

L'offre d'information volontaire par Internet et le gouvernement des entreprises françaises

Li LI

IRG, Université Paris-Est Créteil Val de Marne

Classification JEL : G300, G380 – *Réception* : mars 2009 ; *Acceptation* : février 2010

Correspondance : liliuap@yahoo.fr

Résumé : Cette recherche analyse le phénomène de la diffusion d'information par Internet en France. En prolongeant les études antérieures sur l'offre volontaire d'information, nous cherchons à savoir comment les facteurs du gouvernement d'entreprise influent sur la communication par voie électronique. Nous examinons également l'impact des caractéristiques des entreprises sur la publication volontaire par Internet. Les résultats montrent que l'offre d'information par Internet s'accroît lorsque la structure de la propriété est plus dispersée. Les entreprises dotées d'un conseil d'administration ont tendance à diffuser plus d'information sur leur site web que celles en régime dualiste. Nous observons aussi que la création des comités de surveillance et la dissociation des fonctions au sein du conseil sont positivement liées à l'offre d'information par Internet.

Mots clés : offre d'information par Internet – structure de propriété – régime de gouvernance – PDG.

Abstract : This research investigates the use of Internet-reporting practices by French listed companies. By extending prior research on voluntary disclosure, we focus on the association between factors of corporate governance and voluntary Internet-based disclosure. We also examine the impact of corporate characteristics on voluntary disclosure by Internet. The results indicate that firms with a more dispersed structure of ownership disclose more information on the Internet; companies in the one-tier system disseminate more information on their websites than firms in the two-tier system. We also found that the level of Internet-based disclosure is positively related to the creation of monitoring committees inside the board as well as positively related to the separation of roles of CEO and chairman of the board.

Key words: internet-based disclosure – ownership structure – governance system – CEO.

En matière de transparence financière, Internet a entraîné une révolution pour les entreprises cotées ainsi que pour les investisseurs sur les marchés financiers. Comparé aux médias traditionnels, et notamment au rapport annuel imprimé sur papier, Internet permet aux sociétés de présenter l'information sous différents formats directement utilisables (Excel, Word, Pdf, Texte, Vidéo, *etc.*) afin d'améliorer l'image de l'entreprise et d'attirer plus d'investisseurs. Désormais habitués à naviguer sur la toile, ces derniers ont appris à sélectionner et à comparer les informations financières quasi-instantanément parmi l'ensemble des sources disponibles. Comme Hodge et *al.* (2004) l'ont indiqué dans leur recherche, la communication financière par Internet accroît le degré de transparence, permet aux investisseurs de mieux comprendre les informations financières et influe également sur leurs projets d'investissements.

Face à ce media puissant, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a transposé la directive européenne sur la transparence financière¹ en modifiant le règlement général relatif aux obligations d'information financière, qui s'applique à partir de janvier 2007. Pour les sociétés cotées sur Eurolist, l'information financière doit être diffusée intégralement par voie électronique en respectant les critères définis par le règlement général qui impose une diffusion auprès d'un large public. De plus, l'information réglementée doit être conservée au moins cinq ans sur le site Internet à compter de sa date de diffusion². Ce changement législatif a pour objectif d'améliorer la transparence financière.

Évidemment, Internet a pris une place de plus en plus importante dans la communication financière, ce qui a suscité l'attention des chercheurs. Ashbaugh et *al.* (1999), Craven et Marston (1999) et Ettredge et *al.* (2001) montrent que la taille de l'entreprise est un des principaux facteurs explicatifs du niveau de l'offre d'information par Internet. Pirchegger et Wagenhofer (1999) démontrent que la concentration de la propriété est négativement liée à l'offre d'information par voie électronique. La plupart de ces recherches empiriques se concentrent sur les

¹ Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Le texte de cette directive est disponible sur le site de la Commission européenne : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_fr.htm.

² « Transposition de la directive transparence dans le règlement général de l'AMF : les obligations d'information périodique des sociétés et les nouvelles modalités de diffusion et d'archivage de l'information réglementée », AMF, *Communiqué de presse*, 22 janvier 2007.

déterminants de la communication financière par Internet et ont été réalisées en utilisant un échantillon anglo-saxon. Les études antérieures suggèrent qu'il est possible d'améliorer la transparence financière en renforçant le gouvernement d'entreprise (Ajinkya et al., 2005). Cependant, à notre connaissance, peu de recherches ont été spécifiquement développées pour analyser le lien entre le gouvernement d'entreprise et la communication financière par Internet dans un contexte français.

L'objet de cette étude est de prolonger ces recherches en analysant l'influence du gouvernement d'entreprise sur l'offre d'information par Internet sur la base d'un échantillon constitué d'entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. Comme dans les recherches de Debreceny et al. (2002), d'Ettredge et al. (2002) et de Marston et Polei (2004), un indice est utilisé pour évaluer les sites des entreprises cotées. Cet indice tient compte de la quantité d'information diffusée par Internet, en distinguant l'information volontaire de l'information obligatoire. Il permet également de prendre en compte la qualité de l'offre d'information au travers de la conception des sites et de la présentation de l'information. De plus, l'évaluation de l'offre d'information ne se concentre pas sur la question de savoir si la divulgation d'information par Internet satisfait certains groupes d'utilisateurs particuliers (par exemple, les analystes financiers), mais sur la question de savoir si les informations rapportées sont assez complètes pour satisfaire la plupart des groupes d'utilisateurs.

Le gouvernement d'entreprise est analysé à travers la structure de la propriété, le choix du régime de gouvernance, l'indépendance du conseil, la dissociation des fonctions de président et de directeur général et la création des comités de surveillance au sein du conseil. Nous contrôlons également l'effet des caractéristiques des entreprises (taille, performance, endettement, etc.) sur la publication d'information par Internet, et nous identifions les raisons qui peuvent expliquer la variabilité du niveau de l'offre d'information par voie électronique.

La situation législative spécifique du gouvernement d'entreprise en France est une des raisons qui motive cette étude. La loi française prévoit depuis longtemps deux modes de gouvernement de la société anonyme, l'un doté d'un conseil d'administration, l'autre doté d'un conseil de surveillance et d'un directoire. De plus, la loi NRE du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques a laissé aux sociétés françaises la possibilité de choisir entre la dissociation des fonctions de président et de directeur général et le cumul de ces fonctions. Ce double choix est inexistant dans les pays comparables. Jaggi et Low (2000)

montrent que le système législatif et la culture comptable peuvent influencer sur le niveau de communication financière. Compte tenu des différences entre le système anglo-saxon et le système français, l'objectif de cet article est de savoir si les résultats observés aux États-Unis restent valables dans le cas français, notamment pour les facteurs de gouvernance.

Les résultats montrent que l'offre d'information par voie électronique s'accroît avec la dispersion de la propriété. L'entreprise en régime dualiste diffuse moins d'information sur son site que celle dotée d'un conseil d'administration. La création des comités de surveillance au sein du conseil améliore la transparence d'information en ligne. Nous constatons également que la communication d'information par Internet est positivement liée à la taille de l'entreprise mais négativement liée à la performance, ce qui confirme les résultats des études antérieures.

La suite de l'article est organisée de la manière suivante. La section 1 passe en revue les recherches théoriques antérieures et développe des hypothèses relatives au gouvernement d'entreprise. Dans la section 2, la méthodologie retenue pour l'étude empirique, la procédure de sélection des données et les modèles de régression sont présentés. La section 3 expose et interprète les résultats obtenus et, enfin, la section 4 permet de conclure.

1. La synthèse de la littérature et le développement des hypothèses

1.1. Le cadre théorique concernant l'offre volontaire d'information et les principaux résultats empiriques

Deux théories sont principalement utilisées dans les recherches précédentes relatives à l'offre d'information. La première est celle de l'agence qui définit la problématique de la divergence d'intérêts qui existe parmi les principaux acteurs d'une société. En raison de la séparation entre la propriété et le contrôle de l'entreprise, les dirigeants ont tendance à maximiser leurs propres intérêts au détriment de la performance de l'entreprise. Par conséquent, les actionnaires veulent renforcer la surveillance de l'entreprise afin de limiter ce problème d'agence. En même temps, cette surveillance génère des coûts d'agence. La théorie de l'agence suggère que l'offre d'information volontaire peut diminuer ces coûts (Jensen et Meckling, 1976).

La deuxième théorie se concentre sur l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. La théorie des signaux indique que les entreprises de bonne qualité ont intérêt à se distinguer des entreprises de mauvaise qualité (Morris, 1987). Lang et Lundholm (1993) indiquent que l'offre volontaire d'information peut être liée à la variabilité de la performance d'une entreprise. En général, les sociétés affichant une bonne performance tendent à divulguer plus d'information que les sociétés ayant des performances modestes. En diffusant un excellent résultat d'exploitation, une entreprise de bonne qualité peut rassurer ses actionnaires, attirer de nouveaux investisseurs et faire augmenter le prix de l'action.

Les recherches empiriques sur l'offre volontaire d'information remontent au travail de Cerf (1961) qui examine l'influence des caractéristiques des entreprises sur cette offre. À partir de sa recherche, de nombreuses études ont été réalisées afin d'analyser les déterminants de l'offre d'information. Par exemple, Verrecchia (1983) et Darrough et Stoughton (1990) étudient la manière dont la concurrence affecte l'offre d'information financière. Hughes (1986) utilise la qualité de l'offre d'information comme un signal de la valeur d'une entreprise. Skinner (1994) montre que les informations négatives, par exemple la découverte d'un résultat inférieur aux prévisions, sont plus souvent annoncées volontairement. Botosan (1997) indique une relation négative entre le niveau de l'offre volontaire d'information financière et le coût moyen pondéré du capital. Sengupta (1998) suggère qu'une information financière plus détaillée peut rassurer les créanciers et réduire le coût de la dette. Depoers (2000) analyse l'offre volontaire d'information à partir d'un échantillon composé de 102 entreprises françaises cotées et prouve que la taille de l'entreprise et le pourcentage du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger ont une influence positive sur le niveau de la communication d'information.

Les travaux empiriques récents à propos de la relation entre l'offre d'information financière et le gouvernement d'entreprise incluent notamment ceux de Chen et Jaggi (2000) et Eng et Mak (2003). Chen et Jaggi (2000) examinent la relation entre les administrateurs indépendants et l'offre d'information financière. Une proportion d'administrateurs indépendants plus élevée est censée être la garantie d'une surveillance plus efficace et d'une information financière plus détaillée. Eng et Mak (2003) font une recherche sur le lien entre la structure de la propriété d'entreprise et l'offre volontaire d'information et concluent que l'actionnariat managérial et l'actionnariat d'État ont une

influence positive sur l'offre volontaire d'information. Toutes ces recherches sont développées en examinant le rapport annuel, qui est un des médias traditionnels pour la communication financière.

La présente recherche se focalise sur l'information diffusée par Internet. Ce support électronique offre la possibilité aux entreprises de diffuser volontairement de l'information à un public très large et dans des délais très courts. Par conséquent, la théorie de l'agence et la théorie du signal offrent un cadre pertinent pour analyser l'influence du gouvernement d'entreprise sur l'offre volontaire d'information par Internet.

1.2. Le développement des hypothèses

1.2.1. La dispersion de la propriété de l'entreprise

Dans le cadre de la théorie de l'agence, deux types de conflits sont analysés : les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants (type I) et les conflits d'intérêts entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires (type II). Le conflit de type I concerne principalement les sociétés dans lesquelles il y a effectivement séparation des fonctions de propriété et de décision. Ces sociétés sont caractérisées par une structure de capital très dispersée. Les sociétés françaises cotées, marquées par un actionnariat relativement concentré, sont plutôt concernées par le conflit de type II.

Les actionnaires majoritaires ont généralement recours à des sources d'information internes à l'entreprise, et dépendent moins de la communication financière auprès du public. De plus, ils ont intérêt à préserver leur avantage informationnel afin de continuer à en tirer des bénéfices privés. En revanche, les investisseurs minoritaires ont plus de difficultés à obtenir des informations sur les entreprises. Ils consultent alors la toile à la recherche d'information afin de s'assurer que les intérêts de l'entreprise convergent bien avec les leurs (Marston et Poley, 2004). Par conséquent, les sociétés dont la structure de propriété est dispersée diffusent plus d'information sur leur site dans le but de satisfaire les besoins de ces actionnaires minoritaires. Ces arguments théoriques permettent de formuler la première hypothèse :

Hypothèse 1 : L'offre d'information par Internet s'accroît lorsque la structure de la propriété de l'entreprise est plus dispersée.

1.2.2. L'impact des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont représentés par des organismes collecteurs de l'épargne qui placent leurs fonds sur les marchés. Il s'agit principalement de banques, de compagnies d'assurance ou, bien encore, de fonds de pension. Ces investisseurs ont principalement deux objectifs : il s'agit d'abord de maximiser la valeur et le rendement des actifs financiers de leurs portefeuilles ; le second objectif concerne le renforcement du contrôle interne pour inciter les dirigeants des entreprises à mener des stratégies conformes aux intérêts des actionnaires.

La relation entre les investisseurs institutionnels et la transparence financière est complexe. Les investisseurs institutionnels sont sensibles à la communication financière. Healy *et al.* (1999) indiquent que les investisseurs institutionnels sont attirés par les sociétés qui diffusent largement leurs informations. Lorsque ces investisseurs institutionnels deviennent actionnaires d'une entreprise, ils peuvent réagir aux pratiques de l'offre d'information de différentes manières. Comme Bushee et Noe (2000) le suggèrent dans leur recherche, l'horizon d'investissement des investisseurs institutionnels et leur capacité à rassembler des informations déterminent leur attitude à l'égard de la stratégie de communication des sociétés cotées.

Les investisseurs institutionnels qui achètent des titres à court terme ne s'intéressent pas beaucoup aux résultats de l'entreprise ni aux dividendes (Potter, 1992). Ils ont plutôt pour objectif de maximiser la valeur et le rendement des actifs financiers. En raison de leur horizon d'investissement, ils ne sont pas prêts à s'investir dans la gouvernance de l'entreprise et ils influencent donc relativement peu la stratégie de communication.

La situation est plus compliquée pour les actionnaires institutionnels de long terme. Lorsqu'ils détiennent une grande part du capital très longtemps, ils peuvent obtenir des informations privées grâce à leur réseau et leur influence au sein de l'entreprise. Ils n'ont donc pas besoin d'information publique pour surveiller la gestion de l'entreprise. Ils peuvent même ralentir la diffusion de certaines informations (par exemple, les détails concernant les actionnaires majoritaires, la structure de propriété, *etc.*). De ce point de vue, un investisseur institutionnel peut influencer négativement la transparence d'information. Il existe aussi des investisseurs institutionnels de long terme, qui détiennent des portefeuilles très diversifiés. Ils s'intéressent à la communication d'information et ils veulent renforcer la transparence afin de s'assurer

que les intérêts de l'entreprise convergent bien avec les leurs. Ces arguments théoriques conduisent donc à formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : Il existe une relation positive ou négative entre la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels et l'offre d'information volontaire par Internet.

1.2.3. L'impact des investisseurs étrangers

La relation entre l'offre d'information et les investisseurs étrangers est fondée sur les arguments des théories de l'agence et du signal. Il est, en effet, plus difficile pour les investisseurs étrangers que pour les nationaux de collecter des informations concernant les entreprises. Comme les petits investisseurs, ils essaient de renforcer leur surveillance de l'entreprise, ce qui accroît les coûts d'agence. Les dirigeants ont, par conséquent, tendance à diffuser plus d'information financière pour anticiper ce problème d'agence. La présence d'investisseurs étrangers est aussi un indicateur de l'asymétrie d'information entre les différents groupes d'actionnaires. Une offre d'information accrue peut réduire l'asymétrie d'information et rassurer les investisseurs étrangers. Puisque Internet est un moyen de communication accessible du monde entier, il peut réduire l'asymétrie d'information entre les investisseurs. Ce média électronique peut aussi être utilisé pour attirer des investisseurs potentiels à l'étranger. Ces arguments permettent de poser la troisième hypothèse :

Hypothèse 3 : Il existe une relation positive entre l'offre d'information volontaire par Internet et la part de capital détenue par les investisseurs étrangers.

1.2.4. Le régime de gouvernance

Il existe fondamentalement deux régimes de gouvernance pour les entreprises cotées :

(a) le conseil d'administration ; c'est la forme de gouvernance des entreprises anglo-saxonnes. Le Conseil d'administration est un organe collégial. Il dispose des pouvoirs les plus larges pour orienter la société, élaborer les stratégies et veiller à leur mise en œuvre.

(b) Le directoire et conseil de surveillance ; cette forme est prédominante dans le centre de l'Europe. Elle est obligatoire dans les pays comme l'Allemagne, la Slovénie, *etc.* Sous cette forme duale, la fonc-

tion exécutive de la société est remplie par le directoire tandis que le conseil de surveillance assure la fonction de contrôle. Le conseil de surveillance est en fait un moyen de pression très fort sur le directoire car il possède le pouvoir de l'interroger à tout moment sur la gestion de l'entreprise. De plus, il nomme les membres du directoire, fixe leur rémunération et désigne le président.

En France, les entreprises cotées conservent la possibilité de choisir entre les deux régimes. La question est de savoir si le choix d'un régime de gouvernance influe sur les pratiques d'offre d'information des sociétés françaises cotées. Grâce à une meilleure séparation des pouvoirs et à un contrôle renforcé au sein de l'entreprise, la forme duale peut être considérée comme la plus efficace pour se protéger de l'opportunisme managérial et encourager les dirigeants à renforcer la transparence. De ce point de vue, nous pouvons prévoir une relation positive entre et les sociétés dotées d'un directoire et d'un conseil de surveillance et la communication d'information.

Hypothèse 4 : Les entreprises en régime dualiste diffusent plus d'information par Internet que celles dotées d'un conseil d'administration.

1.2.5. L'indépendance du conseil

Fama (1980) indique que le conseil d'administration est un organe de contrôle essentiel pour la gestion des dirigeants. La première qualité d'un conseil d'administration se trouve dans sa composition : des administrateurs intègres, comprenant bien le fonctionnement de l'entreprise, défendant l'intérêt de tous les actionnaires et participant effectivement à la définition de la stratégie de l'entreprise (rapport Bouton, 2002). Les administrateurs sont généralement classés en trois groupes : les administrateurs internes, les administrateurs affiliés et les administrateurs indépendants.

Les théories concernant l'impact des administrateurs indépendants sur la diffusion d'information financière font l'objet d'un débat. Du point de vue de la théorie de l'agence, les administrateurs indépendants jouent un rôle important pour le contrôle interne et la surveillance des équipes de direction. Weisbach (1988) et Shivdasani (1993) indiquent que les administrateurs externes, en raison de leur indépendance, sont plus efficaces pour se protéger de l'opportunisme des équipes managériales et contraindre ces dernières à maximiser la valeur de firme. D'après les travaux de Fama et Jensen (1983), une proportion élevée

d'administrateurs indépendants peut conduire à exercer une surveillance plus efficace sur le conseil d'administration et encourager davantage les dirigeants à diffuser des informations aux actionnaires.

Ces opinions sont cependant contestées par certains chercheurs qui traitent l'indépendance du conseil comme un mécanisme substitutif de la diffusion d'information. Par exemple, Eng et Mak (2003) trouvent une relation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants et l'offre volontaire d'information sur la base d'un échantillon d'entreprises de Singapour. Ils suggèrent que les administrateurs indépendants dans les sociétés cotées à Singapour peuvent obtenir directement des informations de la part des dirigeants au lieu de consulter les informations diffusées pour le public. Ces administrateurs indépendants sont souvent sélectionnés par les actionnaires majoritaires dans l'objectif de renforcer le contrôle interne. Au regard de ces deux théories, nous développons l'hypothèse 5 sans avoir de certitude quant au sens de la relation.

Hypothèse 5 : Il existe une relation positive ou négative entre la proportion d'administrateurs indépendants et l'offre d'information par Internet.

1.2.6. La dissociation des fonctions de président et de directeur général

Dans les sociétés dotées d'un conseil d'administration, le président représente le conseil, organise et dirige les travaux du conseil dont il rend compte à l'assemblée générale. Il s'assure du bon fonctionnement des organes sociaux (conseil d'administration et assemblée générale) qu'il préside. Le directeur général dirige l'entreprise et la représente auprès des tiers. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de la société.

La loi NRE du 15 mai 2001 offre aux entreprises dotées d'un conseil d'administration la possibilité de dissocier les fonctions de président et de directeur général. Cette éventualité permet aux sociétés cotées d'avoir la structure la mieux adaptée à leurs caractéristiques et aux circonstances de leur développement (rapport Bouton, 2002).

En pratique, nous observons deux formes d'organisation dans les sociétés anonymes françaises dotées d'un conseil d'administration : certaines considèrent que la dissociation des fonctions au sein du conseil d'administration facilite le contrôle de la société et la surveillance des comportements des dirigeants. D'autres choisissent de conserver un

PDG en créant des comités spécifiques efficaces (comité de comptes, comité de rémunération, comité de nomination, *etc.*) afin de renforcer la surveillance interne. Cette spécificité française conduit à examiner si le choix de gouvernance peut influencer sur la stratégie de communication d'information par Internet.

Du point de vue de la théorie de l'agence, le cumul des fonctions de président et de directeur général est une source potentielle de conflits qui augmentent les coûts d'agence. Dans la mesure où le PDG dispose d'une influence élevée au sein d'un conseil d'administration, il peut réduire l'indépendance du conseil, émietter les pouvoirs et limiter son bon fonctionnement (Fama et Jensen, 1983). Puisque le pouvoir et la fonction de ce dernier influent sur la stratégie de communication financière, le cumul des fonctions de président et de directeur général peut avoir un impact négatif sur le niveau de l'offre d'information. Ainsi, Gul et Leung (2004), sur la base d'un échantillon d'entreprises de Hong Kong, mettent en évidence une relation positive entre la communication financière via le rapport annuel et la dissociation de fonctions de président et de directeur général. Ceci permet, par conséquent, de poser la sixième hypothèse :

Hypothèse 6 : La dissociation des fonctions de président et de directeur général est positivement liée au niveau de l'offre d'information par Internet.

1.2.7. Les Comités de surveillance au sein du conseil

Préconisée par les codes de bonne conduite, la création des comités spécifiques a pour objet d'améliorer le bon fonctionnement du conseil d'administration, et plus largement la gouvernance de l'entreprise (Pochet et Yeo, 2004). Des comités *ad hoc* permettent aux administrateurs possédant certaines compétences spécifiques de se concentrer sur une dimension particulière de leur mission et d'améliorer, par conséquent, l'efficacité des réunions du conseil.

Harrison (1987) a classé les comités spécifiques en deux groupes : les comités de support (*management support committees*), qui remplissent une fonction de conseil stratégique auprès de la direction, et les comités de surveillance (*monitoring committees*) qui ont pour rôle de protéger les intérêts des actionnaires et d'effectuer un contrôle sur la performance des dirigeants. Les comités stratégiques ou financiers appartiennent au premier groupe tandis que les comités d'audit, de rému-

nération et de nomination sont souvent classés dans le deuxième groupe.

Les études concernant le gouvernement d'entreprise s'intéressent plutôt aux comités de surveillance et, tout particulièrement, aux comités d'audit. Le comité d'audit assiste le conseil pour assurer la qualité du contrôle interne et la fiabilité de l'information fournie aux actionnaires. Puisqu'une des principales missions d'un comité d'audit est de vérifier les informations données au marché financier dans les communiqués officiels d'une société, la création des comités d'audit est donc supposée avoir une influence positive sur la transparence financière.

Selon le rapport Bouton, le comité de rémunération a pour mission d'émettre des avis sur la politique de rémunération des dirigeants et des administrateurs, ainsi que sur les projets d'attribution de *stock options*. Ce rapport souligne également que le comité de rémunération doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Le premier rapport Vienot (1995) a défini les missions du comité de nomination qui consistent à sélectionner les administrateurs, établir le plan de succession des mandataires et procéder à la composition du Conseil d'administration (notamment le nombre souhaitable d'administrateurs indépendants). Ce comité est important pour l'évaluation d'entreprise parce qu'il est supposé faire, après un examen circonstancié, des propositions relatives à la recherche et à la sélection des dirigeants et administrateurs compétents. C'est la raison pour laquelle le rapport Bouton (2002) insiste également sur la présence d'un conseil de nomination, qui peut être ou non distinct du comité des rémunérations, au sein du conseil d'administration.

La séparation entre la gestion et la propriété dans les entreprises modernes entraîne un coût d'agence causé par l'opportunisme des dirigeants. Ces derniers tentent de détourner une partie des richesses de la firme à leur propre compte. La création de ces deux comités de surveillance peut renforcer l'efficacité du conseil d'administration, encourager les dirigeants à gouverner dans l'intérêt des actionnaires et, par conséquent, réduire les conflits d'intérêt. Piot (2006) indique dans sa recherche que « *la définition et le contrôle des politiques de rémunération constituent un élément clé du dispositif d'encadrement des latitudes managériales.* ». De plus, il propose de créer des comités séparés (rémunération et nomination) afin de maximiser leur efficacité respective. Au regard de ces théories et recherches, la mise en place de ces comités

de surveillance doit renforcer la gouvernance et influencer positivement sur la transparence d'information. Nous formulons donc l'hypothèse 7 :

Hypothèse 7 : La création de comités de surveillance au sein du conseil est positivement liée au niveau de l'offre d'information par voie électronique.

2. Méthodologie

L'investigation empirique consiste à observer le lien entre l'offre d'information par Internet et les facteurs de gouvernance. Après avoir exposé l'échantillon de la recherche (2.1.), les variables sont détaillées (2.2.). Enfin, les statistiques descriptives sont présentées (2.3.).

2.1. L'échantillon et le mode de collecte des données

La population de départ de notre échantillon est composée des entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. En raison d'un cadre comptable différent, 28 entreprises du secteur financier ont été abandonnées. De plus, 32 entreprises ont été rejetées faute d'information suffisante. L'échantillon final se compose de 190 entreprises et couvre neuf secteurs : pétrole et gaz, matériaux de base, industries, biens de consommation, santé, services aux consommateurs, télécommunications, services aux collectivités, technologie.

Les données boursières et comptables ont été extraites des bases de données « Thomson one banker » et « Worldscope ». Les informations sur le gouvernement d'entreprise ont été collectées à partir des sites et des rapports annuels. Les données recueillies concernent l'exercice 2007.

2.2. La mesure des variables

2.2.1. La variable dépendante

Il existe généralement deux méthodes pour évaluer le niveau de l'offre d'information. La première méthode est indirecte et considère un indice de divulgation créé par les chercheurs. La seconde méthode est directe et concerne les estimations publiées par les institutions professionnelles qui évaluent régulièrement l'offre d'information d'entreprises cotées. Par exemple, le *Financial Analysts Federation Information Committee* publie annuellement un rapport d'évaluation de

transparence financière pour les sociétés cotées à la Bourse de New York. Les scores fournis par ce rapport sont utilisés par plusieurs travaux sur l'offre d'information (Lang et Lundholm, 1993 ; Gelb, 2000 ; *etc.*). En France, Labelle et Schatt (2005) utilisent « le prix du meilleur rapport annuel » comme un critère de bonne communication et présentent le niveau de diffusion d'information par une variable binaire. Pour l'offre volontaire d'information par voie électronique, il n'existe pas de mesure directe comprenant toutes les entreprises françaises cotées dans notre échantillon. Nous avons donc choisi de suivre la première méthode et de développer un indice d'évaluation.

De nombreuses recherches ont établi différents indices pour évaluer la communication financière par le rapport annuel, mais il n'y a pas de théorie générale pour définir la procédure et la constitution de l'indice. Le nombre d'items et le choix des items d'un indice changent d'une étude à l'autre selon l'objet de la recherche. De plus, il y a peu d'indices qui ont été spécialement construits pour analyser les sites des entreprises. Parmi ceux-ci, notons Deller et *al.* (1999), Pirchegger et Wagenhofer (1999), Debreceny et *al.* (2001), Ettredge et *al.* (2002), Marston et Polei (2004) qui ont construit des indices sophistiqués, spécifiquement destinés à évaluer la communication financière par Internet. En nous inspirant de ces cinq recherches antérieures, nous avons établi un indice composé de 50 items qui ne concernent que l'information volontaire.³ Afin de mieux comprendre comment les différents types d'information sont liés aux facteurs de gouvernance, ces 50 items sont classés en plusieurs groupes :

- les items relatifs au contenu du site Internet (marqués par C dans l'indice) ;
- les items relatifs à la présentation du site Internet (marqués par P dans l'indice) ;
- les items importants pour les investisseurs (marqués par I dans l'indice) ;
- les items concernant les avantages de la diffusion par Internet par rapport aux médias traditionnels (marqués par W dans l'indice).

Le calcul de l'indice se fait de la manière suivante : nous avons accordé un point pour chaque item présent sur le site et aucun dans le cas

³ Les items relatifs à l'information obligatoire n'ont pas été pris en compte afin de rester dans la problématique de l'information volontaire.

contraire. L'entreprise peut obtenir un score total (Score V) de 50 points maximum pour cet indice. Nous examinons non seulement le contenu du site, mais aussi la façon dont les informations sont présentées. Par conséquent, ce score total peut être divisé en 2 parties : le score relatif au contenu du site (Score C, Maximum : 29 points) et le score relatif à la présentation du site (Score P, Maximum : 21 points).⁴

Les investisseurs sur les marchés financiers s'intéressent principalement aux informations financières et comptables (Marston et Polei, 2004). De plus, il peut leur être utile de disposer d'information concernant la gouvernance, afin de mieux comprendre l'évaluation et l'avenir de l'entreprise. C'est pourquoi nous avons regroupé, et représenté par le Score I, seize items appartenant au contenu du site. Au final, nous avons étudié l'avantage de la diffusion par internet par rapport à la diffusion d'information par le rapport annuel. Les items concernant le caractère récent de l'information, la simplicité et la facilité d'utilisation ont été sélectionnés et représentés par le Score W (Maximum : 29 points). La description de cet indice est présentée dans l'annexe 1.

2.2.2. Les variables indépendantes

Les variables indépendantes comprennent deux catégories : les variables liées au gouvernement d'entreprise et les variables de contrôle.

Les variables de gouvernance

Nous avons d'abord introduit trois variables pour analyser la structure de propriété des entreprises cotées : la variable Bloc est calculée par la proportion des actions ordinaires détenues par les actionnaires principaux (avec au moins 5 % des actions ordinaires) ; la variable Etranger représente la part de capital détenue par les investisseurs étrangers ; la variable Institutionnel mesure la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels.

Ensuite, une variable binaire a été utilisée afin d'analyser l'impact du régime de gouvernance sur l'offre volontaire d'information par Internet. Les entreprises dotées d'un conseil d'administration sont codées 0 tandis que les entreprises en régime dual (avec un directoire et un conseil de surveillance) sont codées 1.

Nous avons également examiné l'influence de l'indépendance du conseil sur la diffusion d'information par voie électronique. La notion

⁴ Score V=Score C+Score P

d'administrateur indépendant n'est pas la même dans tous les pays, et elle est souvent confondue avec celle de « non exécutif » ou « externe ». Nous avons décidé d'utiliser la notion donnée par le rapport Bouton (2002) qui est beaucoup plus exigeante : « *Un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement* ». Toutes ces informations concernant la gouvernance ont été collectées à partir du site de l'entreprise et du rapport annuel.

La dissociation des fonctions de président et de directeur général est mesurée par la variable binaire Dissociation (1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 sinon). Nous avons aussi introduit trois variables binaires (Audit, Rémunération et Nomination) afin d'analyser l'impact des trois comités de surveillance sur l'intensité de l'offre d'information volontaire. Alternativement, une variable Comités, qui regroupe la somme de ces trois variables binaires, est incluse dans le modèle, afin de représenter l'influence globale des comités de surveillance sur la communication d'information par Internet.

Les variables de contrôle

En plus des variables indépendantes, une série de variables de contrôle a également été incluse dans le modèle de régression, afin d'analyser les déterminants de la communication d'information par Internet. Ces variables comprennent le pourcentage du chiffre d'affaires à l'étranger, la taille, la performance, l'endettement, le risque, la cotation multiple et l'appartenance au secteur informatique et technologie (IT). La plupart des variables de contrôle étaient déjà prises en compte dans les recherches précédentes (Wallace et Naser, 1995 ; Eng et Mak, 2003 ; Deller et al., 1999; Debreceny et al., 2001; Pirchegger et Wagenhofer, 1999; Ettredge et al., 2002 ; Marston et Polei, 2004).

La théorie de l'agence indique que les grandes entreprises subissent un coût d'agence plus élevé. Ce coût d'agence peut être réduit par l'offre volontaire d'information. Plus une société est importante, plus les investisseurs potentiels exigent des informations détaillées pour prendre des décisions d'investissement. D'ailleurs, Buzby (1975) suggère que les coûts de préparation et de distribution de l'information financière peuvent être onéreux pour des petites sociétés. Autrement dit, le coût de la communication serait relativement plus bas pour des grandes sociétés que pour des petites sociétés qui manquent peut-être des

ressources nécessaires. De plus, les petites entreprises peuvent penser que l'offre d'information détaillée serait nuisible à leur compétitivité (Singhvi et Desai, 1971). L'argument ci-dessus peut être résumé par une relation positive entre la taille de l'entreprise et la communication d'information. Dans cette recherche, la taille est mesurée par la capitalisation boursière, en utilisant sa transformation logarithmique.

Plus une société effectue d'opérations internationales, plus elle doit diffuser des informations afin d'améliorer son image auprès de ses clients étrangers. Lopes et Rodrigues (2007) indiquent qu'il est important pour une société ayant des opérations internationales d'accroître l'intensité de sa communication, même lorsqu'elle n'est pas cotée à l'étranger. Le pourcentage du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger est un indicateur du degré d'internationalisation d'une entreprise.

Le risque de marché peut être une variable explicative de la communication financière par Internet (Marston et Polei, 2004). Lorsqu'une société cotée diffuse plus d'information sur son site, l'incertitude est supposée être réduite. En effet, cela peut améliorer l'évaluation du risque de l'entreprise. D'ailleurs, des entreprises risquées peuvent avoir l'intention de garder certaines informations négatives ou sensibles afin d'éviter des réactions négatives du marché financier. Le risque est mesuré par le bêta dans cette recherche.

La théorie des signaux suggère que les sociétés affichant une bonne performance tentent de se distinguer des sociétés ayant de mauvais résultats afin de réduire les coûts d'introduction en bourse. L'offre d'information par Internet est un moyen d'atteindre cet objectif. Comme Lang et Lundholm (1993) l'indiquent, « *la communication financière peut être liée à la variabilité de la performance d'une entreprise, si la performance représente l'asymétrie d'information entre les investisseurs et les dirigeants* ». Lev et Penman (1990) suggèrent que des informations non communiquées doivent être considérées comme des sources de risques par les investisseurs. Les dirigeants de sociétés ayant de bons résultats sont par conséquent motivés à fournir des informations détaillées afin d'améliorer l'opinion des investisseurs sur leurs performances. Celles-ci sont mesurées par la rentabilité économique dans notre recherche.

Les créanciers à long terme exigent d'avoir plus d'information financière que les actionnaires (Wallace et al., 1994). En d'autres termes, les entreprises ayant un taux élevé d'endettement sont obligées, en plus de s'adresser aux actionnaires, de fournir plus d'information afin de satisfaire les besoins spécifiques des créanciers à long terme. Cependant,

ces derniers sont souvent des professionnels qui possèdent certains réseaux informationnels. En conséquence, le recours à Internet pour obtenir des informations n'est pas aussi important pour ces professionnels. L'influence de l'endettement sur la transparence par voie électronique reste à tester. Nous utilisons le rapport de la dette à long terme à l'actif total pour représenter le taux d'endettement.

Les entreprises cotées dans plusieurs pays ont intérêt à diffuser plus d'information si elles souhaitent attirer plus d'investisseurs, en particulier à l'étranger. Comme Internet est un moyen plus rapide, plus efficace et moins coûteux que les canaux traditionnels de diffusion d'information, la multi-cotation peut avoir un effet positif sur la qualité et la quantité d'information diffusée par Internet. En outre, les entreprises multi-cotées peuvent être soumises à un degré de transparence plus exigeant. Nous introduisons une variable binaire pour mesurer la multi-cotation : les entreprises cotées à l'étranger sont codées 1, tandis que les entreprises cotées seulement en France sont codées 0.

Puisque Internet représente une nouvelle technologie de communication, il est plus facile pour les entreprises du secteur informatique et technologie (IT) de s'adapter à cette révolution. Le coût technique est relativement plus bas pour ces entreprises, et c'est aussi une bonne occasion pour elles de montrer leur savoir-faire dans ce domaine. Nous introduisons donc une variable binaire (1 pour les entreprises IT, 0 sinon) afin d'examiner la différence du niveau de communication d'information volontaire par voie électronique entre les entreprises IT et les autres.

Le tableau 1 récapitule la définition et la mesure de toutes les variables utilisées dans cette recherche.

Tableau 1 – Définition et mesure des variables

| Variable | Nom | Définition et Mesure |
|---|-----------------------|--|
| Variable dépendante | | |
| Offre d'information par Internet | <i>Score V</i> | Score de l'offre volontaire d'information |
| | <i>Score C</i> | Score relatif au contenu du site |
| | <i>Score P</i> | Score relatif à la présentation du site |
| | <i>Score W</i> | Score relatif aux avantages de la diffusion sur le Site Web |
| | <i>Score I</i> | Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs (les éléments concernant la situation financière et le gouvernement d'entreprise) |
| Variables indépendantes du gouvernement d'entreprise | | |
| Structure de la propriété | <i>Bloc</i> | La part de capital détenue par les Blocs. Nous entendons par « Bloc » le groupe d'actionnaires détenant une part significative du capital (au moins 5%). |
| | <i>Etranger</i> | La part de capital détenue par les investisseurs étrangers |
| | <i>Institutionnel</i> | La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels |
| Régime de gouvernance | <i>Régime</i> | 0= Entreprise dotée d'un Conseil d'administration ; 1= Entreprise en régime dual; |
| Indépendance du conseil | <i>Indépendance</i> | Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre total d'administrateurs |
| Dissociation des fonctions | <i>Dissociation</i> | 1 s'il y a dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général; 0 sinon |
| Comités de surveillance au sein du conseil | <i>Audit</i> | 1 si des comités d'audit ont été créés; 0 sinon |
| | <i>Rémunération</i> | 1 si des comités de rémunération ont été créés; 0 sinon |
| | <i>Nomination</i> | 1 si des comités de nomination ont été créés; 0 sinon |
| | <i>Comités</i> | La somme des variables " Audit, Rémunération et Nomination" |
| Variables de contrôle | | |
| Taille d'entreprise | <i>Taille</i> | Ln (Capitalisation boursière) |
| Degré d'internationalisation | <i>CA étranger</i> | Chiffre d'affaires à l'étranger / Chiffre d'affaires total |
| Risque du marché | <i>Risque</i> | Bêta |
| Performance d'entreprise | <i>Performance</i> | Rentabilité économique |
| Taux d'endettement | <i>Endettement</i> | Dettes à long terme/ Actif total |
| Cotation | <i>Multi-coté</i> | 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger; 0 sinon |
| Secteur | <i>IT</i> | 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie; 0 sinon |

2.3. Statistiques descriptives

Les statistiques sont présentées dans le tableau 2. Les résultats sur l'offre volontaire d'information par Internet (Score V) indiquent que le plus haut score réalisé par une entreprise est de 44 points, et le plus bas est de 8 points. Les valeurs moyenne et médiane sont respectivement de 20,96 et 20,00. Ces résultats suggèrent qu'il existe une grande variation de la qualité de communication volontaire par Internet sur les 190 sociétés de notre échantillon.

Tableau 2 – Statistiques descriptives

Score V: Score relatif aux informations volontaires; Score C: Score relatif au contenu du site; Score P: Score relatif à la présentation du site; Score I: Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs; Score W: Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web; Bloc: La part de capital détenue par les Blocs; Etranger: La part de capital détenue par les investisseurs étrangers; Institutionnel: La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels; Régime: 1= Entreprise en régime dual, 0 = Entreprise dotée d'un Conseil d'administration; Indépendance: Nombre d'administrateurs indépendants/ Nombre total d'administrateurs; Dissociation: 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général; 0 sinon; Audit: 1 si des comités d'audit ont été créés; 0 Sinon; Rémunération: 1 si des comités de rémunération ont été créés; 0 sinon; Nomination: 1 si des comités de nomination ont été créés; 0 sinon; Comités: la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination »; Taille: Ln (Capitalisation boursière); CA étranger: Chiffre d'affaires à l'étranger/ Chiffre d'affaires total; Performance: Rentabilité économique; Endettement: Dette à long terme/ Actif total; Risque: Bêta; Multi-coté: 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger; 0 sinon; IT: 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie; 0 sinon.

| | Moyenne | Médiane | Ecart-type | Minimum | Maximum |
|-----------------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|
| <i>Score V</i> | 20,963 | 20,000 | 6,208 | 8,000 | 44,000 |
| <i>Score P</i> | 8,974 | 9,000 | 2,675 | 4,000 | 17,000 |
| <i>Score C</i> | 11,989 | 11,000 | 4,149 | 2,000 | 27,000 |
| <i>Score W</i> | 11,900 | 12,000 | 3,854 | 4,000 | 24,000 |
| <i>Score I</i> | 6,026 | 6,000 | 2,805 | 0,000 | 15,000 |
| <i>Bloc</i> | 48,604 | 51,224 | 24,264 | 0,163 | 99,850 |
| <i>Institutionnel</i> | 25,712 | 20,390 | 19,521 | 0,080 | 96,950 |
| <i>Etranger</i> | 21,439 | 13,760 | 21,215 | 0,010 | 90,320 |
| <i>Régime</i> | 0,284 | 0,000 | 0,452 | 0,000 | 1,000 |
| <i>Indépendance</i> | 0,306 | 0,333 | 0,235 | 0,000 | 0,900 |
| <i>Dissociation</i> | 0,479 | 0,000 | 0,501 | 0,000 | 1,000 |
| <i>Audit</i> | 0,768 | 1,000 | 0,423 | 0,000 | 1,000 |
| <i>Rémunération</i> | 0,721 | 1,000 | 0,450 | 0,000 | 1,000 |
| <i>Nomination</i> | 0,432 | 0,000 | 0,497 | 0,000 | 1,000 |
| <i>Comités</i> | 1,921 | 2,000 | 1,159 | 0,000 | 3,000 |
| <i>Taille</i> | 7,049 | 6,553 | 1,769 | 3,849 | 11,908 |
| <i>CA étranger</i> | 49,204 | 49,905 | 25,148 | 0,000 | 100,000 |
| <i>Risque</i> | 0,700 | 0,689 | 0,343 | -0,073 | 1,614 |
| <i>Performance</i> | 6,728 | 6,116 | 6,719 | -22,888 | 49,251 |
| <i>Endettement</i> | 16,979 | 14,608 | 18,508 | 0,003 | 202,731 |
| <i>Multi-coté</i> | 0,142 | 0,000 | 0,350 | 0,000 | 1,000 |
| <i>IT</i> | 0,200 | 0,000 | 0,401 | 0,000 | 1,000 |

Nous constatons qu'environ 28 % des entreprises sont en régime dualiste et 72 % dotées d'un conseil d'administration. En moyenne 30,6% des administrateurs peuvent être considérés comme indépendants selon les critères énoncés dans le rapport Bouton (2002) sur le gouvernement d'entreprise.

Au regard de leurs homologues américaines, les entreprises françaises de notre échantillon ont un capital beaucoup plus concentré : Kelton et Yang (2008) mettent en évidence un pourcentage du capital détenu par les actionnaires principaux de 20 % en moyenne, ce taux est de 48,6% dans notre étude. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels et les investisseurs étrangers détiennent respectivement 25,71% et 21,44% du capital des sociétés étudiées.

3. Présentation des résultats empiriques

3.1. Analyse univariée et analyse de corrélation

L'analyse univariée fournit un certain nombre d'indices préliminaires à l'impact du régime de gouvernance, de la dissociation des fonctions et de la mise en place du comité de surveillance sur la communication d'information volontaire par voie électronique (tableau 3). On constate que les entreprises dotées d'un conseil d'administration offrent davantage d'information sur leur site web que celles en régime dualiste. Ce résultat est contraire à notre hypothèse 2 indiquant une relation positive entre le régime dual et la communication volontaire. Cela peut être dû au fait que les actionnaires d'entreprises dotées d'un conseil d'administration anticipent sur la passivité de leur système en renforçant la surveillance. Ainsi, les dirigeants de sociétés à conseil d'administration peuvent traiter la communication volontaire comme un mécanisme substitutif et diffuser plus d'information afin de réduire les coûts de surveillance. La transparence peut être, par conséquent, positivement liée au régime du conseil d'administration. Nous allons approfondir ces résultats grâce à une analyse de régression.

De plus, il semble que la création du comité de surveillance améliore la transparence d'information par voie électronique. D'ailleurs, les sociétés, qui ont choisi de séparer les fonctions de président et de directeur général, diffusent plus d'information sur leurs sites.

Tableau 3 – Analyse univariée

Score V: Score relatif aux informations volontaires; Score C: Score relatif au contenu du site; Score P: Score relatif à la présentation du site; Score I: Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs; Score W: Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web.

| Régime de gouvernance | | | |
|------------------------------|---------------------------------|---|-----------|
| | Conseil d'administration | Directoire & Conseil de surveillance | t |
| <i>Score V</i> | 21,537 | 19,519 | 2,038 ** |
| <i>Score P</i> | 9,015 | 8,870 | 0,335 |
| <i>Score C</i> | 12,522 | 10,648 | 2,861 *** |
| <i>Score W</i> | 12,199 | 11,148 | 1,703 * |
| <i>Score I</i> | 6,375 | 5,148 | 2,767 *** |

| Comités de surveillance au sein du Conseil | | | |
|---|--|---|------------|
| | Absence d'un comité de surveillance | Présence d'un comité de surveillance | t |
| <i>Score V</i> | 17,051 | 21,974 | -4,648 *** |
| <i>Score P</i> | 7,436 | 9,371 | -4,200 *** |
| <i>Score C</i> | 9,615 | 12,603 | -4,179 *** |
| <i>Score W</i> | 9,897 | 12,417 | -3,765 *** |
| <i>Score I</i> | 4,769 | 6,351 | -3,216 *** |

| Dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général | | | |
|--|----------------------------|-----------------------------------|------------|
| | Cumul des fonctions | Dissociation des fonctions | t |
| <i>Score V</i> | 20,768 | 23,595 | -2,415 ** |
| <i>Score P</i> | 8,677 | 9,919 | -2,428 ** |
| <i>Score C</i> | 12,091 | 13,676 | -2,021 ** |
| <i>Score W</i> | 11,667 | 13,622 | -2,692 *** |
| <i>Score I</i> | 6,091 | 7,135 | -1,947 * |

* : $p < 0,10$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Les résultats de l'analyse de corrélation entre les variables sont présentés dans l'annexe 2. À la lecture de ce tableau, la communication d'information volontaire par Internet est positivement liée à la part de capital détenue par les investisseurs étrangers, à l'indépendance du conseil et à la mise en place des comités de surveillance. En revanche, elle est négativement liée à la concentration du capital et au régime dual. Il faut remarquer que les trois variables binaires : Audit, Rémunération et Nomination sont fortement corrélées entre elles. Cela risque

d'entraîner un problème de multicollinéarité dans l'analyse de régression et doit être pris en compte.

3.2. Analyse de régression

Quatre modèles de régression (Tableau 4-Panel A, Modèles 1-4) sont utilisés afin d'examiner l'impact du mécanisme de gouvernance sur l'offre volontaire d'information par Internet. Les variables de contrôle sont introduites dans un deuxième temps pour tester l'effet des caractéristiques des entreprises sur la diffusion volontaire (Tableau 4-Panel B, Modèle 5). Ensuite, nous utilisons respectivement le Score C, le Score P, le Score W et le Score I comme variables dépendantes afin d'analyser et comprendre comment les différents types d'information sont liés aux facteurs de gouvernance et aux variables de contrôle (Tableau 4-Panel B, Modèles 6-9). À la fin, nous effectuons des tests de robustesse des modèles.

3.2.1. Les variables de gouvernance

Nous constatons que la variable Bloc est négativement liée à la communication d'information par Internet dans les modèles 1-5. Cela met en évidence l'impact négatif de la concentration du capital sur le niveau de la transparence par voie électronique. De plus, il est conforme aux résultats obtenus par Oyelere et *al.* (2003), Marston et Polei (2004) et Xiao et *al.* (2004). Nous pouvons, par conséquent, valider l'hypothèse 1 : l'offre d'information volontaire par Internet augmente lorsque la propriété de l'entreprise est plus dispersée.

La relation entre la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels (Institutionnels) et l'offre d'information n'est pas statistiquement confirmée par les résultats des régressions. Comme Bushee et Noe (2000) l'indiquent dans leur recherche, l'influence des investisseurs institutionnels sur la diffusion d'information dépend de leur horizon d'investissement et de leur capacité à rassembler les informations. Ce résultat non significatif suggère que l'impact global des investisseurs institutionnels sur l'offre d'information peut être nul lorsque nous considérons les différents types d'investisseurs institutionnels ensemble.

Nous observons une relation positive, mais non significative, entre le pourcentage de capital détenu par les investisseurs étrangers et la diffusion d'information par voie électronique. Ce résultat non significatif

peut être dû au fait qu'il est plus difficile pour les actionnaires étrangers de s'engager dans la gouvernance d'une société cotée et d'influencer la stratégie de communication.

En ce qui concerne le régime de gouvernance, on constate, conformément aux résultats de l'analyse univariée, que les sociétés dotées d'un conseil d'administration diffusent en général plus d'information sur leur site que celles en régime dualiste. Ceci suggère que les dirigeants des entreprises dotées d'un conseil d'administration sont davantage motivés à diffuser des informations dans l'objectif de réduire les coûts d'agence. Autrement dit, la communication financière apparaît comme un mécanisme substitutif de surveillance pour les actionnaires des sociétés à conseil d'administration. L'hypothèse 4 est donc rejetée.

Quant à l'incidence des administrateurs indépendants, nous trouvons un coefficient positif mais non statistiquement significatif. Ce résultat ne confirme ni la perspective substitutive ni la perspective complémentaire sur l'indépendance du conseil. Cette absence d'influence des administrateurs indépendants sur la stratégie de communication peut être liée au manque de pouvoir du conseil d'administration sur les dirigeants (Charreaux, 1997). Elle peut aussi s'expliquer par un phénomène sociologique connu : la France offre un terrain d'expérimentation idéal pour le « petit monde de l'élite des affaires », car celui-ci est largement perçu comme un réseau impénétrable basé sur des amitiés de longue date, souvent depuis le temps des études dans de grandes écoles très sélectives ou dans les grands corps de l'État (Bang, 2006). Lorsqu'un dirigeant entretient des relations proches avec un des administrateurs indépendants, il est difficile pour le conseil d'administration d'effectuer une surveillance ou de prendre des décisions lourdes vis-à-vis du dirigeant. Ces réseaux sociaux sont donc susceptibles de réduire l'efficacité du conseil.

La dissociation des fonctions de président et de directeur général est positivement liée à la communication d'information volontaire par Internet. Ce résultat est conforme à l'étude de Gul et Leung (2004) et met en évidence l'impact négatif du cumul des fonctions de président et de directeur général sur la transparence. Il permet de valider l'hypothèse 6 : il existe donc une relation positive entre l'offre d'information par Internet et la dissociation des fonctions au sein du conseil.

Nous constatons dans le Modèle 1 que la mise en place des comités de surveillance (Comités) est positivement liée à la diffusion d'information volontaire. Cela suggère que les comités de surveillance

au sein du conseil améliorent la transparence. Afin de connaître le rôle spécifique joué par chaque comité, nous avons remplacé la variable Comités par les variables Audit, Rémunération et Nomination. La matrice de corrélation indique que ces trois variables sont fortement corrélées entre elles ; nous avons introduit, par conséquent, ces trois variables respectivement dans les modèles 2, 3 et 4, afin d'éviter le problème de multi-colinéarité. Les résultats montrent que les trois comités influencent positivement les pratiques de diffusion d'information par voie électronique. Cependant, le coefficient Comités reste positif mais n'est plus significatif dans le modèle 5, dans lequel on fait entrer les variables de contrôle. Au regard des résultats globaux, nous pouvons valider l'hypothèse 7 : la création des comités de surveillance au sein du conseil peut améliorer le niveau de communication d'information par voie électronique.

3.2.2. Les variables de contrôle

Après avoir examiné l'impact de la gouvernance sur la diffusion d'information par Internet, nous effectuons les régressions sur l'ensemble des variables. Le coefficient de la variable Taille est positif et significatif au seuil de 1% dans tous les modèles. Ce résultat montre que les entreprises les plus importantes diffusent plus d'information sur leur site web. Il est également conforme aux résultats obtenus par Debreceeny et al. (2001), Ettredge et al. (2002), Oyelere et al. (2003), Marston et Polei (2004) et Xiao et al. (2004).

La performance des entreprises est négativement liée à l'offre d'information volontaire par Internet. C'est peut-être parce que les entreprises ayant des performances modestes sont relativement transparentes de manière à rassurer leurs actionnaires. L'impact des variables CA étranger, Risque, Endettement, Multi-coté et IT n'est pas statistiquement significatif.

3.2.3. Les tests de robustesse des modèles

Le calcul des VIF (*variance inflation factors*) permet de s'assurer qu'il n'existe pas de problèmes de multicolinéarité susceptibles d'affecter les résultats. En effet, aucune variable ne présente de VIF excédant 1,96, soit une valeur très éloignée de la limite critique de 10 (Neter et *al.*, 1989).

Afin de confirmer les résultats obtenus à partir de l'indice calculé sur l'information volontaire, nous avons reproduit l'analyse de régression en distinguant le contenu de l'information (Score C) de sa présentation (Score P). Nous avons également isolé les items qui semblent procurer un avantage de l'offre d'information par Internet (Score W) et ceux qui semblent importants pour les investisseurs (Score I). Globalement, les résultats semblent similaires à ceux obtenus à partir de l'indice de l'information volontaire (Score V). Les R^2 ajustés sont relativement élevés ; cela signifie que les variables explicatives, que nous avons choisies dans cette recherche, sont pertinentes pour expliquer la variation de l'offre d'information volontaire.

Il existe cependant certaines différences légères entre ces cinq modèles. Par exemple, le coefficient de la variable Régime n'est pas significatif pour expliquer la variation de la présentation du site (Modèle 7, Score P). D'ailleurs, la significativité de la variable Dissociation n'est pas confirmée par le Score C et le Score I. Ces différences peuvent être expliquées par l'interaction entre les variables Régime et Dissociation. Pour les sociétés en régime dual, la dissociation des fonctions de président et de directeur général est incontournable. Autrement dit, la variable Dissociation ne varie que pour les sociétés dotées d'un conseil d'administration. Il faudrait donc révéifier si l'impact de la variable Dissociation est affecté par la variable Régime. Nous avons d'abord effectué une régression en éliminant les sociétés en régime dual, puis utilisé les variables Régime et Dissociation, une à une, pour toutes les sociétés cotées. Les résultats (non reportés ici) montrent que les deux variables restent significatives, et demeurent notamment positives ou négatives comme observées dans les modèles originaux.

Conclusion

Aujourd'hui, Internet est devenu un moyen de plus en plus utilisé par les entreprises pour la communication financière. Selon les nouvelles dispositions de l'AMF, la communication financière par voie électronique est devenue obligatoire pour toutes les entreprises cotées sur Euro-list à partir de janvier 2007. L'objet de cette recherche est d'analyser les déterminants de l'offre d'information par Internet en France et, surtout, d'examiner l'impact du gouvernement d'entreprise sur celle-ci. En prolongeant les recherches précédentes, nous développons sept hypothèses concernant les facteurs du gouvernement d'entreprise et des modèles de régression pour effectuer une étude quantitative.

Sur la base d'un échantillon de 190 entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250, nous montrons que l'offre d'information par Internet augmente lorsque la structure de propriété de l'entreprise est plus dispersée. Ce résultat est conforme aux études réalisées par Marston et Polei (2004) et Xiao et *al.* (2004), qui mettent en évidence une relation négative entre la concentration du capital et la communication financière par voie électronique. Plus spécifiquement, nous étudions l'influence du régime de gouvernance sur l'offre d'information par Internet. Les résultats montrent que les entreprises en régime dualiste diffusent moins d'information par Internet que celles dotées d'un conseil d'administration. Nous constatons que la création des comités de surveillance au sein du conseil accroît le niveau de communication d'information volontaire par Internet. De plus, la dissociation des fonctions de président et de directeur général peut améliorer la transparence.

Les régressions confirment également une influence positive de la taille d'entreprise sur le niveau de l'offre d'information volontaire par Internet. Ces résultats sont homogènes avec ceux obtenus par Oyelere et *al.* (2003) sur un échantillon de firmes de Nouvelle-Zélande et par Marston et Polei (2004) sur un échantillon de firmes allemandes. Nous observons que la performance des entreprises est négativement liée au niveau de divulgation d'information par voie électronique. Cela suggère que les dirigeants tentent de rassurer leurs investisseurs en diffusant plus d'information lorsque la performance de l'entreprise n'est pas satisfaisante.

Cette étude n'est pas sans avoir certaines limites. Les données recueillies concernent une seule année d'exercice (2007). De plus, nous n'avons pas couvert tous les facteurs qui peuvent avoir une influence

sur l'offre d'information volontaire, comme, par exemple, l'intensité concurrentielle.

Malgré ces limites, notre recherche permet d'avoir une première approche des pratiques de diffusion d'information par voie électronique en France. Les analyses sur les déterminants de la communication peuvent être utiles pour les autorités de régulation, afin de comprendre les raisons des différentes stratégies adoptées par les sociétés cotées, en termes de communication. Cela peut permettre, en particulier, d'affiner la réglementation en vigueur. De futures recherches pourront davantage explorer l'impact de la communication financière par Internet sur l'asymétrie d'information et les risques sur les marchés financiers.

Bibliographie

- Ajinkya B., Bhojraj S. et Sengupta P. (2005), « The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 43, n° 3, p. 343-376.
- Ashbaugh H., Johnstone K.M. et Warfield T.D. (1999), « Corporate Reporting on the Internet », *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 3, p. 241-257.
- Bang N.D. (2006), « Trois essais sur le gouvernement d'entreprise, la performance et la valeur de la firme », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, HEC Paris, juillet.
- Botosan C.A. (1997), « Disclosure Level and the Cost of Equity Capital », *Accounting Review*, vol. 72, n° 3, p. 323-349.
- Bouton D. (2002), « Pour un meilleur gouvernement des entreprises », *Document Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) & Association Française des Entreprises Privées (AFEP-AGREF)*, Paris.
- Bushee B.J. et Noe F. (2000), « Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, supplemental, p. 171-202.
- Buzby S.L. (1975), « The Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 13, n° 1, p. 16-37.
- Cerf A.R. (1961), *Corporate Reporting and Investing Decisions*, University of California Press.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.

- Chen C.J.P. et Jaggi B. (2000), « Association Between Independent Non Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, n° 4-5, p. 285-310.
- Craven B.M. et Marston C.L. (1999), « Financial Reporting on the Internet by Leading UK Companies », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 321-333.
- Darrough M.N. et Stoughton N.M. (1990), « Financial Disclosure Policy in An Entry Game », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, n° 1-3, p. 219-243.
- Debreceny R., Gray G.L. et Mock T.J. (2001), « Financial Reporting Web Sites: What Users Want in Terms of Form and Content », *International Journal of Digital Accounting Research*, vol. 1, n° 1, p. 1-23.
- Debreceny R., Gray G.L. et Rahman A. (2002), « The Determinants of Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, n° 4-5, p. 371-394.
- Deller D., Stubenrath M. et Weber C. (1999), « A Survey on the Use of the Internet for Investor Relations in the USA, UK and Germany », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 351-364.
- Depoers F. (2000), « A Cost Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies », *European Accounting Review*, vol. 9, n° 2, p. 245-263.
- Eng L.L. et Mak Y.T. (2003), « Corporate Governance and Voluntary Disclosure », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, n° 4, p. 325-345.
- Ettredge M., Richardson V.J. et Scolz S. (2001), « The Presentation of Financial Information at Corporate Web Sites », *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 1, n° 2, p. 149-168.
- Ettredge M., Richardson V.J. et Scolz S. (2002), « Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, n° 4-5, p. 357-369.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- Fama E.F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-326.
- Gelb D. (2000), « Managerial Ownership and Accounting Disclosures: an Empirical Study », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 15, n° 2, p. 169-185.

- Gul F.A. et Leung S. (2004), « Board Leadership, Outside Directors Expertise and Voluntary Corporate Disclosures », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, n° 5, p. 351-79.
- Harrison J.R. (1987), « The Strategic Use of Corporate Board Committees », *California Management Review*, vol. 30, n° 1, p. 109-125.
- Healy P.M., Hutton A.P. et Palepu K.G., (1999), « Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure », *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 3, p. 485-520.
- Hodge F.D., Kennedy J.J. et Maines L.A. (2004), « Does Search Facilitating Technology Improve the Transparency of Financial Reporting? », *Accounting Review*, vol. 79, n° 3, p. 687-703.
- Hughes P.J. (1986), « Signalling by Direct Disclosure under Asymmetric Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n° 2, p. 119-142.
- Jaggi B. et Low P.Y. (2000), « Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures », *International Journal of Accounting*, vol. 35, n° 4, p. 495-519.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Kelton A.S. et Yang Y. (2008), « The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 27, n° 1, p. 62-87.
- Labelle R. et Schatt A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.
- Lang M. et Lundholm R. (1993), « Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures », *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n° 2, p. 246-271.
- Lev B. et Penman S.H. (1990), « Voluntary Forecast Disclosure, Non Disclosure and Stock Prices », *Journal of Accounting Research*, vol. 28, n° 1, p. 49-76.
- Lopes P.T. et Rodrigues L.L. (2007), « Accounting for Financial Instruments: An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange », *International Journal of Accounting*, vol. 42, n° 1, p. 25-56.

- Marston C. et Polei A. (2004), « Corporate Reporting on the Internet by German Companies », *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 5, n° 3, p. 285–311.
- Morris R.D. (1987), « Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice », *Account and Business Research*, vol. 18, n° 69, p. 47-56.
- Neter J., Wasserman W. et Kutner M.H. (1989), *Applied Regression Models*, Richard D. Irwin.
- Oyelere P., Laswad F. et Fisher R. (2003), « Determinants of Internet Financial Reporting by New Zealand Companies », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 14, n° 1, p. 26-63.
- Piot C. (2006), « Les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 159-185.
- Pirchegger B. et Wagenhofer A. (1999), « Financial Reporting on the Internet: A Survey of the Homepages of Austrian Companies », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 383-395.
- Pochet C. et Yeo H. (2004), « Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 2, p. 31-54.
- Potter G. (1992), « Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns », *Journal of Accounting Research*, vol. 30, n° 1, p. 146-155.
- Sengupta P. (1998), « Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt », *Accounting Review*, vol. 73, n° 4, p. 459-474.
- Shivdasani A. (1993), « Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 2, p. 148-153.
- Singhvi S.S. et Desai H.B. (1971), « An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure », *Accounting Review*, vol. 46, n° 1, p. 129-138.
- Skinner D.J. (1994), « Why Firms Voluntarily Disclose Bad News », *Journal of Accounting Research*, vol. 32, n° 1, p. 38-60.
- Verrecchia R.E. (1983), « Discretionary Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, n° 3, p. 179-194.
- Viénot M. (1995), « Le conseil d'administration des sociétés cotées », *Document Association Française des Entreprises Privées (AFEP) & Conseil National du Patronat Français (CNPF)*, juillet, Paris.
- Wallace R. et Naser K. (1995), « Firm-specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual

Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 14, n° 4, p. 311-368.

Wallace R.S.O., Naser K. et Mora A. (1994), « The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain », *Accounting and Business Research*, vol. 25, n° 97, p. 41-53.

Weisbach M.S. (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, Jan.-March, p. 431-460.

Xiao J.Z., Yang H., Chee W. et Chow. (2004), « The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-based Disclosures by Listed Chinese Companies », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, n° 3, p. 191-225.

Annexe 1 – Indice d'évaluation

C= item relatif au contenu du site

P= item relatif à la présentation du site

I = item important (situation financière et gouvernement d'entreprise) pour les investisseurs

W=item relatif aux avantages de la diffusion par Internet par rapport aux médias traditionnels

| Items | | C | I | W |
|--------------|---|----------|----------|----------|
| 1 | Chiffre d'affaires mensuel | C | I | W |
| 2 | Rapports trimestriels | C | I | W |
| 3 | Cours de l'action en direct | C | I | W |
| 4 | Evolution du cours et des volumes | C | I | W |
| 5 | Comparaison avec les indices de référence (CAC 40/ SBF 250) | C | I | W |
| 6 | Analystes financiers suivants | C | I | W |
| 7 | Rapports annuels 2004-2006 | C | I | W |
| 8 | Rapports annuels 2001-2003 | C | I | W |
| 9 | Lien direct vers Euronext | C | I | W |
| 10 | Espace actionnaires | C | I | W |
| 11 | Investissement pour l'innovation | C | I | |
| 12 | Biographies des membres de l'équipe dirigeante | C | I | |
| 13 | Agenda financier | C | I | |
| 14 | Gestion des risques financiers | C | I | |
| 15 | Fiche signalétique de l'action | C | I | |
| 16 | Evolution du dividende | C | I | |
| 17 | Actualités du dernier mois | C | | W |
| 18 | Introduction générale de l'entreprise | C | | |
| 19 | Perspectives des produits & services | C | | |
| 20 | Démonstration des nouveaux produits | C | | |
| 21 | Communication de presse extérieure/indépendante | C | | |
| 22 | Rapport développement durable | C | | |
| 23 | Rapport responsable social | C | | |
| 24 | Communication non commerciale | C | | |
| 25 | Adresse email des relations d'investissement | C | | |
| 26 | Numéro de téléphone réservé aux relations financières | C | | |
| 27 | Numéro vert pour les actionnaires | C | | |

Annexe 1 – Suite

| | | | |
|----|---|----------|----------|
| 28 | Coordonnée postale du service financier | <i>P</i> | |
| 29 | Questions fréquentes | <i>P</i> | |
| 30 | Regroupement des informations financières réglementées AMF | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 31 | Site en version anglaise | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 32 | Site en version présentée dans une 3e langue au choix | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 33 | Téléchargement des logiciels pratiques- Ex: Pdf/lecteur RSS | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 34 | Temps de chargement du site en moins de 5 secondes | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 35 | Site du format texte | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 36 | Accès rapide à la rubrique financière (un clic) | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 37 | Flash | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 38 | Dossiers vocaux | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 39 | Vidéo | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 40 | Recherche interne du site | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 41 | Outlook-formulaire de contact à relation financière | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 42 | Newsletters /abonnement des informations financières | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 43 | Rapport annuel au format PDF | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 44 | Rapport annuel au format HTML/ format texte | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 45 | Rapport annuel-version interactive | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 46 | Rapport financier au format Excel | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 47 | Version imprimable du site | <i>P</i> | <i>W</i> |
| 48 | Image | <i>P</i> | |
| 49 | Plan du site | <i>P</i> | |
| 50 | Aide | <i>P</i> | |

Annexe 2 – Corrélation de Pearson

Annexe 2 – Suite

* : $p < 0,10$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Légende :

Score V: Score relatif aux informations volontaires; Bloc: La part de capital détenue par les Blocs; Etranger: La part de capital détenue par les investisseurs étrangers; Institutionnel: La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels; Régime: 1= Entreprise en régime dual, 0 = Entreprise dotée d'un Conseil d'administration; Indépendance: Nombre d'administrateurs indépendants/ Nombre total d'administrateurs; Dissociation: 1 s'il y a dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général; 0 sinon; Audit: 1 si des comités d'audit ont été créés; 0 Sinon; Rémunération: 1 si des comités de rémunération ont été créés; 0 sinon; Nomination: 1 si des comités de nomination ont été créés; 0 sinon; Comités: la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination »; Taille: Ln (Capitalisation boursière); CA étranger: Chiffre d'affaires à l'étranger/ Chiffre d'affaires total; Performance: Rentabilité économique; Endettement: Dette à long terme/ Actif total; Risque: Bêta; Multi-coté: 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger; 0 sinon; IT: 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie; 0 sinon.

| Variable | <1> | <2> | <3> | <4> | <5> | <6> | <7> | <8> | <9> | <10> | <11> | <12> | <13> | <14> | <15> | <16> | <17> |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <1> Score V | 1,000 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| <2> Bloc | -0,417 | 1,000 | | | | | | | | | | | | | | | |
| <3> Institutionnel | 0,211 | -0,477 | 1,000 | | | | | | | | | | | | | | |
| <4> Etranger | 0,180 | -0,176 | 0,478 | 1,000 | | | | | | | | | | | | | |
| <5> Régime | -0,147 | -0,026 | 0,013 | 0,041 | 1,000 | | | | | | | | | | | | |
| <6> Indépendance | 0,310 | -0,463 | 0,316 | 0,188 | -0,103 | 1,000 | | | | | | | | | | | |
| <7> Dissociation | 0,033 | -0,015 | 0,038 | 0,059 | 0,657 | -0,028 | 1,000 | | | | | | | | | | |
| <8> Comités | 0,433 | -0,307 | 0,264 | 0,219 | 0,053 | 0,327 | 0,065 | 1,000 | | | | | | | | | |
| <9> Audit | 0,363 | -0,290 | 0,225 | 0,187 | 0,097 | 0,276 | 0,077 | 0,858 | 1,000 | | | | | | | | |
| <10> Rémunération | 0,281 | -0,249 | 0,190 | 0,163 | 0,106 | 0,237 | 0,056 | 0,881 | 0,744 | 1,000 | | | | | | | |
| <11> Nomination | 0,448 | -0,244 | 0,253 | 0,204 | -0,054 | 0,313 | 0,037 | 0,804 | 0,478 | 0,518 | 1,000 | | | | | | |
| <12> CA Etranger | 0,245 | -0,313 | 0,072 | 0,073 | 0,023 | 0,260 | 0,052 | 0,143 | 0,128 | 0,096 | 0,138 | 1,000 | | | | | |
| <13> Taille | 0,751 | -0,295 | 0,198 | 0,258 | -0,079 | 0,233 | 0,057 | 0,476 | 0,355 | 0,305 | 0,531 | 0,202 | 1,000 | | | | |
| <14> Risque | 0,516 | -0,468 | 0,276 | 0,196 | -0,126 | 0,314 | -0,078 | 0,347 | 0,288 | 0,231 | 0,354 | 0,280 | 0,523 | 1,000 | | | |
| <15> Performance | -0,069 | 0,091 | -0,029 | 0,046 | -0,018 | -0,143 | 0,029 | -0,074 | -0,085 | -0,082 | -0,027 | 0,017 | 0,067 | -0,041 | 1,000 | | |
| <16> Endettement | 0,037 | 0,011 | 0,184 | 0,113 | -0,072 | 0,011 | -0,023 | 0,090 | 0,009 | 0,062 | 0,145 | -0,079 | 0,110 | 0,024 | 0,258 | 1,000 | |
| <17> Multi-coté | 0,251 | -0,121 | 0,030 | 0,156 | -0,089 | 0,184 | -0,058 | 0,145 | 0,116 | 0,119 | 0,132 | 0,189 | 0,276 | 0,239 | -0,067 | -0,050 | 1,000 |
| <18> IT | -0,135 | -0,123 | 0,029 | -0,058 | -0,053 | -0,015 | 0,021 | -0,159 | -0,100 | -0,129 | -0,170 | 0,012 | -0,272 | -0,058 | -0,064 | -0,088 | 0,060 |

Tableau 4 – Panel A - Régression

Score V: Score relatif aux informations volontaires; Score C: Score relatif au contenu du site; Score P: Score relatif à la présentation du site; Score I: Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs; Score W: Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web; Bloc: La part de capital détenue par les Blocs; Etranger: La part de capital détenue par les investisseurs étrangers; Institutionnel: La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels; Régime: 1 = Entreprise en régime dual, 0 = Entreprise dotée d'un Conseil d'administration; Indépendance: Nombre d'administrateurs indépendants/ Nombre total d'administrateurs; Dissociation: 1 s'il y a dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général; 0 sinon; Audit: 1 si des comités d'audit ont été créés; 0 sinon; Rémunération: 1 si des comités de rémunération ont été créés; 0 sinon; Nomination: 1 si des comités de nomination ont été créés; 0 sinon; Comités: la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination »; Taille: Ln (Capitalisation boursière); CA étranger: Chiffre d'affaires à l'étranger/ Chiffre d'affaires total; Performance: Rentabilité économique; Endettement: Dette à long terme/ Actif total; Risque: Bêta; Multi-coté: 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger; 0 sinon; IT: 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie; 0 sinon.

* : $p < 0,10$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

| Variable indépendante | Modèle 1 | | Modèle 2 | | Modèle 3 | | Modèle 4 | |
|-----------------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|
| | Coeff. | t | Coeff. | t | Coeff. | t | Coeff. | t |
| (constante) | 21,632 | 12,882 *** | 21,735 | 12,371 *** | 22,716 | 12,940 *** | 23,483 | 14,871 *** |
| Bloc | -0,085 | -4,446 *** | -0,087 | -4,412 *** | -0,091 | -4,560 *** | -0,091 | -4,803 *** |
| Institutionnel | -0,029 | -1,183 | -0,026 | -1,017 | -0,024 | -0,937 | -0,032 | -1,322 |
| Etranger | 0,026 | 1,262 | 0,029 | 1,401 | 0,032 | 1,497 | 0,027 | 1,323 |
| Régime | -4,251 | -3,836 *** | -4,414 | -3,885 *** | -4,412 | -3,800 *** | -3,548 | -3,212 *** |
| Indépendance | 0,922 | 0,492 | 1,594 | 0,838 | 2,022 | 1,047 | 0,878 | 0,472 |
| Dissociation | 2,595 | 2,614 *** | 2,702 | 2,663 *** | 2,811 | 2,717 *** | 2,288 | 2,312 ** |
| Comités | 1,753 | 4,966 *** | 3,850 | 3,962 *** | | | | |
| Audit | | | | | | | | |
| Rémunération | | | | | 2,647 | 2,891 *** | 4,211 | 5,214 *** |
| Nomination | | | | | | | | |
| R ² ajusté | 0,316 | | 0,285 | | 0,257 | | 0,324 | |
| F | 13,453 | | 11,742 | | 10,34 | | 13,934 | |

Tableau 4 – Panel B - Régression

* : $p < 0,10$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0$.

| Variable indépendante | Modèle 5 | | Modèle 6 | | Modèle 7 | | Modèle 8 | | Modèle 9 | |
|-----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | Score V | Score C | Score P | Score W | Score I | Score W | Score I | Score W | Score I | |
| <i>(constante)</i> | 6,667 | 3,227 *** | 3,333 | 2,168 ** | 3,334 | 3,270 *** | 3,131 | 2,210 ** | 0,721 | 0,616 |
| <i>Bloc</i> | -0,045 | -2,793 *** | -0,023 | -1,955 * | -0,022 | -2,712 *** | -0,024 | -2,215 ** | -0,008 | -0,895 |
| <i>Institutionnel</i> | -0,009 | -0,485 | -0,010 | -0,703 | 0,001 | 0,078 | 0,002 | 0,132 | -0,004 | -0,414 |
| <i>Etranger</i> | -0,007 | -0,477 | 0,002 | 0,189 | -0,010 | -1,251 | -0,006 | -0,583 | -0,002 | -0,215 |
| <i>Régime</i> | -2,314 | -2,675 *** | -1,940 | -3,013 *** | -0,375 | -0,877 | -1,360 | -2,291 ** | -1,355 | -2,760 *** |
| <i>Indépendance</i> | 0,554 | 0,383 | 0,912 | 0,847 | -0,358 | -0,501 | 1,387 | 1,398 | 1,139 | 1,387 |
| <i>Dissociation</i> | 1,383 | 1,802 * | 0,734 | 1,284 | 0,650 | 1,714 * | 1,066 | 2,025 ** | 0,591 | 1,357 |
| <i>Comités</i> | 0,306 | 1,044 | 0,218 | 1,001 | 0,088 | 0,606 | 0,025 | 0,126 | 0,082 | 0,490 |
| <i>Taille</i> | 2,188 | 9,917 *** | 1,237 | 7,539 *** | 0,950 | 8,726 *** | 1,279 | 8,454 *** | 0,685 | 5,476 *** |
| <i>CA étranger</i> | 0,008 | 0,647 | 0,007 | 0,794 | 0,001 | 0,115 | 0,007 | 0,842 | 0,007 | 1,013 |
| <i>Risque</i> | 1,218 | 1,137 | 1,113 | 1,396 | 0,105 | 0,199 | 0,527 | 0,718 | 0,971 | 1,597 |
| <i>Performance</i> | -0,080 | -1,791 * | -0,055 | -1,654 * | -0,025 | -1,134 | -0,035 | -1,157 | -0,039 | -1,540 |
| <i>Endettement</i> | -0,004 | -0,235 | -0,003 | -0,246 | -0,001 | -0,104 | -0,004 | -0,382 | -0,005 | -0,562 |
| <i>Multi-coté</i> | 0,224 | 0,256 | 0,326 | 0,501 | -0,102 | -0,237 | 0,023 | 0,038 | 0,043 | 0,087 |
| <i>IT</i> | 0,103 | 0,134 | 0,097 | 0,169 | 0,007 | 0,018 | 0,119 | 0,225 | -0,296 | -0,676 |
| R² ajusté | 0,612 | 0,519 | 0,490 | 0,490 | 0,526 | 0,526 | 0,526 | 0,526 | 0,388 | 0,388 |
| F | 22,27 | 15,559 | 13,995 | 13,995 | 15,992 | 15,992 | 15,992 | 15,992 | 9,543 | 9,543 |