

Rôle de la gouvernance corporative dans l'adoption d'une stratégie de divulgation volontaire

Hanen KHEMAKHEM Ph.D.

Université du Québec (Montréal), École des sciences de la gestion, 315 est Ste-Catherine, R-4580, Montréal, Québec; Chaire d'information financière et organisationnelle, ESG-UQAM.

Avril 2015

Rôle de la gouvernance corporative dans l'adoption d'une stratégie de divulgation volontaire :

Résumé:

La transparence organisationnelle ainsi que la gouvernance revêtent de plus en plus d'importance. La décision de divulguer ou non certaines informations de la part des dirigeants est, entre autres, fonction des mécanismes de contrôle et de la structure de gouvernance en place. Cependant, plusieurs recherches sur la question du recours volontaire à la divulgation ont été réalisées sans tenir compte de l'importance de la gouvernance comme déterminant d'un tel recours. L'objectif du présent article est de montrer le rôle de la gouvernance comme l'un des déterminants de la transparence organisationnelle et ce notamment au niveau de la diffusion volontaire de l'information.

Mot clés : gouvernance, divulgation volontaire, chef de la direction, mécanismes de gouvernance.

1. INTRODUCTION

La transparence organisationnelle revêt de plus en plus d'importance dans le contexte actuel de crise de confiance des marchés financiers, des différents scandales financiers (Enron, Norbourg, Nortel, WorldCom) et la perte des investissements des différentes catégories épargnantes telles les caisses de retraites.

Selon Bushman, Petroski et Smith (2004), la transparence organisationnelle se définit comme étant l'étendue de la disponibilité de l'information fiable et pertinente à propos de la performance, de la position financière, des opportunités d'investissement, de la gouvernance, de la valeur et des risques des entreprises cotés en bourses.

La divulgation volontaire de l'information fait partie intégrante de la transparence organisationnelle. Plusieurs auteurs ont essayé de trouver les déterminants de la transparence organisationnelle et notamment ceux de la divulgation volontaire¹. L'objectif du présent article est de montrer le rôle de la gouvernance comme l'un des déterminants de la transparence organisationnelle et ce notamment au niveau de la diffusion volontaire de l'information.

Malgré les obligations de diffusion de l'information, la divulgation de plusieurs informations reste à la discrétion des dirigeants. Les dirigeants qui ont un meilleur accès à l'information que les propriétaires externes et les investisseurs externes. Ils peuvent entreprendre une divulgation pertinente et crédible pour poursuivre différents objectifs.

¹ Voir Healy et Palepu (2001) pour une revue de la littérature complète relative aux déterminants de la divulgation.

Les recherches ayant pour objet la divulgation volontaire (financière ou non sociale ou non, par différent moyen de communication) ne peuvent ignorer le rôle de la gouvernance organisationnelle dans ce choix de divulgation.

Le reste de cet article est organisé comme suit : une deuxième section est consacrée à la divulgation volontaire et son rôle de gouvernance, une troisième section est relative à l'impact de la gouvernance sur la divulgation volontaire et une quatrième section renferme la conclusion

2. DIVULGATION VOLONTAIRE ET SON RÔLE DE GOUVERNANCE

La divulgation volontaire est un construit abstrait qui ne possède pas de caractéristiques matérielles permettant de le mesurer.

On a choisi dans le cas de cet article d'étudier la divulgation volontaire car c'est là où les influences, autres que réglementaires, sur la divulgation sont apparentes et notamment l'influence de la gouvernance². La divulgation volontaire de la part des entreprises, dont le contenu, la quantité, la qualité et le moyen de communication sont laissés au libre choix des dirigeants, vient dans le cadre d'une politique de divulgation axée sur la transparence.

Étendre les limites de la divulgation au-delà de la divulgation financière, permet de concilier la rigidité des états financiers et les besoins en information des différents utilisateurs (Cormier, Magnan et Ledoux, 2004).

² Cette approche suppose que la qualité et la quantité de la divulgation obligatoire est constante à travers le temps et pour l'ensemble des entreprises étudiées.

2.1. DÉFINITION DE LA DIVULGATION VOLONTAIRE

Dans la littérature, on retrouve plusieurs définitions du concept de divulgation volontaire. Selon Barako, Hancock et Izan (2006), la divulgation volontaire est la diffusion discrétionnaire d'informations financières et non-financières à travers les rapports annuels et ce au-delà de la divulgation requise par les réglementations. Elle représente un choix indépendant de la part de l'entreprise et ce en vue de fournir les informations jugées pertinentes pour satisfaire les besoins des utilisateurs des rapports annuels (Meek, Roberts et Gray, 2005)

La divulgation volontaire est donc la diffusion non obligatoire d'informations relatives à l'entreprise. Elle dépasse le cadre du minimum requis par les principes comptables généralement admis des (PCGR) et des normes comptables. L'information divulguée volontairement peut être aussi bien financière que non-financière. Elle peut être véhiculée à travers différents moyens de communication comme les communiqués de presse, les sites Web ou encore les rapports annuels. Même si cette information est non réglementée, cette divulgation reste soumise aux exigences légales imposées aux décisions de divulgation des dirigeants (Scott, 1997).

2.2. LES DÉTERMINANTS D'UNE STRATÉGIE DE DIVULGATION VOLONTAIRE

Plusieurs chercheurs se sont intéressés aux déterminants du recours de l'entreprise à la divulgation volontaire et ce en se basant sur différents courants théoriques comme la théorie positive, la théorie économique et plus récemment la théorie de l'agence et la théorie institutionnelle comme le montre le tableau 1.

La divulgation de l'information est importante pour différentes parties prenantes notamment les actionnaires, les différentes catégories d'investisseurs, les créanciers, les concurrents, les intervenants sur le marché financier.

Tableau 1 : Les déterminants de la divulgation volontaire suivant différentes théories

Théorie	Nature de l'information	Déterminants de la divulgation	Exemple d'études
Positive	Financière et non financière	Taille	Cormier et Magnan (1999, 2002 a et b) Botosan (1997) Scott (1994)
Économique	Financière	Réduction du coût du capital	Botosan (1997) Botosan et Plumlee (2002) Richardson et Walker (2001)
		Besoin de financement	Frankel, McNichols et Wilson (1995)
	Non-financière	Performance financière	Cormier et Magnan 1999, 2002 a et b
Légitimité	Non financière	Besoin de légitimer l'action organisationnelle	Patten (1992) Deegan et Rankin (1996) Deegan et Gordon (1996) Cormier, Magnan et Gordon (2002)
		Couverture médiatique	Brown et Deegan (1998) Cormier, Magnan et Velthoven (2002) Aerts, Cormier et Magnan (2004)
Institutionnelle	Financière	Renforcement légal des normes comptables	Hope (2003)
	Non financière	Augmentation des obligations légales de l'entreprise	Deegan et Rankin (1996)
	Financière et non-financière	Contexte institutionnel	Aerts, Cormier et Magnan (2004)
Agence	Financière	Opinion du dirigeant	Gibbins et al. (1990)

	Financière et non financière	Participation de l'État dans le capital	Eng et Mak (2003)
		Composition du conseil d'administration	Ho et Wong (2001)
Parties prenantes	Financière et non financière	Relation avec les différentes parties prenantes	Cormier, Magnan et Ledoux (2004)

La disponibilité de l'information organisationnelle est un facteur déterminant pour la prise de décisions d'investissement et le fonctionnement du marché financier. L'information divulguée affecte donc la valorisation financière de l'entreprise vue que l'information de l'entreprise et de ses concurrents permet aux dirigeants et aux investisseurs d'identifier et d'évaluer les opportunités d'investissement. Elle permet ainsi une meilleure allocation des ressources et des capitaux dans des secteurs plus rentables et elle permet de réduire le risque d'investissement, ce qui permet à son tour de réduire le coût du capital.

Malgré la multitude des recherches consacrées à l'étude des différents facteurs qui affectent la pratique de la divulgation volontaire de l'information de la part des entreprises (Wiseman, 1982; Scott, 1994; Cormier et Magnan, 1997; Cormier, Magnan, 1999; Ho et Wong, 2001; Eng et Mak, 2003; Gul et Leung, 2004), on retrouve peu d'études relatives à la divulgation ont pris en compte le rôle de la gouvernance dans le choix de la divulgation.

2.3. RÔLE DE GOUVERNANCE DE LA DIVULGATION

Les dirigeants ont un meilleur accès à l'information que les actionnaires et les investisseurs externes. Ils peuvent entreprendre une divulgation fiable et crédible pour augmenter la valeur de l'entreprise et en réduisant les coûts d'agence.

Pour réduire les coûts d'obligation et de surveillance, l'agent peut volontairement diffuser des informations et pour réduire les coûts des actionnaires actuels et pour attirer des investisseurs externes. Ces informations peuvent entre autre inclure les informations concernant les opportunités d'investissement, la politique financière de l'entreprise ou toute autre information.

La divulgation permet de réduire les coûts d'agence supportés par les actionnaires à travers son rôle de gouvernance. On peut attribuer deux rôles de gouvernance à l'information divulguée par l'entreprise; un rôle contractuel et un rôle de contrôle et d'évaluation des dirigeants.

2.3.1. Rôle contractuel de l'information

Dans une perception contractuelle du rôle de l'information corporative, la firme est considérée comme un nœud de contrats (Jensen et Meckling, 1976). Par ailleurs, une relation d'agence peut être définie comme un contrat par lequel les actionnaires engagent le dirigeant afin de prester pour leur compte une ou plusieurs activités (Jensen et Meckling, 1976). Selon la théorie d'agence, toute relation d'agence entraîne des conflits du fait que chacune des parties contractantes cherche à maximiser son utilité même au dépend de l'autre partie.

Étant conscientes du problème, les parties mettent en place des contrats en vue de limiter les effets occasionnés par la divergence d'intérêt (Depret, 2004). L'information corporative est donc ainsi utilisée dans certains mécanismes de gouvernance tels que les contrats des dirigeants, du président du conseil ou encore du chef de la direction. L'utilisation de cette information dans l'établissement des contrats de rémunération des dirigeants est bien documentée dans la littérature (Bushman et Smith, 2001). En effet, certaines mesures de performance des dirigeants

reposent sur l'information organisationnelle. Il peut donc exister une tentation pour les dirigeants de gérer le contenu de ces informations afin de favoriser leur intérêt personnel.

Rappelons qu'une partie de la rémunération des dirigeants est fixée en fonction de la performance boursière de l'entreprise et ce notamment les options d'achat d'actions. La divulgation volontaire joue un grand rôle dans l'amélioration des rendements boursiers et dans la valorisation des titres de l'entreprise sur le marché financier (Lev, 1992; Healy, Hutton et Palepu, 1999). La divulgation volontaire peut donc affecter indirectement la rémunération des dirigeants par la voie du marché financier.

Les dirigeants ont aussi la possibilité d'agir sur la divulgation des informations publiées par l'entreprise, notamment sur le contenu des états financiers et ce tout en étant dans le respect de la réglementation (Healy, 1985; Depret, 2004) afin, par exemple, de conserver leur emploi ou de rencontrer les conditions de leurs contrats de rémunération. Le rôle de gouvernance de l'information organisationnelle consiste entre autre à discipliner les dirigeants dans la gestion des ressources à travers le rôle contractuel de cette information. L'information divulguée constitue une source d'information pour établir les contrats et suivre les réalisations des dirigeants. L'information divulguée sert entre autre à évaluer la performance des dirigeants ce qui affecte leur avenir dans l'entreprise et leur position sur le marché du travail des dirigeants.

2.3.2. Rôle de contrôle et d'évaluation des dirigeants

L'information organisationnelle améliore la performance économique à travers son rôle de gouvernance. Une information vérifiable et objective facilite le contrôle des actionnaires quand

elle est rendue publique (Bushman et Smith, 2003). En s'engageant dans plus de divulgation et de transparence organisationnelle, le dirigeant permet ainsi aux actionnaires de réduire les coûts de surveillance.

La mission d'évaluation des dirigeants revient principalement au conseil d'administration. Le conseil doit évaluer à la fois les capacités des dirigeants et les efforts qu'ils fournissent (Charreaux, 1997). Cette évaluation dépend fortement de l'information dont le conseil dispose et dont l'une des sources est la divulgation volontaire.

L'information divulguée par l'entreprise et ses concurrents, permet de renseigner le conseil d'administration et les organismes de contrôle sur les efforts fournis par les dirigeants et sur les résultats de leurs efforts. Ainsi, cette information permet au conseil de juger la performance des dirigeants et de prendre les mesures nécessaires pour discipliner les dirigeants et ajuster leurs contrats, d'où le rôle de contrôle de l'information. Les mécanismes disciplinaires dont dispose le conseil incitent donc les dirigeants à être efficaces et conduisent par conséquent à l'amélioration de la performance organisationnelle.

3. L'IMPACT DE LA GOUVERNANCE ORGNISATIONNELLE SUR LA DIVULGATION VOLONTAIRE

La gouvernance est un système par lequel les entreprises par actions sont gérées. Il recouvre l'ensemble des dispositions qui permettent de s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt

des actionnaires et poursuivent des objectifs en concordance avec l'intérêt de ces derniers (Charreaux, 1997).

Les préoccupations liées à la gouvernance sont apparues à partir du moment où il y a eu séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises (Berle et Means, 1932). Les actionnaires ont pris conscience que les dirigeants, compte tenu de leur position dans l'entreprise et de l'asymétrie d'information, ont la possibilité de gérer l'entreprise dans une optique non conforme au intérêt des actionnaires mais aussi de détourner certaines richesses à leur profit et d'adopter des stratégies personnelles.

Les décisions des dirigeants pourraient donc être au détriment des actionnaires. Ces derniers mettent donc en place des mécanismes permettant le contrôle et l'évaluation des dirigeants et visant à prévenir et à limiter les risques des comportements opportunistes. Depuis les dernières années, la multiplication des scandales financiers, la faillite de plusieurs grands groupes (Enron, WorldCom...), l'apparition des investisseurs institutionnels et l'arrivée des fonds de pension dans le capital de plusieurs grandes sociétés ont orienté les entreprises vers la recherche d'un équilibre des pouvoirs entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires et ont permis une plus grande transparence dans le fonctionnement et l'information transmise par les entreprises (Parrat, 1999).

Plus récemment et suite aux derniers scandales financiers, on a pu constater encore une évolution vers une plus grande transparence organisationnelle amenée par la nouvelle loi américaine Sarbanes-Oxley de 2002, qui établit essentiellement des règles de gouvernance très strictes pour

les sociétés. On constate aussi endurcissement de la réglementation canadienne pour renforcer l'application de la loi, améliorer la divulgation et les rapports financiers, accroître la qualité du processus de vérification ainsi que renforcer la gouvernance de l'entreprise et la reddition des comptes par les dirigeants (Ministère des finances du Canada, mai 2005).

Toutes ces pressions légales et réglementaires sont introduites dans le but d'inciter les dirigeants à adopter une stratégie de transparence organisationnelle dont fait partie une divulgation volontaire pertinente et crédible. Dans cette section il est donc question d'examiner le conflit d'agence, les mécanismes de gouvernance ainsi que leurs liens avec la divulgation volontaire.

3.1. LE PROBLÈME D'AGENCE ET LA DIVULGATION VOLONTAIRE

Suivant la théorie de l'agence, l'écart informationnel entre investisseurs et dirigeants ainsi que le problème de la divergence de leurs intérêts, créent chez les investisseurs externes un besoin informationnel (Healy et Palepu, 2001). La demande de la divulgation provient donc de l'asymétrie de l'information et des conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans une perspective classique de la théorie d'agence, la séparation entre les dirigeants et les investisseurs externes impliquent un conflit inhérent à cette séparation. Selon Jensen et Meckling (1976) une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal ou le mandataire) engagent une autre personne (l'agent ou le mandaté) pour exécuter en son nom une tâche quelconque ce qui implique une délégation d'un pouvoir de décision à l'agent. Jensen et Meckling (1976) considèrent que cette relation est à l'origine de plusieurs conflits d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires. En effet, selon la théorie d'agence, le dirigeant cherche à

maximiser sa richesse en prenant ses décisions, et ce au dépend des intérêts des actionnaires et des investisseurs.

La divulgation de l'information volontaire est un choix fait par le dirigeant. Cette divulgation est un canal important de communication de l'information pour le marché des capitaux, les investisseurs et les différents utilisateurs. Les investisseurs ont différentes informations et différentes attentes d'où l'incertitude du dirigeant quant à la réaction des investisseurs à l'information divulguée. Naggar (1999) montre que le dirigeant prend en considération la perception de ses capacités par les actionnaires lors de la divulgation des informations. Le dirigeant peut chercher, par exemple, à maximiser la valeur de son capital humain au lieu de la valeur de l'entreprise à travers sa stratégie de divulgation.

Les sources de divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires peuvent éventuellement affecter le choix de diffusion de l'information par les dirigeants. Les sources du conflit entre dirigeants et actionnaires et qui peuvent affecter le choix de divulgation des dirigeants sont principalement le problème d'horizon ainsi que l'opportunisme du dirigeant.

3.1.1. Problème d'horizon et la divulgation volontaire

Le problème d'horizon entre dirigeant et actionnaire émane du fait que les actionnaires ont un horizon de temps infini puisque la société a une durée de vie illimitée. Or les dirigeants ont un horizon beaucoup plus restreint. Le problème d'horizon est beaucoup plus accentué quand le dirigeant s'approche de la fin de son mandat ou encore de sa retraite ou au moment de la réalisation des options.

À ce moment, le dirigeant est plus amené à prendre des décisions qui favorisent la valorisation de l'entreprise à court terme. Il peut donc s'engager dans plus de divulgation en privilégiant ainsi la valorisation de la firme sur le marché des capitaux tout en la mettant en péril les flux monétaires futurs que les coûts exclusifs, par exemple, pourraient diminuer.

Le problème d'horizon peut avoir un impact sur la décision de divulgation et peut inciter le dirigeant à s'engager dans un niveau de divulgation qui s'écarte de l'optimalité et qui diminue uniquement les coûts de financement de l'entreprise en laissant de côté l'objectif de minimisation des coûts à long terme.

3.1.2. L'opportunisme du dirigeant et son impact sur la divulgation

Les actionnaires ont pris conscience en général que le dirigeant a la possibilité de gérer l'entreprise dans une optique non conforme à leurs intérêts. Il a aussi la possibilité de détourner certaines richesses à son profit et adopter des stratégies personnelles. La divulgation volontaire est l'une des décisions des gestionnaires qui affectent la richesse des actionnaires vue le rôle de la divulgation sur le marché des capitaux.

Plusieurs auteurs mentionnent la responsabilité et le rôle joué par le dirigeant lors du processus de divulgation (Dye 1985; Verrecchia 1983; Verrecchia, 1990), mais très peu d'entre eux étudient empiriquement le rôle réellement joué par le dirigeant dans le processus de la divulgation ou encore le poids de ses intérêts personnels dans l'enjeu de la divulgation (Gibbins et al., 1990).

Pourtant, les théoriciens de l'agence soutiennent que l'agent cherche à maximiser son profit et à favoriser ses intérêts au dépend de l'entreprise et qu'à travers ses décisions, il cherche en premier lieu à maximiser son profit.

Plusieurs recherches ont montré que l'opportunisme des dirigeants intervient en matière de divulgation volontaire comme dans le cas d'émission des prévisions associés avec les transactions des dirigeants avec l'entreprise (Noe, 1999) ou en fonction de la réalisation de leurs options (Miller et Piotroski, 2000) ou encore la gestion du timing de la divulgation de certaines nouvelles en fonction de leur rémunération sous forme d'options (Aboody et Kasznik, 2000). Mais ces recherches renseignent peu sur les mécanismes de gouvernance mis en place pour contrôler les dirigeants et si ces mécanismes diffèrent chez les entreprises où on observe le comportement opportuniste des dirigeants de chez celles où ce comportement n'est pas observé.

3.1.3. Le rôle des dirigeants dans le choix de divulgation

Plusieurs auteurs évoquent explicitement le rôle important du dirigeant lors de la divulgation. Il s'agit du premier responsable dans l'entreprise de la nature, de la qualité et du niveau de divulgation (Gibbins et al., 1990; Dye, 1985; Verrecchia, 1983; Evans et Sridhar, 2002). En l'occurrence, peu de recherches empiriques ont examiné l'influence des dirigeants et de la structure de gouvernance de l'entreprise sur la divulgation.

Selon Jensen et Meckling (1976), le contrat qui relie les actionnaires au dirigeant instaure une relation d'agence entre les deux parties. En effet, les actionnaires délèguent aux dirigeants le pouvoir de prendre des décisions pour gérer leur propre argent. Suite à la délégation du pouvoir

des actionnaires au dirigeant, il existe un écart informationnel entre les deux parties ainsi qu'un problème d'agence qui se manifeste sous la forme d'un conflit d'intérêts provenant de cette délégation. Les dirigeants motivés par des intérêts personnels très différents de ceux des actionnaires, peuvent entreprendre des décisions qui ne maximisent pas nécessairement la valeur de la firme mais plutôt leurs propres intérêts.

La divulgation volontaire est l'une des décisions des dirigeants qui affectent la richesse des actionnaires mais aussi leur richesse personnelle vue le rôle de la divulgation sur le marché des capitaux par exemple. Pour réduire les coûts d'agence, l'agent peut volontairement diffuser des informations pour réduire les coûts de contrôle des actionnaires actuels et pour attirer des investisseurs externes. Les dirigeants qui ont un meilleur accès à l'information que les propriétaires externes et les investisseurs externes peuvent entreprendre une divulgation pertinente et crédible pour augmenter la valeur de l'entreprise en réduisant les coûts d'agence (Barako et al., 2006).

L'une des conditions qui limite la bonne communication entre les dirigeants et les investisseurs externes est la divergence de leurs intérêts, ces intérêts ne sont en effet pas toujours alignés comme le soulignent les auteurs de la théorie d'agence. Plusieurs chercheurs mentionnent la responsabilité et le rôle joué par le dirigeant lors du processus de divulgation (Dye, 1985; Verrecchia, 1983; Verrecchia, 1990), mais très peu d'entre eux étudient empiriquement le rôle réellement joué par le dirigeant dans le processus de la divulgation ou encore le poids de ses intérêts personnels dans l'enjeu de la divulgation.

Certaines études qui mettent en exergue le rôle des dirigeants en générale et du chef de la direction en particulier dans le choix et l'étendue de l'information divulguée volontairement.

L'étude de Gibbins, Richardson et Waterhouse (1990), concernant les facteurs affectant la divulgation, met en évidence la relation entre l'information divulguée par l'entreprise et l'opinion du dirigeant. Les résultats de l'étude, réalisée moyennant des entrevues avec des intervenant internes (haut responsables) et externes (conseillers) impliquées dans la décisions de divulgation, montrent que la discrétion des dirigeants est existante mais qu'elle est limitée (contrainte, réduite) par la dépendance de l'entreprise au marché des capitaux (source de financement), la réglementation de la divulgation et les opportunités sur le marché des produits.

Selon, Gibbins et al. (1990) la divulgation est influencée par la structure de l'entreprise en générale et par la personnalité et les préférences du chef de la direction en particulier. Ils concluent que l'attitude du dirigeant et son opinion affectent directement la divulgation de l'entreprise. Selon ces chercheurs, la position de divulgation de la firme est aussi directement affectée par plusieurs facteurs internes comme l'historique, la personnalité et les préférences du chef de la direction.

Dans une étude réalisée auprès de 116 entreprises cotées à la bourse de Hongkong, Ho et Wong (2003) mettent en évidence le rôle des intervenants internes, et particulièrement le chef de la direction, dans le choix de divulgation de l'entreprise. En effet l'étude révèle que dans 43% des entreprises les chefs de la direction optent pour la diffusion d'information supplémentaire qu'ils considèrent pertinents ou utiles pour les analystes et les investisseurs. L'étude montre que la divulgation dans les rapports annuels est orientée principalement vers le besoin des investisseurs.

L'étude de Ho et Wong (2003) montre que la personne la plus influente affectant la politique de divulgation de l'entreprise est bien le chef de la direction. Il s'agit selon l'étude de la personne la plus impliquée dans le processus et qui a l'influence la plus importante. Pour Core (2001), il existe une relation entre la politique de divulgation et la rémunération ou le système d'incitation des dirigeants et plus spécifiquement la nature de la rémunération des dirigeants (sous forme d'option) est reliée à la nature de l'information divulguée (good, bad), l'émissions des prévisions et le timing de la divulgation.

Selon Abbody et Kasnik (2000), les dirigeants exercent leur discrétion lors du choix de la divulgation et ce au détriment des autres actionnaires. Abbody et Kasnik (2000), ont examiné si les chefs de la direction de 572 entreprises américaines gèrent le timing de la divulgation volontaire en fonction de la date de l'octroi d'options. L'étude met en évidence le fait que le chef de la direction gère les attentes des actionnaires en précipitant la diffusion des mauvaises nouvelles et en reculant l'annonce de bonne nouvelle au alentours de la date d'octroi d'option. Les résultats montrent un comportement opportuniste de la part du chef de la direction, pour maximiser leur rémunération sous forme d'option, et ce aussi lors de l'émission des prévisions avant la date d'octroi.

Plusieurs recherches ont montré l'opportunisme des dirigeants en matière de divulgation volontaire, comme le cas d'émission des prévisions associée avec les transactions des dirigeants avec l'entreprise ou en fonction de la réalisation de leurs options (Miller et Piotroski, 2000) ou encore la gestion du timing de la divulgation de certaines nouvelles en fonction de leur rémunération sous forme d'options (Abbody et Kasznik, 2000). Mais ces recherches renseignent

peu sur les mécanismes de gouvernance mis en place dans l'entreprise pour contrôler les dirigeants et si ces mécanismes diffèrent chez les entreprises où on observe le comportement opportuniste des dirigeants de chez celles où ce comportement n'est pas observé.

3.2. RÔLE DES MÉCANISMES DE GOUVERNANCE

Le système de gouvernance de l'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes qui gouvernent la conduite des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire (Charreaux, 1997).

Les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place dans le but de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996) et de limiter le transfert de la richesse entre les actionnaires et le dirigeant.

Le conflit entre les dirigeants et les actionnaires trouve son origine dans la relation d'agence qui les relie. Les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place pour aligner les intérêts du dirigeant qui est l'agent à ceux du principal qui est les actionnaires.

Selon Bushman et Smith (2003), la structure de gouvernance, constituée par les divers mécanismes mis en place, sert à s'assurer que les actionnaires minoritaires reçoivent une information fiable à propos de l'entreprise et que les dirigeants et les actionnaires majoritaires ne les dépossèdent pas et ne s'accaparent pas de la valeur de leur investissement. La structure de gouvernance sert aussi à motiver les dirigeants à maximiser la valeur de la firme au lieu de poursuivre leurs propres objectifs.

La position centrale des dirigeants peut leur permettre de contrôler ou dissimuler une partie de l'information transmise aux actionnaires. Dans ce cas, les actionnaires peuvent éprouver de la difficulté à acquérir et à traiter l'information nécessaire à leur prise de décision. Une saine pratique de gouvernance implique la mise en place des différents mécanismes de contrôle et ce pour rallier les intérêts des dirigeants à ceux des investisseurs et pour limiter le comportement opportuniste des dirigeants. Les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place dans le but de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996) et de limiter le transfert de la richesse entre les actionnaires et le dirigeant. On peut identifier deux sortes de mécanismes; internes et externes.

3.2.1. Les mécanismes internes

Les mécanismes de gouvernance internes sont mis en place par l'entreprise dans le but de maîtriser le problème d'agence et de rallier les intérêts des actionnaires et des dirigeants.

On peut citer notamment le conseil d'administration, la présence de comités (comme celle d'audit, comité de rémunération, indépendance du conseil d'administration, non dualité du président, indépendance des comités, autres comités) la dette et la rémunération des dirigeants.

- Rôle du conseil d'administration

Fama et Jensen (1983) considèrent le conseil d'administration comme le plus important mécanisme de contrôles internes. Il s'agit de l'organe principal de contrôle des décisions prises par les cadres supérieurs et les gestionnaires.

Charreaux (1987) souligne le rôle du conseil d'administration dans la discipline des dirigeants. Dans son rôle de contrôle des décisions, le conseil dispose de deux moyens essentiels pour

discipliner les dirigeants à savoir, le choix de leur système de rémunération et la possibilité de les révoquer. Le conseil participe donc activement à contrôler les dirigeants et à assurer une saine pratique de gouvernance.

Le conseil d'administration se compose de deux types d'administrateurs, les administrateurs internes et les administrateurs externes. Les premiers sont ceux qui participent quotidiennement à la vie de l'entreprise, leur présence est nécessaire vue qu'ils se doivent d'apporter au conseil une connaissance plus précise du contexte et de l'activité de l'entreprise. Les administrateurs externes peuvent être des administrateurs indépendants de la direction de l'entreprise.

Dans le cadre de la séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel, les administrateurs externes, de part leur indépendance, sont les plus susceptibles d'exercer le rôle de surveillance. Plusieurs caractéristiques du conseil aident à établir un contrôle efficace des dirigeants telles que l'indépendance du conseil, la compétence des administrateurs et la non-dualité du président.

Dans le cas de dualité par exemple, le président du conseil se trouve en même temps le chef de la direction et se voit attribuer deux rôles; un rôle décisionnel et un rôle de contrôle des décisions. Cette dualité permet donc au chef de la direction plus d'enracinement et plus de pouvoir au sein de l'entreprise.

La divulgation de l'information est effectuée sous le contrôle du conseil d'administration. Plusieurs recherches montrent des résultats mitigés concernant le lien entre la divulgation volontaire et l'indépendance du conseil d'administration ou encore entre la quantité de

l'information divulguée et la présence de certains comités tels que les comités d'audit et de rémunération (Gibbins et al., 1990; Ho et Wong, 2001; Eng et Mak, 2003; Gul et Leung, 2004).

Ho et Wong (2001) se sont intéressés au lien entre les caractéristiques de la gouvernance et la divulgation volontaire. Leur étude, réalisée sur un échantillon de 98 entreprises de Hong Kong, révèle, d'une part, que la présence des membres de la famille dans le conseil d'administration diminue le niveau de divulgation et d'autre part que l'existence d'un comité d'audit augmente le niveau de la divulgation. Cependant l'indépendance du conseil et la dualité du président n'ont pas un impact significatif sur la divulgation.

Utilisant la même mesure de divulgation, Eng et Mak (2003) ont examiné l'incidence de la structure de la propriété et de la composition du conseil sur le niveau de divulgation de 158 entreprises du Singapour. La recherche a permis de déceler un lien négatif et significatif entre le niveau de divulgation et la propriété managériale. La participation de l'Etat dans le capital favorise aussi la divulgation. Contrairement aux attentes, la concentration de la propriété n'a aucun impact sur le niveau de divulgation et l'indépendance du conseil affecte négativement la divulgation.

L'étude de Barako, Hancock et Izan (2006) sur un échantillon de firme du Kinéa a pour objectif d'examiner les pratiques de divulgation dans les rapports annuels et examine le degré auquel les attributs de la gouvernance de l'entreprise, la structure de la propriété et les caractéristiques de l'entreprise influence les pratiques de divulgation volontaire. Les résultats montrent que la présence d'un comité d'audit est aussi un facteur significatif associé au niveau de divulgation et

la proportion des administrateurs indépendants dans le conseil est négativement associée à l'étendue de la divulgation.

Les résultats de Barako, Hancock et Izan (2006), Eng et Mak (2003) et de Ho et Wong (2001) obtenu moyennant une régression linéaire par moindres carrés ordinaires (MCO) doivent être interprétés prudemment. En effet, plusieurs recherches sur la gouvernance de l'entreprise (Bhagat et Jefferis, 2002; Bhagat et Black, 2000; Barnhart et Rosenstein, 1998; Agrawal et Knober, 1996) ont révélé d'une part l'interdépendance de la mise en place des mécanismes de gouvernance et d'autre part le caractère non exogène de ces mécanismes (comme l'indépendance du conseil et la propriété managériale).

- L'intéressement du dirigeant

Le système d'intéressement des dirigeants dont dispose l'entreprise a principalement deux composantes; la propriété managériale et la rémunération.

Concernant la propriété managériale, Jensen et Meckling (1976) considèrent que l'attribution d'actions au dirigeant permet de limiter son opportunisme et d'aligner ses intérêts à ceux des actionnaires. Le dirigeant devient à la fois manager et propriétaire de l'entreprise, il partagera donc les mêmes intérêts et les mêmes risques que les actionnaires.

Quant à la rémunération, on distingue trois types de rémunération octroyés aux dirigeants. Une rémunération fixe, indépendante de la performance de l'entreprise. Cette rémunération représente en fait une faible partie de la rémunération totale et vu son indépendance de la performance de l'entreprise (Bushman et Smith, 2001), il est peu probable que ce type de rémunération affecte les décisions du dirigeant notamment en matière de divulgation.

Le deuxième type de rémunération est celui relié aux mesures comptables de la performance de l'entreprise (le bonus) et le troisième est celui basé sur les cours boursiers tel que l'octroi des options (Charreaux, 1997). Cette troisième catégorie peut inciter le dirigeant à s'engager dans politique divulgation volontaire étendue afin de bénéficier de l'impact de la divulgation sur les cours boursiers et qui affecte favorablement sa rémunération.

Les dirigeants sont redevables envers les investisseurs et les bailleurs de fond de l'entreprise de leur fournir toute l'information pertinente pour la prise de décision. Les incitations des dirigeants à étendre la divulgation émanent principalement de la réduction de l'asymétrie de l'information entre l'équipe dirigeante et les investisseurs. Cette divulgation peut entraîner ainsi la réduction du coût du capital, l'augmentation de la liquidité du titre, l'intéressement de nouveaux investisseurs ainsi que la réduction de la volatilité des cours boursiers du titre de l'entreprise (Botosan, 1997; Leuz et Verrecchia, 2000; Richardson et Walker, 2001).

Plusieurs auteurs mettent en exergue l'impact de l'information comptable et financière tels que les résultats sur la rémunération et le changement du chef de la direction (Jensen et Murphy, 1990; Healy et Palepu, 1993; Bushman et Smith, 2001).

Les dirigeants peuvent donc prendre des décisions de divulgation en fonction de leur propres intérêts mais certains contrats, tels que les contrats de rémunération, peuvent atténuer le problème et rallier le bonus du dirigeants à la valeur de l'action à long terme, cependant attendre

des contrats optimaux qui rallient parfaitement les intérêts n'est pas exempte de coûts (Healy et Palepu, 1993).

Les systèmes de rémunération des dirigeants comptent parmi les mécanismes disciplinaires internes de l'entreprise. Prévoir une partie fixe dans la rémunération permet de réduire le risque du dirigeant, et prévoir une partie variable, les options, permet de transmettre une partie du risque des actionnaires au dirigeant (Rees, 1985).

Selon Dye (1985) l'entreprise a tout intérêt à opter pour des contrats de rémunération qui incitent le dirigeant à la divulgation en admettant que le prix de l'action et la valeur de la firme sur le marché financier sont en fonction de la divulgation effectuée par les dirigeants. La richesse des actionnaires est donc indirectement reliée à la rémunération des dirigeants et ce à travers la divulgation. Le choix du plan de rémunération des dirigeants affecte son choix de la politique de divulgation (Dye, 1985). Ceci implique que la politique de divulgation et comme on suppose que la divulgation obligatoire reste inchangé et constante indépendante, l'impact du plan de rémunération se traduit donc dans la partie volontaire de la divulgation soumise au libre choix du dirigeant en matière de quantité et de qualité.

Healy et al. (1999) mettent en évidence le rôle de la rémunération dans les choix de divulgation des dirigeants. En effet, l'étude montre que l'augmentation du niveau de divulgation facultative coïncide aussi avec une augmentation des gains réalisés par la suite de la levée d'options d'achat d'actions par les chefs de la direction des entreprises de l'échantillon. La propriété managériale est l'un des mécanismes utilisés pour susciter l'intérêt du manager et l'inciter à agir en tant

qu'actionnaire. La propriété managériale peut inciter les dirigeants à agir en fonction des intérêts des actionnaires (Bhagat et Jefferis, 2002) puis qu'il devient détenteur des titres de l'entreprise.

- La dette

Plusieurs auteurs considèrent la dette comme étant un mécanisme interne de gouvernance (Jensen, 1986; et Bathala, Moon et Rao, 1994). Elle permet en effet de limiter les liquidités dont dispose le dirigeant en l'obligeant à faire des paiements périodiques (en intérêts et capital) et réduit le contrôle des dirigeants sur les cash-flows de l'entreprise et réduit leurs motivations de s'engager dans des activités non optimales ou risquées (Jensen, 1986; et Bathala, Moon et Rao, 1994).

Les contrats de dettes incitent les dirigeants à être plus efficaces et plus prudents vu le risque de faillite, de perte de contrôle et de perte de réputation (Bathala et al., 1994). Dans la littérature relative à la divulgation, la dette est considérée aussi comme un facteur déterminant du choix de la divulgation. Les remboursements réduisent les fonds de l'entreprise et contraignent les dirigeants à limiter l'information diffusée par crainte de coûts exclusifs et de la réduction des cash-flows futurs (Cormier, 2002).

3.2.2. Les mécanismes externes

Les mécanismes externes de contrôle des dirigeants sont indépendants des décisions de l'entreprise. Le rôle de surveillance externe des dirigeants est assuré principalement par les marchés. On peut citer notamment; le marché des produits³, le marché des dirigeants, le marché des prises du contrôle corporatif et le marché financier.

³ Le marché des produits désigne dans le cadre de cette proposition le marché principal des biens et des services de l'entreprise.

- Le marché des produits

En plus d'être un mécanisme disciplinaire externe le marché des produits est un des facteurs d'influence de la divulgation volontaire documenté dans la littérature.

Selon Demsetz (1983), dans le cas où un dirigeant serait trop opportuniste et prélèverait trop au détriment des actionnaires cela aurait des répercussions sur les coûts de production et donc sur le prix de vente des produits, ce qui rend les produits moins compétitifs sur le marché. Donc un dirigeant qui opte pour la maximisation de son utilité à court terme au dépend des intérêts actionnaires rend la firme moins compétitive. Le risque du manque de compétitivité sur le marché des produits limitera donc l'opportunisme du dirigeant étant donné que les firmes mal gérées ne survivront pas dans un marché compétitif.

Selon Parrat (1999) plus la pression concurrentielle sera forte plus ce mécanisme est efficace pour contrôler l'opportunisme des dirigeants. La pression concurrentielle a aussi un grand rôle à jouer en matière de divulgation. Plusieurs chercheurs mettent en évidence le fait que les responsables de la divulgation dans l'entreprise prennent en considération la concurrence actuelle et potentielle lors du choix de l'étendue de la divulgation (Scott, 1997; Verrecchia, 1983, 2001; Dye, 1985). En effet, la diffusion publique de certaines informations peut affecter les entreprises négativement si les intervenants sur le marché des produits en font un usage stratégique à leur profit et au dépend de l'entreprise.

Plusieurs chercheurs supposent que la décision de divulguer l'information aux investisseurs est influencée par le souci que cette divulgation pourrait altérer la position concurrentielle de

l'entreprise sur le marché des produits⁴ (Verrecchia 1983, Darrough et Stoughton, 1993; Wagenhofer, 1990; Feltham et Xie, 1992, Newman et Sansing, 1993; Darrough, 1993; Gigler, 1994).

La divulgation de l'information exclusive, comme les informations technologiques et les intentions stratégiques, peut affecter négativement les cash-flows futurs de l'entreprise si d'autres parties en retirent un bénéfice au dépend des intérêts de l'entreprise (Dye, 1985). Cette diminution des cash-flows futurs représente les coûts associés à la diffusion de l'information exclusive, appelés aussi coûts exclusifs.

- Le marché du travail des dirigeants

Le marché du travail des dirigeants a pour rôle d'évaluer la compétence des dirigeants. Ces derniers se sachant évalués, peuvent agir de façon à ce que leur opportunisme ne soit pas perçu par le marché et ce pour ne pas mettre en cause leur réputation.

Pour pouvoir évaluer la compétence du dirigeant, les actionnaires doivent recourir à l'information divulguée. Les dirigeants savent qu'ils seront évalués sur la base de l'information qu'ils divulguent. Ils pourraient être tenté de renforcer sa position sur le marché des dirigeants et ce moyennant la divulgation.

Pour conserver leurs postes, les dirigeants doivent assurer une rentabilité maximale aux actionnaires (ou du moins le signaler) et s'assurer que l'information concernant leur effort de maximisation de la rentabilité de l'entreprise parvient aux actionnaires.

⁴ Le marché des produits désigne dans le cadre de cette proposition le marché des biens et des services de l'entreprise.

La valeur de l'entreprise est en fonction du talent de ses dirigeants (Healy et Palepu, 2001). La divulgation sert aussi à signaler le talent des dirigeants et leurs compétences aux actionnaires et aux marchés.

- Le marché des prises de contrôle corporatif : Take over market

Le marché financier permet à une firme de prendre le contrôle d'une autre par différentes procédures (takeovers). Ainsi donc, il est possible, dans ce cas, de remplacer les dirigeants en place par celui qui a effectué la prise de contrôle.

Les dirigeants essaient d'éviter la prise de contrôle de leur entreprises et ceux pour conserver leur postes d'où leur incitation à assurer une meilleure performance financière de l'entreprise et notamment sur le marché financier. Ceci incite les dirigeants à s'engager dans une stratégie de divulgation étendue pour bénéficier des retombées favorables de la divulgation sur le marché des capitaux.

- Le marché financier

Même dans un marché financier efficient, l'avantage informationnel du dirigeant persiste et ce vue son expertise dans la gestion, les investissements et les opérations de l'entreprise (expérience dans l'industrie et études), l'asymétrie d'information et la discrétion dont ils bénéficient. En effet, la position des dirigeants leur permet d'avoir une idée plus précise de la performance actuelle et future de l'entreprise (Healy et Palepu, 1993). Le marché financier offre aux actionnaires «mécontents» la possibilité de vendre leurs titres et de faire baisser par conséquent la valeur de l'entreprise. Ceci se répercutera négativement sur les dirigeants notamment en causant la baisse de leur rémunération indexée sur la performance boursière. La pression du marché financier est donc supposée contraindre les dirigeants à prendre des décisions

conformément aux intérêts des actionnaires. Cependant ce mécanisme est limité dans les marchés où la propriété est diffuse et où l'actionnariat est très dispersé.

4. CONCLUSION

La problématique de la gouvernance revêt de plus en plus d'importance dans plusieurs pays suite aux différents scandales et les réponses à ses scandales telles que ; la loi Sarbannes-Oxley aux États Unies ou encore l'adoption des principes de meilleures pratiques de gouvernance au Canada, en Angleterre et en Australie. La divulgation volontaire est une décision qui revient aux dirigeants de l'entreprise. Elle vient en réponse au problème d'agence qui existe entre gestionnaires et actionnaires. La divulgation répond aux besoins informationnels de ces derniers.

La décision de divulguer ou non certaines informations de la part des gestionnaires est, entre autres, en fonction des mécanismes de contrôle et de la structure de gouvernance en place (Healy et Palepu, 2001). Cependant plusieurs recherches sur la question du recours volontaire à la divulgation ont été réalisées sans tenir compte de l'importance de la gouvernance comme déterminant d'un tel recours (Diamond et Verrecchia, 1991; Healy et al., 1999 ; Botosan, 1997; Cormier et Magnan, 1997, 1999; Leuz et Verrecchia, 2000; Richardson et Welker,2001).

L'objectif de l'article est de montrer le rôle de gouvernance dans le recours des dirigeants à la pratique de la divulgation volontaire et ce en mettant en exergue les liens mutuels entre la gouvernance de l'entreprise et la communication volontaire de l'information. Le présent article

permet de mettre en valeur des liens entre la divulgation l'importance de la gouvernance et le rôle joué par les haut-dirigeants dans le choix d'adopter une stratégie de divulgation volontaire.

Les recherches dans les champs de la divulgation volontaire (financière, sociale ou autre) véhiculée à travers différents moyens de communication (web, rapports annuels communiqué de presse) ne peuvent donc ignorer les facteurs relatifs à la gouvernance dans leur analyse. Malgré la multitude des recherches traitant la question de la divulgation volontaire de l'information organisationnelle, il existe plusieurs champs de recherche à explorer tels que ; le rôle effectif des hauts dirigeants dans le choix de divulgation ou encore le rôle de la gouvernance dans la transparence organisationnelle et à un niveau international et dans différents contextes ayant différentes réglementations.

BIBLIOGRAPHIE

- Aerts, W., D. Cormier et M. Magnan, (2004), "Performance Disclosure Transparency by Continental European and North American Firms: Determinants and Analysts' Relevance", Congrès de l'EAA, 2004, Prague.
- Agrawal, A. et C. Knoeber, (1996) "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Barako D.G., P. Hancock et H.Y. Izan, (2006), "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies", *Corporate Governance*, 14(2), p.107-125.
- Barnhart S.W. et S. Rosenstein, (1998), "Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis ". *The Financial Review*, 33, 1-16.
- Berle, A. et G. Means. 1932. "The modern corporation and private property", New York : Éditions Macmillan Co, 396 p.
- Bhagat, S. et B. Black, (2000), "Board independence and long term firm performance", Stanford Law School, 40 p. Disponible sur www.ssrn.com
- Bhagat, S., et R., Jefferis, (2002), "The Econometrics of Corporate Governance Studies", The MIT Press.
- Botosan C., (1997) "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Botosan, C. et M. Plumlee (2002) "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40
- Botosan, C. et M., Stanford, (2005), "Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment", *The Accounting Review*, 80(30), 751-771.
- Botosan, C., M. Plumlee et Y. Xie (2004), "The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital", *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), 233-259.
- Bushman R.M. et A. J. Smith (2003), "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 9(1), 65-87.
- Bushman, R.M., J. D. Piotroski et A. J. Smith (2004), "What Determines Corporate Transparency? ", *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207-237.
- Charreaux, G. (1987), "La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature", *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, *Economica*, 21- 55.
- Charreaux, G. (1997), *Gouvernement des entreprises : théories et faits*. *Economica*, Paris.
- Chung, K.H. et S.W. Pruitt (1996), "Executive ownership, corporate value and executive compensation: a unifying framework", *Journal of Banking and Finance*, 20, 1135-1159.
- Clarkson P. M., J.L. Kao et G.D. Richardson (1994), "The Voluntary Inclusion of Forecasts in MD&A Section of Annual Reports", *Contemporary Accounting Research*, 11(1-II), 423-450.

- Core, J.E., R.W. Holthausen et D. Larcker (1999), "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 5(3), 371-406.
- Cormier D., 2002, *Comptabilité Anglo-Saxonne et Internationale*, Economica, Paris.
- Cormier, D. et M. Magnan (1997), "Investors' Assessment of Implicit Environmental Liabilities: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(2), 215-241.
- Cormier, D. et M. Magnan (1999), "Corporate Environmental Disclosure: Determinants, Cost and Benefits", *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 14(4), 429-451.
- Cormier, D., M. Magnan et B. Morard (2000), "The Contractual and Value Relevance of Reported Earnings in Dividend-focused Environment", *The European Accounting Review*, 9(3), 387-417.
- Cormier, D., M. Magnan et M.J. Ledoux (2004), "Corporate Performance Disclosure Transparency: Toward Stakeholder Stewardship", congrès de LASAC, mai 2004.
- Cormier, D., M. Magnan et Van Velthoven, (2002), "Is Environmental Disclosure Quality Driven by Economic Incentives, Public Pressures or Mimetism"?, *document de recherche*, CRG, UQAM.
- Darrough, M.N. (1993), "Disclosure Policy and Competition: Cournot vs. Bertrand", *The Accounting review*, 68:3, 534-561.
- Diamond, D.W. et R. Verrecchia (1991), "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, September, 1325-1359.
- Dichev, I.D. et J.D. Piotroski (1999), "The performance of long-run stock returns following issues of public and private debt", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9/10), 1103-1133.
- Dye R. A. (1985), "Disclosure of Non-proprietary Information", *Journal of Accounting Research*, 23, 123-145.
- Elliott, R.K. et P.D. Jacobson (1994), "Costs and Benefits of Business Information Disclosure", *Accounting Horizons*, 8(4), 80-96.
- Eng L.L. et Y.T. Mak (2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.
- Evans , J. H. et S.S. Sridhar (2002), "Disclosure-Disciplining Mechanisms: Capital market, Product market and Shareholder litigation", *The Accounting Review*, 77(3), 595-626.
- Frankel, R., M. McNicols et G., P. Wilson (1995), "Discretionary disclosure and external financing", *The Accounting Review*, 7(1), 135-150.
- Gibbins M., A. Richardson et J. Waterhouse (1990), "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes", *Journal of Accounting Research*, 28(1), 121-143.
- Gomers, P., Ishii, J. and A. Metrick, (2003), "Corporate Governance and equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, February 2003, p.107-155.

- Gul, F.A. et S. Leung, (2004), "Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.
- Harris, M. (1998), "The Association between Competition and Managers' Business Segment Reporting Decisions", *Journal of Accounting Research*, 36(1), 111-128.
- Healy P.M. et K.G. Palepu (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets; A Review of Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Healy, P. M. (1995), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, April, 85-107.
- Healy, P.M. et K.G. Palepu (1993), "The Effect of Firm's Financial Disclosure Strategies on Stock Prices", *Accounting Horizons*, 7(1), 1-11.
- Healy, P.M., A.P. Hutton et K.G. Palepu (1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained increases in Disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-521.
- Hill, W.L. et P. Phan, (1991), CEO "Tenure as determinant of CEO pay", *Academy of Management Journal*, 34(3), 707-717.
- Ho, S. M. et K. S. Wong (2003), "Preparers Perception of Corporate Reporting and Disclosure", *International Journal of Disclosure and Governance*, 1(1), 71-81.
- Ho, S.M. et K.S. Wong (2001), "Study of the Relationship Between Corporate Governance Structure and the Extent of Voluntary Disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10(2), 139-156.
- Jensen, M. et W. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Leuz, C. et R.E. Verrecchia (2000), "The Economic Consequences of Increased Disclosure". *Journal of Accounting Research*, 38, supplement 2000, 91-124.
- Leventis, S. et P., Weetman, (2004), "Timeliness of Financial Reporting : Applicability of Disclosure Theories in an Emerging Capital Market"», *Accounting and Business Research*, 34(1), 43-56.
- Magnan, M. et D. Cormier (1997), "The Impact of Forward-Looking Financial Data in IPO's on the Quality of Financial Reporting". *The Journal of Financial Statement Analysis*, Spring, 6-17.
- Magnan, M., C., Nadeau et D., Cormier (1999), "Earnings Management During Anti-Dumping Investigations; Analysis and Implications", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 16(2), 149-162.
- McNichols, M.F. et Wilson G.P. (1988), "Evidence of the Earnings Management from the Provision for Bad Debts", *Journal of Accounting Research*, 26 (supplement), 1-31.
- Meek, G.K., C.B. Roberts et S.J. Gray (2005), "Factors Influencing Voluntary Annual Reports Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporation", *Journal of International Business Studies*, 26, p. 555-572.
- Naggar, V. (1999), "The Role of the Management's Human Capital in Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 37, 167-181.

- Qu W. et P. Leung (2006), "Cultural Impact on Chinese Corporate Disclosure – a Corporate Governance Perspective", *Managerial, Auditing Journal*, 21(3), p.241-264.
- Renaud, S., S. St-Onge et M. Magnan (2004), "The Impact of Stock Purchase Plan Participation on Workers' Individual Cash Compensation", *Industrial Relations*, 43(1), 120-147.
- Richardson A J et Welker M. (2001), "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital ", *Accounting Organizations and Society*, 26, 597-616.
- Rotenberg, W. (1994), "Discussion of The Voluntary Inclusion of forecasts in the MD&A Section of The Annual Report", *Contemporary Accounting research*, 11(1-II), 486-496.
- Scott, W. R. (1997), "Financial Accounting Theory ", Prentice-Hall, Canada, Toronto, 502p.
- Scott, W.R. (1994), " Incentives and Disincentives for Financial Disclosure; Voluntary disclosure of Defined Benefit Pension Plan Information by Canadian Firms ", *The Accounting Review*, Vol. 59, n 1, pp 26-43.
- Verrecchia R.E. (1983), "Discretionary Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Verrecchia R.E. (1990), "Endogenous Proprietary Costs Through Firm Interdependence ". *Journal of Accounting and Economics*, 12, 245-250.
- Watson A., P. Shrivies et C. Marton (2002), "Voluntary disclosure of Accounting Ratio in the UK", *British Accounting Review*, (2002) 34, p.289-313.
- Welker, M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets", *Contemporary Accounting Research*, 11, (2), p. 801-828.
- Williams, M. (2004), "Discussion of "The Role of Information Precision in Determining the Cost of Equity Capital", *Review of Accounting Studies*, 9 (2-3), 261-264.
- Wiseman J. (1982), "An Evaluation of Environmental Disclosures Made in Corporate Annual Reports", *Accounting Organizations and Society*, 7 (1), 53-63.