

## **Les pratiques de la divulgation des informations comptables et financières : d'une vision purement juridique à la recherche de la fidélisation des actionnaires**

### **Accounting and financial information disclosure practices: from a purely legal vision to search of shareholder loyalty**

**EL YAACOUBI Youssef**

Enseignant-chercheur

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Fès

Université Sidi Mohamed Ben Abdellah

Laboratoire de Recherche et d'Études en Management, Entreprenariat et Finance (LAREMEF)

Maroc

**youssef.elyaacoubi@usmba.ac.ma**

**FARRAT Outmane**

Doctorant

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Fès

Université Sidi Mohamed Ben Abdellah

Laboratoire de Recherche et d'Études en Management, Entreprenariat et Finance (LAREMEF)

Maroc

**Farratoutmane@yahoo.fr**

**Date de soumission** : 17/09/2021

**Date d'acceptation** : 26/10/2021

**Pour citer cet article** :

EL YAACOUBI. Y & FARRAT. O (2021) «Les pratiques de la divulgation des informations comptables et financières : d'une vision purement juridique à la recherche de la fidélisation des actionnaires», Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 4 : Numéro 4» pp : 641 - 665

## Résumé

Dans le cadre de cette contribution, nous avons exposé les trois dimensions de la communication financière à savoir la dimension réglementaire, managériale de la gouvernance et marketing. Chacune de ces dimensions a contribué au développement du contenu de la communication financière. Le point de départ de la communication financière est la législation. Cette dernière encadre les activités communicationnelles des organismes financiers dans le marché afin de protéger les actionnaires contre le comportement opportuniste des dirigeants. Cependant, plusieurs enquêtes ont montré que les besoins informationnels des parties prenantes dépassent largement les informations demandées par la loi. Par la suite, nous avons exposé l'évolution du cadre théorique de la gouvernance et son impact sur l'amélioration de la qualité de la communication financière. Le dépassement du cadre réglementaire de la communication financière vers la publication des informations qui ne sont pas demandées par les autorités financières avec une forte adoption des mécanismes de fidélisation des actionnaires implique l'existence d'une volonté auprès des émetteurs pour passer à un marketing boursier qui n'est pas basé uniquement sur la réglementation mais aussi sur des outils de la fidélisation de différentes natures (financière, informationnelle, managériale etc.)

**Mots clés** : Communication financière ; Réglementation ; Gouvernance ; Fidélisation des actionnaires ; Marketing boursier.

## Abstract

In this contribution, we have exposed the three dimensions of financial communication, namely the regulatory, managerial and marketing dimension. The starting point for financial communication is legislation. The latter supervises the communication activities of financial organizations in the market in order to protect shareholders against the opportunistic behavior of managers. We then explained the evolution of the theoretical framework of governance and its impact on improving the quality of financial communication. Going beyond the regulatory framework of financial communication towards the publication of information that is not requested by the financial authorities with a strong adoption of shareholder loyalty mechanisms implies the existence of a desire among issuers to switch to stock market marketing which is not based only on regulations but also on loyalty tools of various kinds (financial, informational, managerial, etc.)

**Keywords:** Financial communication; Regulations ; Governance ; Shareholder loyalty ; Stock market marketing.

## Introduction

La communication est caractérisée par l'existence de deux parties : un émetteur et un récepteur qui échangent des messages à travers un canal, mais ce processus a connu plusieurs changements qui ont influé sur son appareil définitoire. En effet le cadre théorique et conceptuel amène chaque chercheur à développer son modèle théorique du phénomène de la communication en fonction de sa perception.

L'entreprise, conçue comme composante fondamentale du tissu économique et social, doit communiquer avec ses parties prenantes. Cette démarche a contribué à l'apparition de la communication d'entreprise. Par ailleurs, dans la littérature, nous distinguons la communication interne et la communication externe. La première forme de la communication d'entreprise est mobilisée pour transmettre des messages à l'intérieure de la firme. La deuxième forme, portant sur l'aspect externe de la communication d'entreprise, est multidisciplinaire puisqu'elle intègre plusieurs dimensions et cherche également à satisfaire les besoins informationnels des différentes parties prenantes. Parmi les principales branches de la communication d'entreprise, nous citons la communication financière.

Cependant, la communication financière est un phénomène compliqué. Sa complexité réside au niveau du nombre et l'intérêt de chaque intervenant dans son processus. Chacun de ces intervenants dispose sa propre perception de la qualité de la communication financière (Elyaacoubi et Farrat, 2021c).

L'objectif de ce manuscrit est de répondre à la question suivante : **Comment la communication financière a-t-elle passé d'une démarche purement obligatoire et juridique vers un outil de fidélisation des actionnaires ?** Pour répondre à cette question, nous avons construit notre développement sur trois parties. La première est consacrée à la présentation de l'aspect réglementaire de la communication financière au Maroc tout en exposant aussi les besoins informationnels des parties prenantes suite aux enquêtes effectuées à l'échelle internationale. Dans la seconde, nous présentons les différentes approches de la gouvernance et leurs impacts sur l'évolution du contenu de la communication financière. La troisième est consacrée à la présentation de la dimension marketing de la communication financière.

## **1 La communication financière : entre les exigences du législateur et les attentes des utilisateurs**

### **1.1 La communication financière obligatoire au Maroc**

La communication financière est caractérisée par une dimension juridique importante (Chekkar, 2007). Durant les dernières années, la réglementation de la communication financière a connu plusieurs mutations. Celles-ci sont expliquées par un contexte caractérisé par :

- Des crises internationales successives qui frappent les marchés financiers durant les dernières années, ce qui rend le financement de plus en plus difficile.
- Les difficultés d'accès au financement bancaire : les banques exigent des conditions de plus en plus contraignantes, ce qui pousse les sociétés à trouver des formes de financement plus favorables.
- La concurrence entre les émetteurs pour attirer les investisseurs.
- Les exigences informationnelles et financières des actionnaires.

Au Maroc, la communication financière est encadrée par les textes suivants :

- Le dahir portant la loi n° 1-93-212 du 4 rebia ii 1414 (21 septembre 1993) et relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne (Modifié et complété par les lois 23-01, 36-05 44-06).
- La circulaire du CDVM. (Version Janvier 2012). Modifiée le 08 avril 2013. Modifiée le 1er octobre 2013. Modifiée le 1 octobre 2014.
- Dahir n° 1-96-124 du 4 rabii II 1417 (30 août 1996) portant promulgation de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes (modifiée et complétée par les lois 81-99, 23-01, 20-05, 78-12)
- Le dahir n°1-13-21 du 1 jourmada I 1434 (13 mars 2013) portant sur promulgation de la loi n°43-12 relative à l'Autorité marocaine du marché des capitaux
- Le dahir n°1-12-55 du 14 safar 1434 (28 décembre 2012) portant sur promulgation de la loi n° 44-12, relative à l'appel public à l'épargne et aux informations exigées des personnes morales et organismes faisant appel public à l'épargne.

La consultation du cadre réglementaire de la communication financière au Maroc nous permet de dire qu'il y a plusieurs types d'informations à publier. Chaque type dispose de ses propres

caractéristiques. L'Autorité marocaine du marché des capitaux ou (AMMC l'ancien CDVM) a publié en 2012 un guide de la communication financière dédié aux sociétés cotées dans la bourse de Casablanca dont l'objectif est d'améliorer les pratiques de la communication financière au Maroc. Ce guide, a défini trois formes d'informations, et il indique les textes légaux et réglementaires précisait la nature des informations à publier ainsi que les obligations liées à sa diffusion. Ces textes classent l'information selon son origine et sa logique, à savoir : l'information occasionnelle et l'information continue (l'information périodique et l'information importante).

A chaque fois qu'il y a un événement de nature financière, l'entreprise est tenue de présenter aux acteurs du marché toutes les informations en relation avec cette occasion. On parle donc de **l'information occasionnelle**. Parmi les opérations financières qui rentrent dans ce cadre nous trouvons l'appel public à l'épargne (APE). A ce niveau, *« sans préjudice de toutes autres obligations d'information découlant de législations ou réglementations particulières qui lui sont applicables, toute personne faisant appel public à l'épargne est soumise aux obligations d'information... L'information donnée au public par les personnes qui font appel public à l'épargne doit être exacte, précise et sincère »* (Article 12-4 du Dahir portant loi n° 1-93-212).

Avant la publication de ces informations, l'autorité du marché est chargée de contrôler la qualité de ces informations dans le document d'information *« ... comprend notamment les informations prévues par la législation applicable à la personne faisant appel public à l'épargne. Préalablement à sa publication et à sa diffusion, ce document d'information doit être visé par l'AMMC »* (Article 16 du Dahir portant loi n° 1-93-212).

Le cadre réglementaire de la communication financière au Maroc prévoit aussi la publication **des informations périodiques**. Elles regroupent l'information annuelle, semestrielle et trimestrielle. De sa part, l'autorité du marché recommande la publication de ces informations dans les sites Web afin d'assurer une large diffusion. Cependant, les informations publiées dans ce cadre diffèrent selon l'activité de l'émetteur et dont le contenu est fixé par l'autorité du marché, mais l'élément commun entre ces informations est l'obligation de publier le bilan, le compte des produits et des charges, l'état des soldes de gestion, le tableau de financement et les éléments de l'état des informations complémentaires.

Les sociétés cotées dans la bourse de Casablanca sont obligées de publier **les informations continues ou permanentes**. Ces informations représentent une source de plusieurs litiges et

risques dans le marché à cause de leur sensibilité et leur caractère imprévu. En effet, L'article 18 du Dahir portant loi n° 1-93-212 « *Les personnes morales faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier dans un journal d'annonces légales aussitôt qu'elles en ont pris connaissance, tout fait intervenant dans leur organisation, leur situation commerciale, technique ou financière, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres* ».

. Cet article présente une description détaillée des informations importantes à publier par les sociétés cotées. De même, la communication de l'information privilégiée est une obligation à cause de son impact sur la valeur des titres.

## **1.2 Les parties prenantes de l'organisation et leurs attentes informationnelles**

Comme nous l'avons indiqué dans la partie précédente, il existe plusieurs utilisateurs de l'information comptable et financière. Chaque utilisateur a besoin d'un certain nombre d'information pour bâtir une image claire sur l'entreprise en question, mais la nature de cette information se différencie d'un utilisateur à un autre.

Au niveau international, plusieurs chercheurs ont tenté d'identifier les besoins informationnels des intervenants dans le marché financier. Par contre, au Maroc nous n'avons pas des enquêtes identifiant les besoins informationnels qui précisent les attentes des intervenants du marché marocain.

### **1.2.1 Rapport du Comité Jenkins (1994)**

Le rapport est intitulé : « Improving Business Reporting - A Customer Focus ». Pour Zéghal et Maaloul (2011), ce rapport a proposé le remplacement du modèle financier traditionnel par un autre basé sur la création de la richesse « Business Model ». Pour ces auteurs, le rapport de Jenkins recommande :

- la publication des informations prévisionnelles.
- la concentration sur sources de la performance extra financière qui contribuent à la création de richesse à long terme.
- et l'assurance de l'équité au niveau de la diffusion des informations entre le public et les dirigeants des entreprises.

### 1.2.2 La grille de Botosan (1997)

C'est une grille largement utilisée par les chercheurs pour évaluer la qualité de la communication financière volontaire. Botosan (1997) a essayé de découvrir le lien entre le niveau de divulgation dans les rapports annuels et le coût du capital dans le contexte américain, pour cela elle a construit un indice composé de 5 rubriques, à savoir :

- Les informations générales.
- L'historique des informations financières.
- Les informations non financières.
- Les informations prévisionnelles.
- Les explications des changements.

Botosan a sélectionné ces items de trois sources :

- SRI : « Stanford Research Institute » (1987) sur la base d'une recherche effectuée pour détecter les besoins informationnels des investisseurs américains.
- CICA: «the Canadian Institute of Chartered Accountants» (1991).
- (AICPA): Les recommandations de the American Institute of Certified Public Accountants (1994).

Malgré que la grille de Botosan soit constituée depuis une vingtaine d'années, elle reste souvent utilisée par les chercheurs au sein de plusieurs contextes pour évaluer la qualité de la communication financière volontaire ce qui implique que cette grille est crédible.

### 1.2.3 FASB (2001)

Il s'agit d'un rapport publié en 2001 par « the Financial Accounting Standards Board », intitulé « *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure* »<sup>1</sup>. Dans ce rapport le comité a recommandé la publication d'un certain nombre d'informations pour améliorer la qualité de la communication financière volontaire. Parmi ces recommandations nous citons :

- la publication des informations qui ont un caractère prévisionnel ;
- le point de vue de la direction par rapport aux facteurs de succès essentiels de l'entreprise ;

---

<sup>1</sup><http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=idetblobwhere=1175819611134etblobheader=application%2Fpdfetblobcol=urldataetblobtable=MungoBlobs>. [Consulté le 19/06/2019].

- la publication des informations sur l'actif immatériel ;
- la divulgation volontaire devrait couvrir non seulement les bonnes nouvelles, mais aussi les déceptions afin de donner une crédibilité aux informations publiées.

### **1.3 La communication financière : entre l'obligation et les contraintes de la divulgation**

A partir des données des paragraphes précédents, nous remarquons que l'autorité du marché et les parties prenantes sont très exigeantes au niveau de la qualité et la quantité des informations financières, mais la publication de certaines informations peut impacter négativement l'entreprise. Parfois, l'entreprise a intérêt à ne pas publier des informations qu'elle détient afin d'éviter ses conséquences négatives. Cela peut générer des conflits avec l'autorité de contrôle. À ce niveau, l'entreprise doit comparer le coût de la publication et le coût de conservation de l'information. Dye (1985) cité par Mahmoud (2012) a exposé des cas où l'entreprise préfère ne pas publier ses informations. A titre d'exemple, nous citons :

L'entreprise opte pour la conservation de certaines informations qui font partie d'un corps informationnel inséparable, car leur publication peut impacter négativement sa valeur financière et sa situation concurrentielle.

En cas de dépendance entre les salaires des dirigeants et les résultats financiers des entreprises, il est préférable de ne pas publier les informations car une telle diffusion peut aggraver la relation d'agence entre les dirigeants et les propriétaires (actionnaires).

De même, les informations publiées par les sociétés font l'objet d'une utilisation stratégique par les différentes parties prenantes (Darrough, 1995). Parmi ces cas, nous citons le positionnement concurrentiel. Ce dernier est influencé en cas d'utilisation des informations stratégiques par les concurrents par une intervention dans les prix, la quantité produite et le positionnement dans le marché...etc.

Darrough (1995) confirme aussi que la relation avec les autorités publiques est influencée négativement en cas de publication des résultats favorables. Cela peut inciter le gouvernement à changer sa politique fiscale vers la création de nouveaux impôts et taxes. La diffusion de nouvelles informations financières peut également inciter les salariés à demander des avantages sociaux et améliorer les conditions de travail qui vont engendrer des conflits et des coûts additionnels pour

la société. Certes, la communication financière exerce un impact sur la valeur des titres, mais l'impact se différencie d'une nouvelle à autre Guyot (2013).

## **2 Les apports réciproques de la gouvernance de l'entreprise et de la communication financière**

### **2.1 Les différentes approches théoriques de la gouvernance**

Quel que soit le modèle adopté au sein de l'organisation, l'objectif principal de la gouvernance est d'avoir des structures politiques, économiques et sociales rassemblant les meilleures pratiques de gestion au sein de l'organisation (Dionne-Proulx et Larochelle, 2007).

#### **2.1.1 Le modèle actionnarial de la gouvernance**

Alchian et Demsetz (1972) considèrent la firme comme un ensemble des facteurs de production. Jensen et Meckling (1976) définissent la firme comme un ensemble de contrats reliant la firme avec les porteurs des capitaux. Cette définition donne naissance à deux relations : la première entre la firme et les actionnaires la deuxième entre la firme et les créanciers financiers. Le courant actionnarial de la gouvernance garde une grande importance à l'analyse de la relation entre la firme et les actionnaires (Charreaux, 2004). Ainsi, la théorie d'agence représente un cadre solide pour comprendre la nature de cette relation qui est souvent caractérisée par l'existence des conflits entre le « principal » qui est l'actionnaire et l'agent qui est le « dirigeant ». Les conflits apparaissent à cause de l'existence des divergences d'intérêts entre eux lors de l'exécution du contrat.

Ce modèle suppose que les actionnaires sont les garants d'une bonne gouvernance au sein de l'organisation, puisqu'ils imposent l'atteinte des bons retours sur leurs capitaux employés, ce qui nécessite la mise en place d'un système d'optimisation des outils de production (Gomez ,2009). En effet, le modèle actionnarial de la gouvernance cherche à résoudre les conflits d'intérêt au sein de la firme et de déduire les coûts d'agence particulièrement (Shleifer et Vishny 1997). Dans cette perspective, Charreaux (1997b) présente la gouvernance comme un groupe de mécanismes organisationnels et institutionnels cherchant à encadrer le pouvoir et la prise de décision au sein d'une organisation. Meier et Schier (2008) confirment que la résolution des conflits d'agence passe par la mise en place d'un certain nombre de mécanismes pour assurer la discipline des dirigeants et sécuriser, par conséquent, l'investissement financier des actionnaires.

Charreaux (2004) distingue deux groupes de mécanismes de gouvernance à savoir les mécanismes internes et les mécanismes externes : « *les mécanismes « internes » tels que le droit de vote attribué aux actionnaires, le conseil d'administration, les systèmes de rémunération, les audits décidés par les dirigeants...ou « externes », comme le marché des dirigeants et celui des prises de contrôle, sont des mécanismes qui sont apparus et ont survécu en vertu de leur capacité à réduire les coûts d'agence nés des conflits entre dirigeants et actionnaires* ».

La gouvernance actionnariale présente une vision pour avoir une organisation efficace basée sur le renforcement et la protection des actionnaires contre le comportement dit « opportuniste » des dirigeants. Cela passe par la mise en place des mécanismes internes et externes de la gouvernance. Selon Donaldson et Preston (1995), l'alignement des intérêts de la firme sur les intérêts des actionnaires est improductif et menace en conséquence son développement durable.

Sur le plan empirique, plusieurs études montrent l'incapacité du modèle actionnarial à expliquer l'efficacité actionnariale (financière) des organisations à savoir les études de Bhagat et Black (1999) et Larcker et al., (2007). Ces limites ont conduit à la prise en compte d'autres parties prenantes (Meier et Schier, 2008).

### **2.1.2 Le modèle partenarial de la gouvernance**

Ce courant rejette l'hypothèse de la théorie actionnariale qui stipule que les actionnaires sont les seuls créateurs de la richesse. La théorie partenariale de la gouvernance intègre les différentes parties dans le processus de la création et la distribution de la richesse. La gouvernance influence la création de valeur s'il y a une répartition et un partage de la richesse créée entre les parties prenantes (Zingales, 1998). Cette vision dépasse la vision réductrice qui stipule que seuls les actionnaires profitent de la rente créée par la firme.

Les limites de la théorie actionnariale et la théorie des Parties Prenantes (TPP) ont contribué à l'apparition du modèle partenarial de la gouvernance. Il stipule que l'actionnaire n'est pas le seul créateur de la richesse, mais il y a d'autres intervenants. Ce modèle est fondé sur la prise en compte des intérêts des différents partenaires de l'entreprise (Solle, 2007). Par conséquent, la performance est un résultat de l'intégration des partenaires de la firme dans le processus de la création de la richesse (Freeman, 1984). Pour Khaldi (2014) « *La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution des conflits d'intérêts portant sur la*

*répartition de cette valeur* ». Cette dernière est intitulée « valeur partenariale » (Charreaux et Desbrières, 1998).

Parmi les mécanismes sont utilisés pour limiter les conflits d'intérêts, augmenter la productivité, et améliorer la performance de la firme, nous trouvons l'actionnariat salarié. Il s'agit d'un mécanisme de gouvernance permettant de réduire les coûts d'agence à travers l'alignement des intérêts des salariés sur ceux des actionnaires (Long, 1980 ; Gamble et al., 2002). Le présent modèle de gouvernance porte une limite importante à savoir l'existence de plusieurs partenaires. Chacun d'eux dispose un objectif spécial et par conséquent la multiplication d'objectifs hétérogènes qui sont parfois difficiles à satisfaire (Meier et Schier 2008).

### **2.1.3 Le modèle cognitif de la gouvernance**

Pour Charreaux (2003), le gouvernement d'entreprise est « *l'ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation* ». Dans cette perspective cognitive, Charreaux suppose également que la gouvernance est un vecteur permettant d'échanger et de construire la connaissance au sein de la firme. Il facilite la coordination et la réduction des coûts des conflits cognitifs.

En effet, la théorie cognitive de la gouvernance accorde une grande importance aux compétences de la firme et aux capacités de l'entreprise à innover et créer des opportunités d'investissement (Dionne-Proulx et Larochelle, 2010). Autrement dit, le développement et la survie de l'organisation dépend de la capacité de la firme à capitaliser les connaissances afin de construire des compétences qui est un résultat d'échange, de coordination et d'interaction entre des individus (actionnaires et dirigeants). Donc, la création de la richesse dépend de la capacité créative et de la structure cognitive et subjective individuelle (Bessire et al., 2007).

A la lumière de ces données, la firme est considérée donc comme un « *répertoire de connaissance* », comme créatrice de valeur d'une façon durable qui a la capacité également de percevoir les nouvelles opportunités (Zoukoua, 2006), de créer et de protéger une rente organisationnelle (Sellami, 2006). De leur part, Argyris et Schön (1997), fondateurs de la théorie de l'apprentissage organisationnel, considèrent la firme comme une organisation « cognitive », recouvrant un ensemble ouvert et subjectif d'interprétations et de décisions contingentes aux modèles cognitifs des différents acteurs.

## **2.2 Les approches théoriques de la gouvernance et l'émergence de la communication financière**

Dans cette partie, nous allons exposer la contribution de l'évolution des approches de la gouvernance au développement du contenu de la communication financière à la lumière des travaux de Chekkar (2007).

### **2.2.1 L'approche disciplinaire de la gouvernance et l'apparition de la communication financière obligatoire**

En 1929, le monde a connu une crise qui a frappé les marchés financiers ce qui a donné lieu à l'apparition du chômage, la diminution des valeurs boursières, des investissements, la destruction du patrimoine des grands investisseurs, et la défaillance des firmes qui ont été marquées par une concentration des capitaux entre les mains d'une minorité d'actionnaires ce qui a conduit les chercheurs à explorer les causes et de présenter les solutions nécessaires.

Parmi ces travaux, nous citons un ouvrage incontournable paru en 1932 de deux auteurs américains Adolf Berle et Gardiner Means : « The Modern Corporation and Private Property ». Ces auteurs ont mis l'accent sur l'inefficacité des firmes en cas d'une séparation organisationnelle entre les propriétaires et les managers, ce qui a conduit à l'apparition des conflits d'intérêts entre eux. Les auteurs ont recommandé le contrôle des activités des managers. Ils ont recommandé aussi :

- Le renforcement de la réglementation afin de protéger les actionnaires minoritaires.
- La démocratisation de la firme pour éviter l'usage excessif du pouvoir par les managers.
- La transparence au niveau des activités financières.
- Le traitement équitable des parties prenantes de l'entreprise, internes et externes.

Ces travaux ont donné lieu à l'apparition de l'organisme fédéral américain le 6 juin 1934, communément appelé « Securities and Exchange Commission » (SEC) qui est chargé de réglementer et de contrôler les activités au sein de la bourse américaine. A travers ses lois, la SEC oblige les sociétés à publier un certain nombre d'information. Cette réglementation a bien contribué à l'apparition de la communication financière obligatoire dans le contexte américain.

L'année 1976 a connu l'apparition de la théorie d'agence qui décrit, explique et présente des solutions aux conflits entre les propriétaires et les managers. Cette théorie stipule qu'il y a des divergences d'intérêts entre l'agent (manager) et le principal (propriétaire), l'existence d'une

asymétrie d'information et le comportement opportuniste des dirigeants (Pochet, 1998 cité par Chekkar 2007). De sa part, Charreaux (2002) confirme que la théorie actionnariale (financière) de la gouvernance cherche « *à protéger les intérêts des petits porteurs, notamment en incitant les dirigeants non-proprétaires à retenir un objectif de maximisation de la valeur actionnariale* ». Pour atteindre les objectifs de la gouvernance et limiter les problèmes d'agence, Chekkar suppose que l'une des meilleures solutions est d'inciter les dirigeants à publier l'information. Cela passe par le renforcement du cadre réglementaire de la diffusion de l'information par les managers dont le but est de réduire l'asymétrie de l'information et le suivi de la performance financière par les actionnaires, ce qui a rendu la communication financière obligatoire (légale) comme un mécanisme de contrôle des dirigeants.

Cette approche tient compte du caractère dispersé du capital. Elle est basée sur le renforcement des actionnaires minoritaires face aux comportements opportunistes des dirigeants.

### **2.2.2 L'approche cognitive de la gouvernance et l'évolution du contenu de la communication financière**

Pour Chekkar (2007), les années quatre-vingt ont été marquées par une forte présence des investisseurs institutionnels (Banques, assurances, les organismes collecteurs d'épargne ...) disposant d'un grand pouvoir financier, d'où leur capacité à participer dans la prise des décisions. Donc, le passage d'un actionnariat dispersé avec une faible participation dans la prise de décision à un actionnariat institutionnel (concentré) disposant la capacité de prendre les décisions au sein de la firme. Les pouvoirs financiers détenu par ces investisseurs jouent un rôle important dans le contrôle de gestion des sociétés et leur permettent de devenir des « investisseurs actifs » (Agrawal et Mandelker, 1992). Pour Healy et al., (1999), les investisseurs institutionnels sont considérés comme les agents les plus exigeants en termes d'informations financières régulières et publiées en temps opportun.

Comme nous l'avons cité plus haut, l'approche cognitive ne limite pas le rôle de l'actionnaire dans l'apport du capital et le cantonnement des risques financiers. Elle le considère aussi comme porteur de ressources cognitives (Charreaux, 2002). Elle est capable aussi de résoudre les conflits sociocognitifs dans une firme marquée par des différenciations de valeurs et de schémas mentaux des différentes parties intervenantes.

Donc, face aux exigences informationnelles des investisseurs et à la nécessité de réduire les conflits cognitifs dans la firme, la communication financière intervient pour atteindre ces objectifs. A ce niveau, nous retenons la définition de la communication financière présentée par Guimard (2007) : la « *communication financière est un des reflets de la culture de l'entreprise dans la mesure où elle dépasse les seules données objectives obligatoires en choisissant de mettre en avant certains thèmes plutôt que d'autres* ». Cette définition semble très importante dans la mesure où elle ne limite pas la CF dans son cadre obligatoire, mais elle le dépasse vers la présentation d'autres informations non citées dans le cadre réglementaire, ce qui a donné lieu à l'apparition de la communication financière volontaire. Cette dernière n'implique pas la publication des informations de nature comptable et financière, mais elle le dépasse vers des sujets tels que la responsabilité sociétale des entreprises, des informations sur les recherches et le développement. Nous constatons donc que le changement du cadre théorique de la gouvernance a impacté positivement la qualité de la communication financière. Cela implique qu'un passage d'une CF obligatoire (légale, réglementée) basée sur l'incitation des dirigeants à publier certaines informations vers une CF volontaire caractérisée par une grande variété au niveau des informations communiquées, est motivé par le changement du cadre théorique de la gouvernance qui a été basé sur une vision limitée autour de la protection des actionnaires à un autre cadre théorique qui intègre les différents acteurs dans le processus de la création de valeur.

### **3 Le marketing boursier comme point d'intersection du marketing, la réglementation et la finance**

Nous avons vu dans les paragraphes précédents les dimensions obligatoires de la communication financière, cette partie est dédiée à la présentation de la dimension commerciale de ladite communication.

#### **3.1 Les fondements du marketing boursier**

##### **3.1.1 Définitions**

Dans la littérature financière, nous avons trouvé plusieurs tentatives de définir le marketing boursier, mais les auteurs utilisent d'autres expressions, à savoir le marketing financier, le marketing actionnarial, le marketing des titres financiers, le marketing de l'information comptable et financière...etc.

Léger (2010) présente la communication financière d'aujourd'hui comme une démarche claire du marketing financier qui cherche à « *expliquer et illustrer la stratégie, valoriser les produits ou les services, souligner les spécificités par rapport à la concurrence, mettre en avant le capital humain, commenter les résultats de l'entreprise indiquer les perspectives* ». Gair et Azouaoui (2011) définissent le marketing de l'information comptable et financière comme un processus de diagnostic, de production et de diffusion de l'information comptable et financière afin de satisfaire des objectifs tels que la vente des titres financiers, l'obtention d'un crédit bancaire, le regain de la sympathie du public. Pour Rérolle (1999), le marketing actionnarial est une sorte de professionnalisation des relations de l'entreprise avec le marché financier. Il consiste également à mettre en place les moyens nécessaires pour identifier et satisfaire les besoins informationnels des intervenants dans le marché financier.

Coûtton (2006) définit le marketing de l'actionnaire comme un mélange du marketing de services et le marketing relationnel. Son objectif consiste à fidéliser l'actionnaire et éviter les fluctuations massives des cours boursiers à travers la mise en place des processus nécessaire pour rendre les actionnaires plus attachés à la société. Pesqueux (2006), cité par Duran (2011) définit « *le marketing de l'actionnaire comme un outil qui vise à attirer et retenir les actionnaires les plus fidèles en vue de réduire le coût du capital de l'entreprise cotée afin qu'elle crée encore plus de valeur économique* ».

A partir de ces contributions, nous constatons que chaque chercheur dispose de sa propre perception de la commercialisation des produits financiers, mais les objectifs restent les mêmes à savoir la publication des informations nécessaires pour valoriser les actifs financiers, rendre l'entreprise visible dans le marché financier, et la mise en place des mesures afin de fidéliser son l'actionnariat.

### **3.1.2 L'offre et la demande dans le marketing boursier**

Le produit offert sur le marché boursier est le titre financier, qui peut être une action, une obligation ou autres. Sous certaines conditions, la valeur des titres financiers est déterminée par la confrontation de l'offre et la demande, l'augmentation de la demande d'un produit financier et augmente sa valeur et vice-versa.

### ✚ Le produit offert dans le cadre du marketing boursier

L'action est une partie du capital de l'entreprise. Cette dernière émet une partie de son capital sur le marché pour financer ces activités. Cela ne semble pas facile à cause de l'existence d'une concurrence forte dans le marché, par conséquent la société doit instaurer une stratégie commerciale adaptée aux contraintes du marché boursier.

Dans le sens juridique, l'action donne à son détenteur des droits à savoir :

- Le droit aux dividendes : c'est la partie des bénéfices destinée à la distribution aux actionnaires. Si les conditions financières le permettent, leur montant est fixé dans une l'assemblée générale et varie en fonction des résultats réalisés des stratégies futures...etc.
- Le droit à l'information : l'actionnaire a le droit d'accéder aux différentes informations de l'entreprise à l'exception des informations qui ont un caractère confidentiel.
- Le droit de vote : il permet aux actionnaires de participer aux décisions stratégiques de l'entreprise. L'actionnaire exige ces opinions dans l'assemblée générale s'il dispose de la majorité des actions et vice-versa.

La valeur de l'action est déterminée par sa valeur économique et sa valeur image (Léger, 2010): la première dépend des caractéristiques, les résultats réalisés, les opportunités de croissance ; la deuxième dépend de la réputation de l'entreprise auprès de la communauté financière.

### ✚ Les demandeurs dans le marché boursier

Les demandeurs dans le marché boursier sont généralement les investisseurs institutionnels et individuels. Leurs décisions fait l'objet des influences importantes de la part des analystes financiers, des gestionnaires de fonds, des journalistes économiques et financiers, des agences de notation...etc.

Dans son rapport annuel de l'année 2017<sup>2</sup>, BANK AL-MAGHRIB a indiqué l'importance des investisseurs individuels dans la bourse de Casablanca. Selon ce rapport, ces investisseurs réalisent des transactions importantes durant les périodes d'instabilité, ce qui génère des incidences positives sur la liquidité. Dans le contexte marocain, le rapport indique que les investisseurs individuels ont perdu la confiance dans la bourse marocaine, ce qui a engendré une baisse au

---

<sup>2</sup> <http://www.bkam.ma/Publications-statistiques-et-recherche/Publications-institutionnelles/Rapport-annuel-presente-a-sm-le-roi/Rapport-annuel-2017>. [Consulté le 15/ 07/2019].

niveau des transactions réalisées qui sont passées de 40,8% en 2007 à 8,4% en 2015, ce qui implique clairement qu'il y a des anomalies au niveau du marketing boursier des sociétés cotées dans la bourse de Casablanca.

De leur part, les investisseurs institutionnels disposent d'une grande capacité à détenir les différentes informations grâce à leur pouvoir financier. L'effet de ciblage de cette catégorie par une les outils du marketing boursier semble donc limité.

### **3.2 La fidélisation de l'actionnariat individuel**

#### **3.2.1 Le comportement des investisseurs individuels**

Généralement, la théorie de l'efficacité informationnelle des marchés financiers et la théorie de la finance comportementale nous offrent deux cadres théoriques pour comprendre le comportement des investisseurs dans le marché financier.

La compréhension du comportement des investisseurs individuels dans le marché financier est un paramètre important pour la construction d'une politique de fidélisation. Plusieurs études montrent le caractère fidèle du comportement de cette catégorie d'investisseurs envers leurs sociétés, cela se justifie par la durée de détention des titres financiers estimée à trois ans et demi dans le contexte français (Léger, 2010). Dans le processus de sélection des titres financiers, la théorie de Markowitz stipule que seule la combinaison risque-rentabilité intervient dans la prise de décision d'investissement, alors que 35% des décisions d'investissement sont basées sur des critères non financiers (Germain et Rérolle, 1998 cité par Darras-Barquissau, 2014) telles que la qualité des stratégies, la crédibilité du management, la capacité de la firme à innover, la part du marché. Ce constat est confirmé par une étude menée par Clark-Murphy et Soutar (2004) dans le contexte australien. Ces deux auteurs ont trouvé que les investisseurs individuels australiens gardent plus d'importance aux cotés extra financiers de la firme telle que la qualité de management. D'autres recherches ont confirmé que l'investisseurs gardent une grande importance aux cotés financiers (Nagy et Obenberger, 1994). Ce positionnement est conforme aux hypothèses du paradigme de l'efficacité des marchés.

De sa part, la théorie de la finance comportementale stipule que le processus de la prise de décisions dans le marché financier est affecté par des biais psychologiques (Jahmane, 2012) :

- Les biais cognitifs : l'investisseur prend la décision sur la base de ses connaissances et de ses croyances, ce qui génère des décisions incorrectes.

- Les biais émotionnels : l'investisseur prend la décision sur la base de ces émotions. La décision diffère par la différenciation de la situation financière qui peut être un gain ou une perte.

Par rapport au comportement des investisseurs individuels, Léger (2008) distingue les actionnaires sur la base de leur âge. Pour lui, les actionnaires âgés sont fidèles aux grandes capitalisations, plus sensibles à l'attention et à la considération de la part des entreprises. Ils utilisent souvent des outils de communication traditionnelles alors les jeunes actionnaires sont moins fidèles, influencés par le moral et l'éthique de la firme et exigent des informations rapides et directes.

Entre les décisions basées sur les informations financières et extra financières et les décisions affectées par des biais psychologiques, la société doit fidéliser son actionnariat pour éviter une éventuelle volatilité excessive des cours boursier et séduire d'autres actionnaires.

### **3.2.2 Les outils de fidélisation des actionnaires individuels**

La fidélisation des actionnaires est un outil indispensable pour assurer un financement durable de la firme et améliorer sa réputation. Cela passe par la mise en place d'un système de fidélisation. La communication est un outil indispensable pour réussir l'entrée à la bourse et fidéliser les actionnaires (Arnone et al., 2010).

Guimard (2007) a défini plusieurs outils pour fidéliser l'actionnariat tels que la construction d'une politique de rémunération attrayante qui s'articule autour de :

- La distribution des actions gratuites.
- La distribution des dividendes majorés.
- La possibilité d'une souscription préférentielle aux opérations financières.

Sa politique a proposé également la présentation des produits et services de l'entreprise aux actionnaires avec des conditions préférentielles, sans oublier la mise en place d'un club d'actionnaires pour faciliter la communication.

Dans son étude portant sur l'impact de la fidélisation des actionnaires sur la performance financière des sociétés, Jahmane (2012) a défini une liste composée de 14 indices expliquant les décisions d'investissement à savoir le dividende, la valeur de départ de l'action, PER ( Le price-earning ratio), le rendement, l'image de l'entreprise, le taux d'intérêt, le taux d'inflation, l'historique de

l'action, les publications et les prévisions, l'équipe dirigeante, la répartition du capital, le bénéfice net par action, la fiscalité, le secteur d'activité. D'ailleurs, cette liste est fixée par un groupe d'utilisateurs dans le contexte français tels que les responsables commerciaux dans les cabinets intermédiaires en bourse, les OPCVM et les analystes financiers.

Pour fidéliser l'actionnariat individuels, Léger (2008) propose une politique basée sur plusieurs fondements :

- Répondre aux attentes des actionnaires que ça qu'elles soient informationnelles, financières ou autres.
- La mobilisation des différents moyens d'information avec les actionnaires individuels comme la presse générale ou spécialisée, les banquiers ou les conseillers financiers indépendants, documents diffusés par la société...etc.
- La mobilisation des moyens de dialogue avec les actionnaires individuels, tels les assemblées générales, les clubs et comités des actionnaires, les manifestations destinées aux actionnaires individuels (réunions d'actionnaires, visites de sites, les salons). La présentation des lignes téléphoniques gratuites aux actionnaires afin d'avoir un contact direct avec eux et faciliter l'accès à l'information.

Dans cette partie, nous avons exposé les différents outils de la fidélisation des actionnaires individuels. Ces outils sont résumés en trois rubriques :

- La rubrique financière : elle regroupe les outils de fidélisation de dimension financière tels que les dividendes, le bénéfice par action ... etc.
- La rubrique informative : elle regroupe les différents outils d'information utilisés par la société.
- La rubrique « dialogue » : elle est composée des différents outils de dialogue mobilisés par la société.

## Conclusion

La communication financière vient d'apparaître pour protéger les porteurs des capitaux contre le comportement opportuniste des acteurs des marchés. Cette protection est traduite par la publication des informations purement financières, avec une adoption massive des mécanismes de gouvernance. Par la suite, la communication est devenue un outil indispensable utilisé pour attirer les investisseurs et limiter le besoin en fonds de roulement. Plusieurs recherches ont essayé de

découvrir les besoins informationnels des parties prenantes tels que les analystes financiers, les investisseurs institutionnels et individuels. Ces études ont montré l'importance de publier des informations non citées dans la réglementation de la communication financière afin d'améliorer la transparence, la confiance et la stabilité des cours boursiers dans le marché financier. En effet, la communication financière réglementée a connu un développement considérable surtout dans les pays développés. Ceci est expliqué d'une part par les exigences des intervenants dans le marché financier et, d'autre part, par la volonté d'améliorer le volume de confiance auprès des investisseurs. Les crises financières successives qui ont frappé dernièrement le monde ont poussé les autorités financières à réformer leurs cadres réglementaires pour qu'ils soient au niveau des exigences de la période et protéger les porteurs des capitaux. Au Maroc, personne ne peut nier l'existence d'un effort considérable de la part des émetteurs des capitaux dans la bourse des valeurs de Casablanca pour améliorer le contenu informationnel des supports de communication mobilisés. Ces efforts semblent insuffisants en comparaison avec les autres pays du monde. À l'échelle internationale (Europe et États-Unis), nous observons des tentatives pour réformer le cadre réglementaire de la communication financière directement après l'apparition d'un vide juridique ce qui nous permet de constater qu'il y a une volonté de protéger les marchés et d'éviter la perte du temps. L'adoption d'une politique de communication volontaire est donc, considérée comme un signe reflétant l'existence d'une volonté auprès des managers de partager l'information avec les parties prenantes. La signalisation par le dépassement du cadre réglementaire de la communication financière est une forme de publicité qui vise l'amélioration du volume de transparence, de confiance, valorisation de l'image de la firme et la fidélisation des actionnaires.

## BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal, A., et Mandelker, G. N. (1992). Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance. *Managerial and Decision Economics*, 13(1), 15-22.
- Alchian A.A. et Demsetz H., « Production, Information Costs, and Economic Organization», *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, 1972, p. 777-795.
- Argyris, C., & Schön, D. A. (1997). Organizational learning: A theory of action perspective. *Reis*, (77/78), 345-348.
- Arnone, L., Geerts, A., Colot, O., Pozniak, L. et Croquet, M. (2010). Internet comme vecteur de communication financière : Une analyse des entreprises du Marché Libre. *La Revue des Sciences de Gestion*, 242,(2), 49-55.
- Azouaoui, H et Gair, O. 2011, « Le marketing de l'information financière : entre communication et manipulation », *Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing*, N° 4-5. 2011.
- Bhagat, S., et Black, B. (1999). The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance. *Business Lawyer*, 54(3), 921-963.
- Berle, A. A., & Gardiner, C. (1932). Means. The modern corporation and private property, 45.
- Bessire, D. Chatelin, C Onnée ,S (2007), « Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? ». «Comptabilité et environnement», May 2007, France. P.123.
- Botosan, C. A. (1997), «Disclosure Level and the Cost of Equity Capital», *The Accounting Review*, 72, July, pp. 323-349.
- Charreaux G. (2003), « Le gouvernement d'entreprise », *Encyclopédie des Ressources Humaines*, J. Allouche (coord.), Vuibert, p. 628-640.
- Charreaux G., (1997b), « Modes de contrôle des dirigeants et performances des firmes », in *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica.
- Charreaux, G., (2002). « Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », Working Papers CREGO 020701, Université de Bourgogne - CREGO EA7317- Centre de recherches en gestion des organisations, Juillet 2002.

- Charreaux, G., (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO n° 1040101 Version révisée, Décembre.
- Charreaux G. et Desbrières Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, Vol.1, N°2, pp. 57-88.
- Chekkar. R. (2007), « L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées - Contribution à l'analyse de la relation entre l'entreprise et ses actionnaires au travers de la communication financière : le cas de Saint-Gobain », Thèse de doctorat en Sciences de Gestion sous la direction du Professeur Marc NIKITIN, Université d'Orléans.
- Clark-Murphy M. et Soutar G.-N. (2004), « What Individual Investors Value: Some Australian evidence », Journal of Economic Psychology, Vol. 25, n°4, p. 539-555, August.
- Coûtton D. (2006), Le marketing de l'offre actionnariale dans un objectif de création de valeur économique : le cas des sociétés du CAC 40, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion. Université de Paris.
- Darras-Barquissau, N., (2014), « Vers une meilleure compréhension des actionnaires individuels minoritaires : une étude exploratoire », Management et Avenir, 2014, /2 (N° 68), pp. 12-31.
- Darrough M. et Stoughton N. (1990), « Financial disclosure policy in an entry game », Journal of Accounting and Economics, January, pp.219-243.
- Dionne-Proulx, J., et Larochelle, G. (2010). Éthique et gouvernance d'entreprise. Management et Avenir, (2), 36-53..
- Donaldson, T., et Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. Academy of management Review, 20(1), pp. 65-91.
- Dye R. (1985), « Strategic accounting choice and the effects of alternative financial reporting requirements », Journal of Accounting Research, printemps, vol. 23, n° 2, pp. 544-74.
- EL Yaacoubi, Y., & Farrat, O. (2021). La perception de la qualité de la communication financière aux yeux des analystes financiers marocains. Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit, 5(3).

- Freeman R.E. (1984), « Strategic Management: A stakeholder Approach », Pitman, Boston.
- Gamble J.F. Culpepper R. et Blubauch M. (2002), ESOPs and Employee Attitude: The Importance of Empowerment and Financial Value, Personnel Review, Vol.31, n°1, P.9-26.
- Germain L. et Rérolle J.-F., (1998) « La gestion des relations avec les actionnaires », L'art de la finance, [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr).
- Gomez, P.Y., (2009), « La gouvernance actionnariale et financière. Une méprise théorique », Revue française de gestion 2009/8 (n° 198-199), p. 369-391.
- Guyot, M., (2010). « Communication financière volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel et sa perception par le marché. Business administration. » Thèse de doctorat en Sciences de Gestion sous la direction du professeur Madeleine BESSON, Institut National des Télécommunications.
- Healy et al., (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increase in disclosure », Contemporary Accounting Research, Vol: 35.
- Jahmane, A. (2012). La fidélisation des parties prenantes centrales (Actionnaires et Personnels) et leur impact sur la performance financière de l'entreprise Thèse de doctorat, sous-direction du professeur pierre Louart, université de Lille I
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, 3(4), 305-360.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., et Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. The accounting review, 82(4), 963-1008.
- Léger, J-Y., (2010). La communication financière, édition Dunod.
- Léger J-Y (2008), La communication Financière, 2 e édition, Paris, Dunod.
- Long R. J. (1980), Job Attitude and Organizational Performance under Employee Ownership, The Academy of Management Journal, Vol.23, Issue 4.
- Mahmoud S. (2012). « Contribution à l'étude des déterminants de la qualité des informations comptables produites par les entreprises libyennes », Thèse de doctorat en Gestion et management sous la direction du professeur Elisabeth ALMA-MANCEL. Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I.
- Markowitz H. (1952), « Portfolio Selection », Journal of Finance, Vol. 7, n° 1, p. 77-91, March.

- Meier, O., et Schier, G. (2008). Quelles théories et principes d'actions en matière de gouvernance des associations ? *Management et Avenir*, (6), 179-198.
- Nagy R.-A. et Obenberger R.-W. (1994), « Factors influencing individual investor behavior », *Financial Analysts Journal*, Vol. 50, n° 4, p. 63-68, July-August.
- Nathalie Duran. (2011) Chapitre 8 - L'Actionnaire client et la création de valeur. Ed. Lavoisier. *Le Management par les valeurs*, pp. 277 - 299, p. 9.
- Pesqueux Y., cité par Duran «(2011) « Pour une évaluation critique de la théorie des parties prenantes. Théorie des parties prenantes en sciences des organisations et managérialisme : une théorie aisément idéologisable », dans M. Bonnafous-Boucher, Y. Pesqueux, *Décider avec les parties prenantes*, Paris, La Découverte, p. 19-40.
- Pochet, C. (1998). Inefficacité des mécanismes de contrôle managérial : le rôle de l'information comptable dans le gouvernement de l'entreprise. *Comptabilité Contrôle Audit*, 4(2).
- Rérolle, J.F . (1999), « De la communication financière au marketing actionnarial » , les Cahiers Ernst et Young n°3, janvier 1999.
- Sellami, B,(2010), « Gouvernement d'entreprise, investissement dans les activités de recherche et développement et performance », Thèse de doctorat en Sciences de gestion, l'Université Toulouse 1 Capitole.
- Shleifer, A., et Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Solle G. (2007). « Entre connaissance et action, où se situe l'éthique de la gestion? » dans *Pour une dynamique éthique au sein de l'organisation*. Ch. 9, Éditions Tele-universite, Ste-Foy: Presses de l'Université du Québec
- Zéghal, D.; Maaloul, A. (2011) « Le traitement comptable des intangibles, ses conséquences et les solutions envisagées. *Capital immatériel : état des lieux et perspectives* », Montpellier, France.
- Zingales, Luigi, (1998) , « Corporate Governance ». *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.
- Zoukous E.A, (2006), « La complémentarité des approches théoriques de la gouvernance : application au secteur associatif », *Comptabilité, Contrôle, Audit et institution*.