulgation ouverte a comme conséquence une meilleure évaluation des futurs possibilités de création de richesse et donc, un déclin du coût des fonds propres de l'entreprise (Meer-Kooistra et Zijlstra, 2001 ; Williams, 2001). Ainsi, la volonté des entreprises à réduire le coût des fonds propres peut être derrière la divulgation volontaire du capital structurel.

Les résultats montrent, aussi, que la taille de l'entreprise affecte négativement et significativement la divulgation volontaire du capital structurel. Ainsi, les grandes entreprises divulguent moins d'informations que les petites entreprises. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les petites entreprises divulguent plus d'informations en capital structurel pour attirer

les investisseurs, et que les grandes entreprises divulguent moins d'informations pour faire face aux concurrents existants ou simplement aux nouveaux entrants.

3.3.2.2. Indice de divulgation du capital relationnel (IDCRe)

Les résultats relatifs à la divulgation du capital relationnel montrent qu'un conseil de grande taille affecte négativement et significativement l'étendue de la divulgation volontaire du capital relationnel, et que la présence de membres indépendants dans les comités de surveillance affecte positivement et significativement l'étendue de la divulgation volontaire du capital relationnel.

En outre, les résultats montrent que la proportion des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels affecte positivement et significativement l'étendue de la divulgation du capital relationnel. Ainsi, les investisseurs institutionnels, en occupant une place primordiale dans le développement de la communication financière en France, exigent plus d'informations telles que celles relatives au capital relationnel, afin d'apprécier l'environnement externe de l'entreprise.

3.3.2.3. Indice de divulgation du capital humain (IDCH)

Les résultats montrent qu'un conseil de grande taille affecte positivement et significativement la divulgation volontaire du capital humain, alors que le cumul des fonctions de directeur général et de président du conseil, n'a aucun effet significatif

sur la décision de divulgation volontaire du capital humain.

Les résultats montrent également, que plus la proportion des dirigeants non-exécutifs indépendants dans le conseil est élevée, plus la divulgation volontaire du capital humain est élevée, et que la proportion des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels affecte positivement et significativement la divulgation volontaire du capital humain.

En règle générale, une entreprise a un contrôle insuffisant des avantages économiques futurs attendus d'une équipe de personnes qualifiées et d'un effort de formation pour que les éléments du capital humain puissent satisfaire à la définition d'une immobilisation incorporelle. Donc, un conseil de taille élevé, l'indépendance de ses membres et la propriété institutionnelle, peuvent encourager la divulgation volontaire du capital humain pour mieux apprécier la valeur du capital humain en particulier, et la valeur de l'entreprise, en général.

3.3.2.4. Indice de divulgation total du capital immatériel (IDTCI)

Le lien entre le niveau de divulgation volontaire du capital immatériel et la taille du conseil, n'est pas significatif ; Ce qui nous mène à infirmer notre hypothèse H1. Ce résultat est cohérent avec le résultat de Cheng et Courtenay (2006) relatif à la divulgation volontaire, mais ne confirme pas les résultats de Cerbioni et Parbonetti (2007) relatifs à l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel.

Le coefficient de régression pour la variable IND est négatif et statistiquement significatif, indiquant que la proportion des dirigeants non-exécutifs indépendants a un impact négatif sur les décisions de divulgation volontaire du capital immatériel. D'où, notre hypothèse H2 est infirmée. Ce résultat confirme les résultats d'Eng et Mak (2003) et Haniffa et Cooke (2002) relatifs à l'étendue de la divulgation volontaire en général, mais n'affirme pas les résultats de Cerbioni et Parbonetti (2007) et Li, Pike et Haniffa (2008) relatifs à la divulgation volontaire du capital immatériel. Notre étude affirme que lorsque la proportion des dirigeants non-exécutifs indépendants dans les conseils des entreprises françaises technologiques augmente de 10%, la divulgation volontaire du capital immatériel diminue de 3,8%.

Ce résultat peut être expliqué par la mesure de la variable «dirigeants non-exécutifs indépendants». En effet, nous ne pouvons pas garantir que ces dirigeants sont vraiment «indépendants», du fait que nous avons fait recours aux informations disponibles dans les rapports annuels, sans les justifier. Donc, ces dirigeants considérés comme indépendants, peuvent être des dirigeants «grey» (7) selon la définition de Cheng et Courtenay (2006). Le résultat imprévu peut, alors, s'expliquer par l'inclusion des dirigeants «grey» dans la variable «dirigeants non-exécutifs indépendants», ou encore par le fait qu'il y a une relation substitutive entre les dirigeants

non-exécutifs indépendants et la divulgation volontaire du capital immatériel. Par conséquent, la présence croissante des dirigeants externes indépendants augmente l'indépendance du conseil. Ces derniers sont, donc, capables d'acquérir les informations nécessaires pour la surveillance des gestionnaires sans pour autant la divulgation.

Le lien entre la dualité des fonctions et l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel est non significatif. Ce résultat est compatible avec ceux de Ho et Wong (2001) ; Cheng et Courtenay (2006) et Li, Pike et Haniffa (2008). D'où, notre hypothèse H3 est infirmée. En effet, le cumul des fonctions entre les mains d'une personne (président-directeur général) n'affecte pas significativement la divulgation volontaire du capital immatériel.

Les résultats signalent que la présence de membres indépendants dans les comités de surveillance, peut réduire la quantité de l'information retenue relative au capital immatériel. Ainsi, nous avons trouvé une relation positive et significative, comme prévue, entre la présence de membres indépendants dans les comités de surveillance et l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel par les entreprises technologiques cotées à l'SBF 120. La présence de membres indépendants dans les comités de nomination, d'audit et de rémunération, au sein d'une entreprise peut atténuer les problèmes

(7) Les dirigeants «grey» sont des dirigeants qui ne sont pas les fonctionnaires courants de l'entreprise, mais ont des relations avec l'entreprise qui pourraient mettre en question leur indépendance (tels que relation familiale, relation financière ou commerciale).

d'agence, et par la suite favoriser la divulgation volontaire du capital immatériel. D'où, notre hypothèse H4 est confirmée.

Les résultats relatifs aux caractéristiques de la structure de propriété montrent que la concentration de propriété est liée négativement et significativement avec le niveau de divulgation volontaire du capital immatériel, ce qui nous permet de confirmer notre hypothèse H5. En effet, lorsque le pourcentage des droits de vote détenus par les principaux actionnaires augmente, le niveau de divulgation volontaire du capital immatériel diminue.

En examinant l'impact de la propriété institutionnelle sur la divulgation volontaire du capital immatériel, nous trouvons un coefficient de régression pour la variable IINS (propriété institutionnelle) positif et significatif. Ainsi, lorsque la proportion des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels augmente de 10%, la divulgation volontaire du capital immatériel augmente de 5%. D'où, notre hypothèse H6 est confirmée. Ce résultat peut être expliqué par le fait que les investisseurs institutionnels sont des acteurs à part entière dans les structures de gouvernement d'entreprise des entreprises

françaises technologiques ; ils sont exigeants en termes d'informations. Ces investisseurs institutionnels présentent, pour le marché, une garantie de protection des intérêts des minoritaires lorsque l'actionnariat est concentré.

Concernant les variables de contrôle, les résultats montrent que la taille de l'entreprise et l'endettement ne sont pas liés significativement au niveau de divulgation volontaire du capital immatériel. Le résultat relatif à la taille de l'entreprise est non compatible avec les résultats antérieurs de Meek et al. (1995), d'Ahmed et Courtis (1999) et de Cerbioni et Parbonetti (2007). Par contre, le résultat relatif à l'endettement est compatible avec les résultats de Meek et al. (1995) et Cerbioni et Parbonetti (2007). Ce résultat peut être expliqué par le fait que les créanciers n'exigent pas d'informations volontaires relatives au capital immatériel, vu que les immatériels sont financés prioritairement par l'autofinancement, et rarement par des dettes (Sveiby, 1998), ou bien parce qu'ils sont toujours informés sur la performance de l'entreprise et sa capacité à générer des flux de trésorerie (cash-flow) à cause de leur capacité à produire l'information privée.

Tableau 6 : Coefficients d'estimation

	Modèle 1 IDTCI	Modèle 2 IDCSt	Modèle 3 IDCRe	Modèle 4 IDCH
Constante	0,446** (2,160)	1,088*** (7,116)	0,286 (1,285)	-0,004 (-0,013)
TailleC	0,001 (0,673)	0,002 (0,667)	-0,005*** (-3,525)	0,006** (2,555)
IND	-0,038** (-2,560)	-0,021 (-0,351)	-0,168*** (-3,067)	0,085*** (2,974)
CUMUL	-0,012 (-0,791)	-0,013 (-0,451)	-0,046*** (-5,254)	0,025 (0,947)

	Modèle 1 IDTCI	Modèle 2 IDCSt	Modèle 3 IDCRe	Modèle 4 IDCH
STRU	0,018* (1,664)	-0,014 (-0,444)	0,028*** (3,329)	0,040*** (8,311)
CP	-0,066* (-1,689)	0,079 (0,608)	-0,049 (-0,718)	-0,212*** (-3,634)
IINS	0,050*** (3,130)	0,003 (0,145)	0,075*** (5,164)	0,046* (1,808)
T	0,012 (0,676)	-0,054*** (-3,323)	0,047** (2,183)	0,046 (1,407)
E	0,016 (0,859)	-0,014 (-1,290)	0,012 (0,908)	0,017 (0,845)
Observations	130	130	130	130
R ²	0,833	0,793	0,825	0,868
R ² ajusté	0,776	0,722	0,765	0,823
F-statistic	14,592	11,156	13,754	19,179
p-value	0,000	0,000	0,000	0,000
IDTCI : Indice de divulgation total du capital immatériel. IDCSt : Indice de divulgation du capital structurel. IDCRe : Indice de divulgation du capital relationnel. IDCH : Indice de divulgation du capital humain. Taille C : Nombre total des membres du conseil. IND : Nombre des membres indépendants divisé par le nombre total des membres au conseil. CUMUL : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a cumul de fonctions et 0 si non. STRU : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les comités d'audit, de nomination et de rémunération sont composés en majorité de dirigeants indépendants et 0 si non. CP : Le pourcentage des droits de vote détenus par les principaux actionnaires (avec une propriété ≥ à 5%). IINS : Nombre des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels divisé par le nombre total des droits de vote. T : Logarithme du total actif à la fin de l'année. E : Total des dettes divisé par le total actifs.				
*, ** et *** indiquent respectivement une significativité au niveau de 10%, 5% et 1%.				

Conclusion

L'objectif de cette étude est d'apprécier le rôle joué par deux mécanismes de gouvernance dans le processus de divulgation volontaire du capital immatériel. Le premier mécanisme concerne les caractéristiques du conseil d'administration ou de surveillance ; le second est relatif à la structure de propriété. Les tests multivariés ont été conduits sur un échantillon de 26 entreprises technologiques cotées à l'SBF 120 durant la période 2004-2008.

Concernant les caractéristiques du conseil, les résultats montrent que la présence de membres indépendants dans les comités de surveillance peut réduire la quantité de l'information retenue relative au capital immatériel.

Les résultats relatifs aux caractéristiques de la structure de propriété ont permis de confirmer nos hypothèses. En effet, les entreprises avec capital concentré ont moins d'initiatives pour répondre aux demandes d'informations des investisseurs, puisque les actionnaires dominants ont régulièrement accès à l'information et, par conséquent, ces entreprises ont moins de pression pour la divulgation du capital immatériel dans les rapports annuels des entreprises françaises technologiques.

D'ailleurs, les résultats montrent le rôle crucial joué par les investisseurs institutionnels dans la divulgation volontaire du capital immatériel. Ces investisseurs présentent, pour le marché, une garantie de protection des intérêts des minoritaires lorsque l'actionnariat est concentré.

Au-delà des conclusions que nous avons pu dégager, cette étude souffre de certaines limites. Ces limites ouvrent de nouvelles perspectives de recherche. D'abord, le nombre limité des entreprises étudiées ainsi que la restriction de l'étude aux entreprises technologiques seulement ne permettent pas de généraliser les résultats obtenus. Ainsi, il est possible de tester les hypothèses de cette étude dans d'autres secteurs, ou dans le même type d'entreprises, mais dans d'autres contextes. Par ailleurs, l'indice de divulgation comporte une part de subjectivité, ce qui peut causer des difficultés de comparaison. Ensuite, la présente étude se focalise seulement sur les rapports annuels et les futures études

peuvent s'intéresser à d'autres supports de communication financière. Enfin, il y a d'autres facteurs qui peuvent affecter les pratiques de divulgation du capital immatériel, ne sont pas examinés dans cette étude.

Des recherches futures pourraient approfondir notre étude. Il serait, notamment, intéressant d'apprécier l'étendue de la divulgation volontaire du capital immatériel à chaque étape de la vie d'une entreprise (Introduction en bourse, croissance, maturité, déclin), ou encore chercher à savoir si la présence d'un système de gestion interne du capital immatériel est liée au niveau de divulgation volontaire du capital immatériel.

Annexe 1

Liste des items : Définition et nature de l'information

Capital structurel		
1	Propriété intellectuelle	Cette catégorie comprend les brevets, les droits d'auteur ou propriété littéraire, marques, secrets de l'affaire, licences, droits commerciaux et autres domaines liés. Cette catégorie couvre les actifs de l'entreprise qui sont protégés par la loi.
2	Processus	Cette catégorie renvoie normalement à la gestion de l'entreprise (outils d'achat, formes de concours, processus administratifs et opérationnels, technologie). Elle inclut les ressources consommées ; processus/ procédures/ les routines ; la documentation de l'administration ; matériel informatique et logiciels ; les systèmes d'information et les méthodes techniques.
3	Philosophie de la gestion	C'est la façon dont les dirigeants de l'entreprise pensent à l'entreprise et à ses employés, à savoir la façon dont une entreprise est gérée.
4	Culture de l'entreprise	Cette catégorie couvre l'ensemble des valeurs clés, les croyances et les attitudes, lesquels contrôlent la façon dont les membres de l'entreprise interagissent les uns avec les autres et avec les autres parties prenantes. Cette catégorie couvre des informations, telles que : description de la culture de l'entreprise et ses valeurs ; l'histoire et les événements transmettant un message à propos des valeurs au sein de l'entreprise.
5	Flexibilité de l'entreprise	La capacité d'une entreprise à affronter les défis et les changements tels que les processus spécifiques utilisés par l'entreprise pour modifier la base des ressources.
6	Structure de l'entreprise	Les organigrammes et la façon dont le travail circule au sein de l'entreprise renfermant par exemple la structure du management.

7 Apprentissage de l'entreprise	Caractéristique de l'entreprise adaptative. Cette catégorie couvre ce que les entreprises apprennent de l'expérience et intègrent de l'apprentissage tel que la rétroaction (feedback) dans les processus de planification.
8 Recherche et Développement (R&D)	Cette catégorie se réfère aux activités à long terme qui peuvent atteindre des niveaux plus élevés de connaissance et d'amélioration des pratiques du business, permettant à l'entreprise d'exploiter ses avantages compétitifs. Elle inclut, par exemple, les politiques de R&D, les programmes, les plans, les progrès, les budgets et le taux de réussite.
9 Innovation	Elle est définie comme étant la mise en œuvre réussie des idées créatives au sein d'une entreprise pour introduire quelque chose de nouveau et d'utile (changements radicaux ou progressifs des produits, des processus ou services).
10 Négociations financières	Cette catégorie détermine les rapports de l'entreprise avec les investisseurs, les banques et les autres institutions financières et les agences de notation, etc.
11 Fonction support «Client»	C'est une fonction pour supporter les clients tels que les centres de support des clients (par exemple les centres d'appel) et les autres activités et programmes reliés.
12 Infrastructure basée sur la connaissance	Cette catégorie inclut par exemple, les bases de données partagées ; les centres et les laboratoires pour la formation et l'apprentissage ; la gestion des connaissances et le partage programmes/politiques.
13 Amélioration et gestion de la qualité	Pratiques de maintien et d'amélioration des normes de qualité des produits et des services. Les informations considérées comme pertinentes incluent par exemple les politiques et les objectifs, les programmes, les activités de contrôle (tel que TQM : Total Quality Management) et existence de comité de qualité.
14 Certificats	C'est un processus dans lequel la certification des compétences, de l'autorité ou de la crédibilité est présentée. Il est attribué généralement aux certificats de qualité. N.B : Certificat «Investir dans les individus» représente l'engagement d'une entreprise envers ses employés ; d'où ce certificat est classé dans la relation «employés».
15 Infrastructure globale/capacité	Les informations relatives à cet item ne peuvent pas être classées dans les 16 autres items du capital structurel. Lorsque les acquisitions ajoutent des capacités aux produits ou prestations de services de l'entreprise, telle information est incluse dans cet item.
16 Gestion de réseau	Les systèmes disponibles dans une entreprise qui permettent l'interaction des employés via un large éventail de moyens de communication et de dispositifs. Par exemple : messagerie vocale, e-mail, conférence vocale, Internet, groupware et Intranet, etc.
17 Partage de réseaux	Réseaux internes de distribution tels que les centres de distribution.
Capital relationnel	
1 Clients	Informations générales sur la clientèle, par exemple, type des clients, les noms des clients, réputation des clients, clientèle et connaissance des marchés.
2 Présence sur le marché	Cette catégorie couvre les marchés cibles d'une entreprise géographiquement ou par segmentation du marché ; pourcentage du chiffre d'affaires représenté par chaque segment du marché et part de marché.
3 Relations clients	Cette catégorie inclut les relations actuelles avec les clients et les politiques et les programmes de renforcement des relations clients.

4 Acquisition clients	Cette catégorie se réfère aux nouveaux clients ou contrats de l'entreprise (contrats qui sont identifiés comme préférés ou favoris). Elle comprend également les efforts d'une entreprise pour l'acquisition de nouveaux clients.
5 Conservation des clients	Cette catégorie met l'accent sur le maintien des clients existants. Les informations pertinentes comprennent par exemple, le nombre des clients répétés, les contrats renouvelés, etc.
6 CTE (Customer training education)	Instruction et formation des clients par les présentations, les expositions et les foires, etc.
7 Implication des clients	Cette catégorie met l'accent sur la consultation des clients en ce qui concerne le développement des produits ou des services.
8 Réputation / image de l'entreprise	Cette catégorie se réfère à l'évaluation / la perception d'une entreprise par ses parties prenantes (réputation, etc.).
9 Les prix de l'entreprise	Cette catégorie comprend les primes d'une entreprise. Par exemple : le prix du «Meilleur Software», le trophée Green Fleet, etc.
10 Relations publiques	Il s'agit de la gestion de la communication externe de l'entreprise pour créer et maintenir une image positive. Les relations publiques comprennent, par exemple, la popularisation des réussites et la minimisation des échecs.
11 Mise en réseau	Cette catégorie implique de prendre part dans les événements sociaux, les conférences, les séminaires, etc.
12 Marques (8)	Cette catégorie renferme les informations concernant, par exemple, les marques de fabrique, les images de marque, notoriété de la marque, loyauté de la marque et les activités et les stratégies de construction de la marque.
13 Canaux de distribution	Ils sont définis comme les mécanismes appropriés d'obtention des produits et des services dans un marché. Cette catégorie se réfère aux différents canaux de distribution, tels que les distributeurs, les agents et les concessionnaires.
14 Relations avec les fournisseurs	Cette catégorie inclut, par exemple, la connaissance des fournisseurs, les relations avec eux (tel que le recours aux fournisseurs clés, pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs, soutien des fournisseurs et modalités de paiement).
15 Collaborations d'affaires	Ce sont les collaborations établies avec les autres partenaires du business. Cette catégorie couvre les alliances stratégiques, les co-entreprises ou les entreprises à risques partagés (joint-venture) et les partenariats en général qui ont pour but l'amélioration de l'efficacité et de l'efficience en combinant les atouts respectifs.
16 Les accords d'affaires	Cette catégorie comprend les licences et les accords de franchise.
17 Contrat préféré	C'est un contrat obtenu en raison de la position unique sur le marché détenu par l'entreprise. Cette catégorie comprend la description du contrat et les relations favorables.
18 Collaborations de recherche	Ce sont les collaborations établies avec les associations scientifiques ou les institutions (par exemple les écoles et les universités) pour des projets de recherche et de développement au profit de l'entreprise ou de la communauté.

(8) Les marques sont classées sous la catégorie «capital relationnel» dans différentes études (Bozzolan et al, 2003 ; Brennan, 2001 ; Guthrie et Petty, 2000). Nous considérons, dans cette étude, que les marques elles-mêmes ne peuvent pas créer de la valeur, mais, c'est l'attachement du marché et des clients et la perception positive des clients envers la marque qui peuvent mener à des décisions d'achat et de la valeur ajoutée à l'entreprise.

19 Marketing	Cette catégorie inclut par exemple les initiatives, les investissements et les stratégies de marketing.
20 Relations avec les parties prenantes	Ce sont les relations avec les parties prenantes qui ne peuvent pas être couvertes par les relations avec les clients, les fournisseurs et les actionnaires, par exemple les collectivités, l'Etat et les concurrents.
21 Leadership du marché	Le leadership d'une entreprise dans divers marchés. Part de marché complétant la déclaration de leader de marché est également incluse.
Capital humain	
1 Nombre des employés	Dénombrement des employés de l'entreprise, employé par répartition, par exemple, par marché (fonctionnement de l'activité ou segments géographiques) et/ou par départements et fonctions et des informations relatives aux changements dans la répartition et les raisons de ces changements.
2 Âge des employés	Âge biologique des employés. Cette catégorie comprend la description qualitative des avantages liés à l'âge des employés de l'entreprise et des indicateurs tel que l'âge moyen des employés d'une entreprise et répartition par âge.
3 Diversité des employés	Cette catégorie se réfère par exemple, à l'appartenance ethnique, au sexe, à la couleur, etc. Les divulgations pertinentes comprennent la politique de diversité des employés, la répartition des employés par la race, la religion et la culture.
4 L'égalité entre les employés	Ceci concerne l'égalité de traitement entre les personnes indépendamment des différences sociales et culturelles.
5 Les relations avec les employés	L'évaluation des employés, la dépendance envers les employés clés, la satisfaction des employés, la loyauté, la santé et la sécurité et l'environnement de travail. Cette catégorie comprend également les initiatives pour renforcer et améliorer les relations avec les employés telles que les activités syndicales, la promotion de l'actionnariat salarié, etc.
6 Education des employés	Education des administrateurs ainsi que les autres employés. N.B. La reconnaissance professionnelle des salariés est classée sous la catégorie «compétences des employés liées au travail».
7 Compétences / savoir-faire	Les divulgations peuvent être relatives à la description des savoirs, savoir-faire, à l'expertise ou les compétences des administrateurs et les autres employés. Des matrices peuvent être également affichées indiquant le nombre des employés ayant de telles compétences, etc.
8 Compétences des employés liées au travail	Les compétences qui peuvent être utiles à la réalisation du travail telles que les qualifications professionnelles des employés, les récompenses remportées (externe) et les publications des employés, etc.
9 Connaissances des employés liées au travail	Cette catégorie inclut ce qui est acquis pendant le travail en termes de connaissances implicites et explicites. Elle concerne principalement les connaissances liées à leurs postes actuels, y compris leurs expériences antérieures.
10 Comportements / attitudes des employés	Les divulgations pertinentes pourraient être, par exemple, la convivialité des employés, l'accueil, le travail dur, l'optimisme, l'enthousiasme et l'identification des individus avec les objectifs de l'entreprise.
11 Engagement des employés	Elle couvre, par exemple, la description des engagements des employés et des indicateurs tels que l'assistance aux réunions.

12 Motivation des employés	Politiques et initiatives de la motivation des dirigeants et les autres employés. Cette catégorie comprend les récompenses internes et les systèmes d'incitation tels que l'identification explicite des employés, l'évaluation de la performance professionnelle/psychométrique et des indicateurs comme la rotation (9), la stabilité, l'absence et l'ancienneté des employés.
13 Productivité des employés (10)	Cette catégorie est généralement mesurée par la production / salarié ou la production / main-d'œuvre. Les indicateurs incluent par exemple, la valeur ajoutée des employés, les revenus ou les clients par employé.
14 Formation des employés	Cette catégorie inclut, par exemple, les politiques de formation, les programmes de formation, le temps de formation, l'assiduité, l'investissement en formation, nombre d'employés formés par période et les résultats de la formation, etc.
15 Qualifications professionnelles	Cette catégorie se réfère à l'éducation reçue par un employé qui prouve l'habileté, la connaissance et la compréhension pour faire un bon travail.
16 Développement des employés	Développement des carrières des employés. Les divulgations, à ce niveau, concernent notamment les politiques et les programmes de développement des employés (par exemple, planification de la mutation), les politiques de recrutement (par exemple, promotion interne). Les indicateurs incluent les changements concernant l'ancienneté des employés et le taux de promotion interne.
17 Flexibilité des employés	Les stratégies utilisées par les employeurs pour adapter le travail des employés à leurs cycles de production ou d'affaires ; et les méthodes qui permettent aux travailleurs d'ajuster la vie professionnelle et les heures de travail à leurs propres préférences. Par exemple, les contrats à durée déterminée/temporaire, les règlements de licenciement et d'embauche, heure de travail ou horaire réglable (par exemple, temps partiel, horaire flexible, comptes épargnes-temps, congés et heures supplémentaires), externalisation, rotation des employés, travailleurs à domicile, etc.
18 Esprit d'entreprise	Cette catégorie se réfère, par exemple, à l'engagement des employés (les systèmes de suggestions de employés/consultations, le taux d'acceptation des suggestions des employés), créativité, partage des connaissances et capacité proactive/réactive des employés.
19 Capacités des employés	Des aptitudes des employés autres que ce qui est précédemment discuté, par exemple, capacité de communication, capacité interpersonnelle et réflexibilité, etc.
20 Travail en équipe	Cette catégorie concerne les informations relatives à la culture du travail en équipe (les réseaux, la capacité du travail en équipe) et les programmes qui améliorent les relations entre les employés à l'intérieur/à travers l'ensemble des départements.
21 Implication des employés dans la communauté	Compétences sociales des employés pouvant se traduire par leur implication dans la communauté. Cette implication présente des opportunités aux employés pour faire des contacts significatifs avec les parties prenantes de l'entreprise
22 Autres caractéristiques des employés	Cette catégorie se réfère à une présentation spéciale des employés, telle que photographies des employés, autres informations relatives aux profils des employés, etc.

(9) Des informations concernant la retraite ne sont pas incluses dans cet indicateur «rotation des employés».

(10) Les réalisations des administrateurs fondées sur les systèmes d'incitation sont classées comme des informations relatives à «la motivation des employés», plutôt qu'à «la productivité des employés».

Annexe 2

Mesures des variables dépendantes et indépendantes

<i>Variable</i>	<i>Définition</i>	<i>Mesure</i>
Variables dépendantes		
IDTCI	Indice de divulgation total du capital immatériel	Nombre d'items (ou quantité totale de l'information) divulgués dans le rapport annuel divisé par 60
IDCSt	Indice de divulgation du capital structurel	Nombre d'items relatifs au capital structurel divulgués dans le rapport annuel divisé par 17
IDCRe	Indice de divulgation du capital relationnel	Nombre d'items relatifs au capital relationnel divulgués dans le rapport annuel divisé par 21
IDCH	Indice de divulgation du capital humain	Nombre d'items relatifs au capital humain divulgués dans le rapport annuel divisé par 22
Variables indépendantes		
Variables de gouvernement d'entreprise		
TailleC	Taille du conseil	Nombre total des membres
IND	Indépendance des membres du conseil	Nombre des membres indépendants divisé par le nombre total des membres au conseil
CUMUL	Structure de leadership	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a cumul de fonctions et 0 si non
STRU	Présence de dirigeants indépendants des comités de surveillance	Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les comités d'audit, de nomination et de rémunération sont composés en majorité de dirigeants indépendants et 0 si non
CP	Concentration de propriété	Le pourcentage <i>des droits de vote</i> détenus par les principaux actionnaires (avec une propriété $\geq$ à 5%)
IINS	La proportion des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels	Nombre des droits de vote détenus par ces investisseurs divisé par le nombre total des droits de vote
Variables de contrôle		
T	Taille de l'entreprise	Logarithme du total actif à la fin de l'année
E	Endettement	Total des dettes divisé par le total actifs

Annexe 3

Test non paramétrique de Mann-Whitney de comparaison des moyennes

	2004-2005				2005-2006				2006-2007				2007-2008				2004-2008			
	IDTCI	IDCSt	IDCRe	IDCH	IDTCI	IDCSt	IDCRe	IDCH	IDTCI	IDCSt	IDCRe	IDCH	IDTCI	IDCSt	IDCRe	IDCH	IDTCI	IDCSt	IDCRe	IDCH
U de Mann-Whitney	288	328	290	255,5	325	264	312	326,5	324	333,5	337	326	337,5	310,5	338	329,5	294,5	308,5	262,5	255,5
p-value	0,360	0,853	0,375	0,127	0,812	0,169	0,631	0,831	0,798	0,934	0,985	0,824	0,993	0,611	1,000	0,875	0,426	0,586	0,163	0,128

Annexe 4

Coefficients de corrélation de Pearson

Variables	Taille	IND	CUMUL	STRU	CP	IINS	T	E
Taille	1							
IND	0,004	1						
CUMUL	-0,045	-0,122	1					
STRU	0,073	0,765**	-0,417**	1				
CP	-0,088	-0,429**	0,029	-0,341**	1			
IINS	0,075	0,345**	0,115	0,202*	-0,321**	1		
T	-0,184*	-0,306**	-0,121	-0,108	0,194*	-0,364**	1	
E	0,169*	-0,132	-0,040	0,058	0,185*	-0,015	0,183*	1

** La corrélation est significative au niveau 0,01.

* La corrélation est significative au niveau 0,05.

Taille : Nombre total des membres du conseil ; **IND** : Nombre des membres indépendants divisé par le nombre total des membres au conseil ; **CUMUL** : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 s'il y a cumul de fonctions et 0 si non ; **STRU** : Variable dichotomique qui prend la valeur 1 si les comités d'audit, de nomination et de rémunération sont composés en majorité de dirigeants indépendants et 0 si non ; **CP** : Le pourcentage des droits de vote détenus par les principaux actionnaires (avec une propriété $\geq 5\%$). **IINS** : Nombre des droits de vote détenus par les investisseurs institutionnels divisé par le nombre total des droits de vote. **T** : Logarithme du total actif à la fin de l'année. **E** : Total des dettes divisé par le total actifs.

Bibliographie

- Ahmed, K. et Courtis, J.K. (1999), «Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports : a meta-analysis», *British Accounting Review*, 31, pp. 35-61.
- Berle, A.A. and Means, G.C. (1932), «The Modern Corporation and Private Property», New-York, Macmillan Publishing Co.
- Bertrand, F. (2000), «L'utilisation des indices de diffusion en recherché comptable : une revue méthodologique», *Centre d'études et de recherche sur les organisations et la gestion*, W.P. n° 572, 13 pages.
- Boujenoui, A. et Zeghal, D. (2006), «Effet de la structure des droits de vote sur la qualité des mécanismes internes de gouvernance : cas des entreprises canadiennes», *Revue canadienne des sciences de l'administration*, vol. 23, n° 3, pp. 183-201.
- Bozzolan, S., Favotto, F. & Ricceri, F. (2003), «Italian annual intellectual capital disclosure : an empirical analysis», *Journal of Intellectual Capital*, vol. 4, n° 4, pp 543-558.
- Cerbioni, F. et Parbonetti, A. (2007), «Exploring the Effects of Corporate Governance on Intellectual Capital Disclosure : An Analysis of European Biotechnology Companies», *European Accounting Review*, vol. 16, n° 4, pp.791-843.
- Chau, G.K. et Gray, S.J. (2002), «Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore», *The International Journal of Accounting*, 37, pp. 247-265.
- Cheng, E.C.M. et Courtenay, S.M. (2006), «Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure», *The International Journal of Accounting*, 41, pp. 262-289.
- Gul, F.A. et Leung, S. (2004), «Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures», *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, pp. 351-379.
- Guthrie, J. & Petty, R. (2000), «Intellectual capital : Australian annual reporting practices», *Journal of Intellectual Capital*, vol. 1, n° 3, pp. 241.
- Eng, L.L. et Mak, Y.T. (2003), «Corporate governance and voluntary disclosure», *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, pp. 325-345.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-326.
- Haniiffa, R.M. et Cooke, T.E. (2002), «Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations», *Abacus*, vol. 38, n° 3, pp. 317-349.
- Ho, S.S.M. et Wong, K.S. (2001), «A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure», *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, vol. 10, pp. 139-156.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. H. (1976), «Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Lakhali, F. (2006), «Les mécanismes de gouvernement d'entreprise et la publication volontaire des résultats en France», *Comptabilité, Contrôle, Audit*, tome 12, vol. 2, pp. 69-92.
- Li, J., Pike, R. et Haniiffa, R. (2008), «Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms», *Accounting and Business Research*, vol. 38, n° 2, pp. 137-159.
- Marois, B. & Bompont, P. (2004), «Gouvernement d'Entreprise et communication financière», Collection Connaissances de la Gestion, Édition Economica.
- Marr, B. & Moustaghafir, K. (2005), «Defining intellectual capital : a three-dimensional approach», *Management Decision*, vol.43, n° 9, pp. 1114-1128.
- Meek, G.K., Roberts, C.B. et Gray, S.J. (1995), «Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations», *Journal of International Business Studies*, 26, 3, pp. 555-572.

- Meer-Kooistra, J. & Zijlstra, S.M. (2001), «*Reporting on intellectual capital*», *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 14, n° 4, pp. 456-476.
- Mtanos, R. et Paquerot, M. (1999), «*Structure de propriété et sous-performance des firmes : une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché*», *Finance, Contrôle Stratégie*, Vol. 2, n° 4, pp.157-179.
- Ng, A.W. (2006), «*Reporting intellectual capital flow in technology-based companies : Case studies of Canadian wireless technology companies*», *Journal of Intellectual Capital*, vol. 7, n° 4, pp. 492-510.
- OCDE (2008), «*Actifs intellectuels et création de valeur - Rapport de synthèse*».
- Pourtier, F. (2004), «*La publication d'informations financières volontaires : un essai de synthèse*», *Cahiers électroniques du CRECCI* "Centre de recherche en contrôle et en comptabilité Internationale", IAE, cahier de recherche N° 08-2004.
- Sevestre, P. (2002), «*Économétrie des données de panel*», Dunod, Paris.
- Sveiby, k.E. (1998), «*Measuring Intangibles and Intellectual Capital - An Emerging First Standard*», <http://www.sveiby.com.au/EmergingStandard.html>.
- Williams, S.M. (2001), «*Is intellectual capital performance and disclosure practices related ?*», *Journal of Intellectual Capital*, vol. 2, n° 3, pp. 192-203.

CONSIGNES AUX AUTEURS

PRÉSENTATION DES ARTICLES :

Les projets d'articles doivent être soumis à l'adresse **e-mail : recherche@larcf.com en format word**.

Une première page de couverture doit contenir le titre de l'article, le ou les nom(s) de(s) auteur(s), ses (leurs) coordonnées (qualité, institution, adresse, e-mail). Dans le cas où il y a plus d'un auteur, le nom et les coordonnées de la personne à contacter doivent être indiqués. La deuxième page doit comporter le titre, et **un résumé** ne dépassant pas **100 mots**. L'article ne doit pas dépasser les 30 pages de format standard (références et annexes comprises) et doit être présenté en interligne de 1,5 sur un seul côté de la feuille. Police recommandée : Times New Roman 12. Les tableaux, figures et graphiques doivent être numérotés et présentés dans le corps du texte ou en annexe. Les références bibliographiques doivent être classées dans l'ordre alphabétique et rédigées selon les modèles suivants :

Article : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre article », titre revue, volume, numéro, page début-page fin (par ex. pp. 1-3).

Ouvrage : NOM AUTEUR 1, Initial Prénom, NOM AUTEUR 2, Initial Prénom, année, « titre », Editeur, lieu d'édition.

Un engagement individuel sur l'intégrité et l'honnêteté scientifiques doit accompagner l'article.

Engagement d'intégrité

« J'atteste (Nom et prénom) que ce travail proposé pour publication à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » intitulé « », est personnel et original et que j'ai indiqué en bas de page chaque source utilisée.

Je déclare, en conséquence, en assumer l'entière responsabilité.»

Date.....

Nom et Prénom

Signature

Tout article adressé à la Revue « **Recherches en Comptabilité & Finance** » est soumis au comité de lecture et est lu par au moins deux membres, sans indication du nom de l'auteur. L'article est alors accepté, refusé ou accepté sous réserve de modifications. En cas d'acceptation définitive de l'article, un format définitif de la version acceptée sera proposé à (aux) l'auteur(s).

RAPPORT D'ACTIVITÉ

La coordination a reçu 7 propositions d'articles. Les travaux d'évaluation effectués par des professeurs membres du comité scientifique ont abouti à la sélection de 4 articles publiés dans le présent numéro.

Le coordinateur de la Revue

