

Communication volontaire des sociétés cotées : cadre théorique et enjeux stratégiques

Voluntary Disclosure by Listed Companies: Theoretical Framework and Strategic Issues

Sarra RARHIBOU, (Doctorante)

Laboratoire Economie Appliquée

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Salé
 Université Mohammed V de Rabat, Maroc*

Benaissa NAHHAL, (Enseignant-Chercheur)

Laboratoire Economie Appliquée

*Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Salé
 Université Mohammed V de Rabat, Maroc*

Adresse de correspondance :	Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales (FSJES), Salé Université Mohammed V Rabat, Maroc
Déclaration de divulgation :	Les auteurs n'ont pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude. Ils assument l'entière responsabilité de tout éventuel plagiat ainsi que des résultats présentés dans cet article.
Conflit d'intérêts :	Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.
Citer cet article	RARHIBOU, S., & NAHHAL, B. (2025). Communication volontaire des sociétés cotées : cadre théorique et enjeux stratégiques. <i>International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics</i> , 6(9), 392–414.
Licence	Cet article est publié en open Access sous licence CC BY-NC-ND

Received: 16/07/2025

Accepted: 07/09/2025

International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics - IJAFAME

ISSN: 2658-8455

Volume 6, Issue 09 (2025)

Communication volontaire des sociétés cotées : cadre théorique et enjeux stratégiques

Résumé :

Dans un environnement économique où la transparence conditionne la confiance des investisseurs, cet article explore le rôle fondamental de la communication volontaire comme levier de création de valeur et de réduction des asymétries informationnelles. Il vise à mettre en lumière comment cette forme de divulgation, librement initiée par les entreprises cotées, participe à renforcer la crédibilité de l'émetteur, à optimiser ses relations avec les parties prenantes et à consolider sa légitimité sur les marchés financiers.

Après avoir exposé l'évolution, le concept et le processus de la communication financière, l'étude s'attache à distinguer la communication volontaire de la communication obligatoire, cette dernière encadrée par les exigences réglementaires. Elle propose ensuite une typologie des principales informations volontairement diffusées. Pour appréhender la portée stratégique de cette démarche, deux cadres théoriques sont mobilisés : la théorie du signal, qui analyse la fonction différenciatrice de la communication en situation d'asymétrie informationnelle, et la théorie de l'efficacité des marchés, qui souligne le rôle de la transparence dans la valorisation des actifs. Enfin, l'article explore les enjeux concrets de la communication volontaire, tant pour l'entreprise émettrice que pour le fonctionnement du marché financier, soulignant ainsi sa contribution à une finance plus transparente et performante.

Mots clés : Communication financière, divulgation, information volontaire, sociétés cotées, théorie du signal, théorie de l'efficacité des marchés financiers.

JEL Classification : D82, G14.

Type du papier : Recherche Théorique.

Abstract:

In an economic environment where investor confidence depends on transparency, this article explores the fundamental role of voluntary disclosure as a lever for creating value and reducing informational asymmetries. It aims to highlight how this form of disclosure, freely initiated by listed companies, helps to strengthen the credibility of the issuer, optimize its relations with stakeholders and consolidate its legitimacy on the financial markets.

After outlining the development, concept and process of financial communication, the study distinguishes between voluntary communication and mandatory communication, which is governed by regulatory requirements. It then proposes a typology of the main voluntary disclosures. Two theoretical frameworks are used to understand the strategic significance of this approach: signal theory, which analyses the differentiating function of communication in a situation of information asymmetry, and the theory of market efficiency, which emphasises the role of transparency in asset valuation. Finally, the article explores the practical implications of voluntary disclosure, both for the issuing company and for the functioning of the financial market, highlighting its contribution to more transparent and efficient finance.

Keywords: Financial communication, disclosure, voluntary information, listed companies, signaling theory, market efficiency theory.

Classification JEL: D82, G14.

Paper type: Theoretical Research.

1. Introduction

Dans un contexte économique marqué par une concurrence mondiale accrue et l'instabilité des marchés, les entreprises sont constamment sous pression pour financer leur croissance, améliorer leurs performances et assurer leur pérennité (Cho, 2024). Pour répondre à ces enjeux, elles mobilisent divers leviers de financement, allant du recours à l'emprunt bancaire aux opérations sur les marchés financiers. Si l'emprunt bancaire reste une voie traditionnelle, il s'accompagne souvent de coûts élevés et de contraintes contractuelles importantes. C'est pourquoi de nombreuses sociétés, en particulier celles de grande taille, privilégient l'appel public à l'épargne, ce qui les soumet aux exigences strictes des régulateurs en matière de transparence et de diffusion d'informations. Ces obligations de divulgation visent à fournir aux investisseurs et autres parties prenantes des données fiables et pertinentes, contribuant ainsi à réduire les asymétries d'information et les coûts liés à la recherche privée d'information (Lev, 1988). Comme le rappellent Beyer et al. (2010), l'environnement informationnel ne se limite toutefois pas aux obligations réglementaires : il résulte également d'une interaction entre divulgations volontaires, exigences imposées et analyses produites par les intermédiaires financiers.

Au cours des dernières décennies, les sociétés cotées ont progressivement élargi leur communication au-delà du strict cadre réglementaire, intégrant des informations qualitatives, prospectives et extra-financières (Cherkaoui & Cherkaoui, 2022). Ce passage d'une logique purement réglementaire à une logique stratégique et relationnelle traduit la volonté des entreprises d'instaurer un dialogue continu avec les marchés, de signaler leur qualité et de renforcer la confiance des investisseurs (Guyot, 2010 ; Chemlal, 2015). La communication volontaire couvre aujourd'hui un spectre étendu : orientations stratégiques, politiques de gouvernance, performance environnementale et sociale, gestion des risques, capital humain ou encore actifs immatériels (Hasseldine et al., 2005 ; Chakroun & Matoussi, 2010 ; Mansulu, 2021 ; Ossonon, 2022). Cette évolution accompagne la montée en puissance de l'investissement socialement responsable (ISR) et l'intégration accrue des critères ESG dans les décisions d'investissement (Eccles et al, 2011).

D'un point de vue théorique, plusieurs cadres d'analyse permettent d'éclairer le recours à la communication volontaire. La théorie du signal (Spence, 1973) postule que la divulgation d'informations supplémentaires envoie au marché un indicateur positif quant à la solidité et à la crédibilité de l'entreprise. La théorie de l'efficacité des marchés financiers (Fama, 1970) suggère que la communication volontaire, en augmentant la quantité et la qualité d'informations accessibles au public, favorise une évaluation plus rapide et plus juste des titres. La théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) met en évidence son rôle dans la réduction des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants, tandis que la théorie de la légitimité (Suchman, 1995) insiste sur sa contribution à la construction et au maintien d'une légitimité sociale et institutionnelle.

Toutefois, la communication volontaire demeure une pratique discrétionnaire et hétérogène. Les choix relatifs à son contenu, sa forme, sa fréquence ou ses canaux de diffusion varient amplement d'une entreprise à l'autre. Certaines adoptent une transparence proactive, tandis que d'autres privilégient une divulgation sélective, parfois orientée, dans une logique de gestion des impressions (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Cette diversité soulève des questions quant à la qualité et à la fiabilité de l'information, ainsi qu'à son véritable impact sur les décisions des investisseurs. Leuz et Wysocki (2016) rappellent que les bénéfices de la régulation dépendent largement du contexte institutionnel. Dans des environnements où les mécanismes de gouvernance sont fragiles et les régulateurs moins stricts, la communication volontaire peut combler partiellement les lacunes réglementaires et améliorer la transparence. Mais elle peut

aussi, dans certains cas, servir des objectifs opportunistes et accroître les risques de désinformation.

Ces constats révèlent la dualité de la communication volontaire : vecteur de transparence et de crédibilité lorsqu'elle est sincère et rigoureuse, et peut devenir un instrument de manipulation lorsqu'elle est orientée vers la gestion stratégique des perceptions. Cette ambivalence justifie un examen approfondi de ses mécanismes, déterminants et effets, afin de mieux cerner son rôle et ses implications pour le fonctionnement des marchés financiers. C'est dans cette optique que s'inscrit la présente étude, qui propose une analyse structurée et théorisée de la communication volontaire en tant que levier d'influence et de création de valeur dans un environnement où la confiance et la clarté de l'information sont stratégiques.

Ainsi, le présent article s'articule autour de cinq axes. Il revient d'abord sur l'évolution, la définition et le processus de la communication financière, afin de poser un cadre conceptuel solide. Ensuite, il distingue clairement entre divulgation obligatoire et volontaire, en précisant les acteurs concernés et les supports mobilisés. Une typologie des informations volontairement divulguées est ensuite proposée pour mieux cerner leur nature et leurs objectifs. Par la suite, l'analyse mobilise la théorie du signal et la théorie de l'efficacité des marchés financiers pour éclairer les enjeux de la communication volontaire, tant pour l'entreprise émettrice que pour le fonctionnement du marché financier. Enfin, une revue empirique des principaux travaux consacrés à la communication volontaire vient compléter ce cadre théorique, en mettant en évidence les résultats observés dans différents contextes et leurs implications pour la valeur de l'entreprise, la liquidité des titres et la dynamique des marchés financiers.

Par cette démarche, l'objectif est double : enrichir la littérature académique sur la communication volontaire et offrir aux décideurs un cadre d'analyse permettant d'évaluer la pertinence et l'efficacité de ces pratiques dans un environnement financier où la transparence et la confiance constituent des ressources clés.

2. Communication financière au fil du temps

2.1. Evolution de la communication financière

Avant d'aborder le concept de communication volontaire, il convient de s'intéresser à la communication financière – la discipline dont elle relève – ainsi qu'aux principales étapes de son évolution au fil des décennies.

Jusqu'au milieu des années 1970, les sociétés cotées se limitaient à diffuser des informations purement comptables. La fonction de communication s'est ensuite développée dans les années 1980 et devient une obligation réglementaire. Aujourd'hui, les entreprises cotées sont passées de la simple publicité financière à une communication financière plus développée (Depoers, 1999 ; Pourtier, 2004). Elles diffusent désormais non seulement des informations chiffrées, mais aussi des données qualitatives et extra-financières, tout en respectant les exigences légales, notamment le principe d'égalité devant l'information.

Le schéma ci-dessous retrace les phases clés ayant marqué l'évolution de la communication financière.

En effet, la communication financière s'est développée en raison de plusieurs facteurs (Léger, 1997 ; Chekkar, 2006), en l'occurrence :

- Nombre croissant de privatisations : La vague de privatisations dans de nombreux pays a ouvert les marchés financiers au grand public, augmentant ainsi le nombre d'actionnaires. Cela a contraint les entreprises à adapter leur communication financière pour informer, initier et éduquer ces nouveaux actionnaires sur les aspects financiers et économiques. Les années 1980 et 1990 ont été marquées par un retour massif des entreprises en bourse, à la suite des privatisations et des transitions économiques.

- Internationalisation des marchés financiers : Favorisée par les privatisations et la création de nouveaux instruments financiers, elle a renforcé l'importance des investisseurs institutionnels, contraignant les dirigeants à améliorer leur communication financière. En outre, les avancées technologiques ont transformé les flux financiers, rendant la communication avec ces investisseurs cruciale pour le développement des entreprises.

Figure 1 : Evolution de la communication financière



Source : Elaboré par nos soins

- Désintermédiation : La possibilité pour les entreprises d'emprunter directement auprès des investisseurs a favorisé des relations plus directes avec le marché. Cette désintermédiation a incité les entreprises à améliorer leur communication financière, en s'adaptant à des clients et investisseurs plus diversifiés.
- Demande accrue d'information : L'augmentation du nombre d'actionnaires, et leur implication plus active dans la vie des entreprises, a engendré des publications d'informations financière plus détaillées et précises.

La communication financière a également évolué au Maroc, dans un contexte international en mutation, marqué par des dérèglementations, une désintermédiation et un décroisement des

marchés (Chbihi Kaddouri, 2022). La volonté de l'économie marocaine de se conformer aux standards internationaux en matière de communication financière constitue un levier important de cette dynamique d'évolution.

2.2. Définition de la communication financière

D'après les multiples définitions de la « Communication financière » soulevées de la revue de littérature, on observe que deux principaux courants ont lieu où la conception des auteurs de la communication financière est passée d'une vision actionnariale à une vision partenariale. Le premier courant considère les actionnaires comme la cible principale de la communication financière (Ingram et Rayburn, 1982 ; Doyen, 1990). En effet, les sociétés transmettent des informations afin de séduire les investisseurs. Le deuxième courant met en exergue la relation de l'entreprise avec ses différentes parties prenantes (Saboly, 1994 ; Teyssier, 1998 ; Depoers, 2000 ; Westphalen, 2001 ; Boissieu, 2002 ; Onnée et Chekhar, 2005 ; Thierry et Marie-Hélène, 2018) tout en s'appuyant sur l'aspect marketing de la communication financière notamment l'importance de la promotion de son image financière auprès de la communauté financière et du grand public.

À partir des différentes définitions de la CF présentées dans la revue de littérature, nous pouvons en déduire les éléments suivants :

- C'est un processus permettant **l'échange d'informations** entre l'entreprise cotée et ses partenaires ;
- Elle a la fonction de **la promotion de l'image de l'entreprise** vis-à-vis de ses parties prenantes ;
- Elle intéresse **un public plus large**, notamment, les investisseurs, les analystes financiers, les fournisseurs... ;
- Elle permet **d'accroître la transparence** des sociétés cotées.

Au regard de ces éléments, nous pouvons formuler la définition suivante de la communication financière : « Un processus cohérent et intégré de partage, d'échange et de transmission de l'information financière entre l'entreprise cotée et ses parties prenantes, qui a pour objectif la promotion de l'image de l'entreprise, dans un cadre de transparence ».

3. Processus de la communication financière

La communication financière résulte d'un processus structuré impliquant une pluralité d'acteurs et de niveaux de validation. Selon Dippiazza et Eccles (2002), ce processus s'articule autour d'une chaîne décisionnelle où la stratégie de communication est initialement conçue par l'équipe dirigeante, puis soumise à l'approbation du conseil d'administration. Elle fait ensuite l'objet d'un contrôle et d'une interprétation par des intervenants externes tels que les auditeurs et les analystes financiers, avant d'être finalement adressée aux investisseurs et aux différentes parties prenantes de l'entreprise. Cette séquence met en évidence l'interdépendance des rôles dans la production et la diffusion de l'information financière.

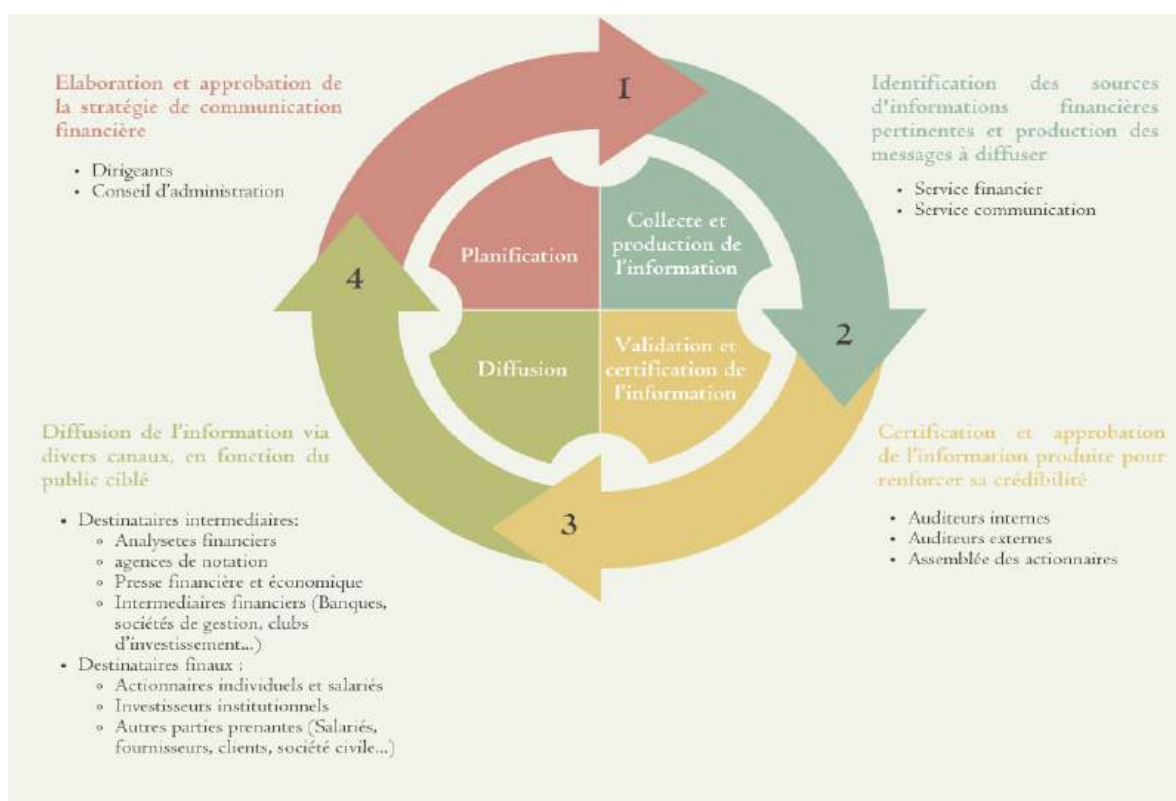
De son côté, Michăilescu (2001) décompose ce processus en quatre étapes :

- Élaboration de la stratégie de communication : définie par les responsables et le conseil d'administration ;
- Production de l'information : intersection entre les demandes externes, les exigences internes de l'entreprise et les contraintes comptables (Gibbins, Richardson et Waterhouse, 1990) ;
- Diffusion de l'information : approuvée par l'assemblée des actionnaires et certifiée par les auditeurs pour renforcer sa crédibilité ;
- Apprentissage de la communication : basé sur l'analyse des réactions externes et l'intégration des leçons pour améliorer les diffusions futures (Holland et Stoner, 1996).

En dépit de la valorisation des rôles des acteurs de la CF dans les représentations de Dipiazza et Eccles (2002) ainsi que de Michaïlesco et Sranon-Boiteau (2001), celles-ci ne capturent pas pleinement l'ensemble des interactions entre les acteurs. Chekkar et Onnée (2006) proposent un modèle intégrant les dimensions fonctionnelle (rôle des normalisateurs et régulateurs) et relationnelle (multiples acteurs intermédiaires et finaux), en insistant sur l'importance de l'environnement et de la direction dans ce processus.

Dans ce qui suit, nous allons proposer une représentation schématique du processus de communication financière. Cette approche mettra en évidence les principales étapes qui composent ce processus, ainsi que les différents acteurs impliqués à chaque phase. Ce schéma permettra d'illustrer comment l'information financière est générée, validée et diffusée et servira également à mieux comprendre l'importance de chaque acteur dans la chaîne de communication financière, de la définition des stratégies à la diffusion de l'information auprès des investisseurs et autres parties prenantes clés.

Figure 2 : Processus de communication financière



Source : Elaboré par nos soins

4. Le Duo de la divulgation : Obligatoire vs. Volontaire

4.1. Distinction entre la divulgation obligatoire et la divulgation volontaire

Dans le domaine de la communication financière, les entreprises cotées sont soumises à deux formes principales de divulgation : obligatoire et volontaire. Ces deux types de communication répondent à des logiques et à des objectifs différents, mais complémentaires. L'information obligatoire est strictement régie par des cadres légaux et réglementaires, tandis que l'information volontaire permet aux entreprises d'aller au-delà de ces obligations, en fournissant des informations supplémentaires pour renforcer la transparence et la relation avec les investisseurs.

Selon Pourtier (2004), deux formes d'information se distinguent, l'information obligatoire et l'information volontaire. L'auteur illustre cette distinction à travers un diagramme décisionnel, construit en fonction de plusieurs critères : la nature des destinataires, l'existence de normes, le respect de celles-ci, et le niveau de détail fourni. Lorsqu'une information est adressée à des destinataires imposés et encadrée par des normes respectées, elle est dite obligatoire stricto sensu. En revanche, toute information librement diffusée, non normée, ou allant au-delà des exigences minimales, relève de la communication volontaire. Même au sein d'un cadre réglementaire, la communication volontaire peut intervenir, notamment pour renforcer la transparence ou se différencier stratégiquement. Ce modèle met en évidence la frontière floue entre les deux types de communication, soulignant leur interdépendance (Bessire, 2005 ; Véron, 2007).

La divulgation obligatoire regroupe l'ensemble des informations que les entreprises cotées doivent publier conformément aux exigences des régulateurs et aux normes comptables internationales. Son objectif fondamental est de garantir une transparence minimale permettant de réduire les asymétries d'information et les coûts liés à la recherche individuelle d'informations (Lev, 1988). De nombreux travaux montrent que plusieurs pays renforcent leur cadre législatif pour imposer la publication de données financières, sociales ou environnementales (Adams, 2004). Par ailleurs, les normes internationales favorisent un niveau plus élevé de divulgation obligatoire (Wallace & Naser, 1995 ; Glaum & Street, 2003).

En complément, la communication volontaire englobe toute information publiée à l'initiative de l'entreprise, en dehors des obligations réglementaires. Ce type de divulgation varie selon les stratégies managériales et les objectifs de signalisation adoptés. Certaines entreprises utilisent la communication volontaire pour approfondir ou élargir les éléments imposés (Zogning, 2017), tandis que d'autres y recourent pour répondre aux attentes des marchés financiers en matière d'informations décisionnelles (Grüning & Stockmann, 2004). Meek et al. (1995) définissent la divulgation volontaire comme toute information excédant les exigences réglementaires, publiée librement par la direction afin de satisfaire les besoins des utilisateurs. Ces publications visent souvent à améliorer l'évaluation des flux de trésorerie et à faciliter l'accès aux capitaux (Foster, 1986 ; Meek et al., 1995). Cependant, plusieurs études (notamment Schuster & O'Connell, 2006, Ho & Wong, 2001, Naser & Nuseibeh, 2003) ont relevé un écart entre les informations volontairement publiées et celles réellement attendues par les utilisateurs (Izza, 2013). Enfin, divers facteurs influencent le niveau de divulgation volontaire, tels que la performance, la taille, la structure de propriété, la gouvernance, l'audit, ou encore le secteur d'activité (Ettredge, 2002, Jensen & Meckling, 1976, Lang & Lundholm, 1993, Xiao et al., 2004).

Néanmoins, selon Dye (1985), une substitution peut exister entre les divulgations obligatoires et volontaires, ces dernières devenant moins fréquentes lorsque les exigences obligatoires sont plus détaillées.

4.2. Supports et parties prenantes

Au cœur des interactions entre l'entreprise et son environnement, la communication financière répond à un ensemble d'objectifs complémentaires qui s'entrecroisent et se renforcent mutuellement. : informer en diffusant des données fiables et régulières sur la situation et les performances de l'entreprise, sensibiliser en mettant en valeur ses atouts et ses réalisations, convaincre pour susciter l'adhésion de nouveaux investisseurs ou partenaires, et fidéliser les actionnaires existants afin de consolider leur engagement. Ces objectifs structurent naturellement le périmètre des destinataires visés, qui constituent l'ensemble des parties prenantes intéressées par l'information financière.

Selon la typologie proposée par Léger (2003), ces acteurs peuvent être regroupés en trois grandes catégories. Les décideurs, qui disposent d'un pouvoir direct sur l'apport de fonds propres, incluent notamment les actionnaires, les investisseurs, ainsi que les salariés

actionnaires. Les prescripteurs, pour leur part, influencent les perceptions et décisions par leurs analyses, évaluations ou jugements : analystes financiers, banquiers, journalistes spécialisés, auditeurs, agences de notation ou encore avocats. Enfin, les publics périphériques rassemblent un ensemble plus large d'acteurs, tels que les pouvoirs publics, syndicats, clients, fournisseurs, concurrents, médias généralistes, ONG, associations ou encore le grand public. Cette diversité illustre que la communication financière ne se limite pas aux échanges entre l'entreprise et ses investisseurs, mais qu'elle s'inscrit dans un réseau complexe d'interlocuteurs aux attentes variées, nécessitant une adaptation fine des messages et en mobilisant des supports adéquats. Ces derniers peuvent être classés en trois catégories selon leur caractère réglementaire : les supports obligatoires, imposés par les textes législatifs ou réglementaires et répondent à des normes précises en matière de contenu et de calendrier de diffusion. Les supports volontaires, utilisés à l'initiative de l'entreprise, ils permettent de fournir et de diffuser des informations volontaires. Les supports mixtes qui combinent des éléments réglementaires et volontaires, par exemple un rapport annuel qui intègre, en plus des données financières obligatoires, des informations extra-financières ou prospectives non imposées par la réglementation.

Dans le tableau ci-après, nous proposons une présentation synthétique des parties prenantes de la communication financière ainsi que des supports de communication qui leur sont destinés.

Table 1 : Communication volontaire - Supports et parties prenantes

Catégorie des parties prenantes	Partie prenante	Définition de la partie prenante	Support de communication (O : support obligatoire ; V : support volontaire ; M : support mixte)
Décideurs	Investisseurs institutionnels	Grandes entités (banques, assurances, fonds) qui gèrent des actifs pour leurs clients. Ils exigent des informations détaillées en raison de leur poids dans le capital des entreprises cotées.	• Rapport annuel (M) : un support de communication clé pour les sociétés cotées, généralement diffusé lors de l'Assemblée Générale. Il sert à présenter l'entreprise, son activité, et ses résultats financiers. Les décideurs, notamment les investisseurs institutionnels y cherchent des informations clés pour investir dans l'entreprise (Bompoint et Marois, 2004). • Assemblée générale (O) : L'Assemblée Générale (AG) réunit annuellement les actionnaires pour approuver les comptes, fixer le dividende, et renouveler les instances dirigeantes. C'est une obligation légale, mais surtout un moment clé pour communiquer avec les actionnaires et leur permettre d'exercer leur droit de vote sur des décisions stratégiques importantes. • Club d'actionnaires (V) : Il permet aux sociétés de garder un lien avec leurs actionnaires en les informant régulièrement sur l'entreprise et ses résultats. Il vise à fidéliser les actionnaires et à les transformer en ambassadeurs de la marque. • Lettre aux actionnaires (V) : Elle informe sur les événements clés de l'entreprise, son activité, ses réalisations et ses perspectives. Bien qu'elle ne soit pas obligatoire, elle améliore la relation avec les actionnaires, notamment les individuels.
	Actionnaires individuels	Petits investisseurs détenant des actions. La communication avec eux est coûteuse mais témoigne de l'engagement de l'entreprise à répondre à leurs attentes	
	Actionnaires salariés	Employés qui investissent dans leur entreprise, prenant des risques financiers. Bien qu'ils détiennent une part modeste du capital, ils sont des interlocuteurs privilégiés.	
Prescripteurs	Analystes financiers	Experts qui évaluent les entreprises cotées et influencent les décisions des investisseurs. Maintenir de bonnes relations avec eux est essentiel pour éviter des avis défavorables (Chekhar et Onnée, 2005).	• Rapport annuel (M) : Pour les analystes financiers, le rapport annuel est une source d'informations régulières et d'analyses cohérentes, essentielles pour établir des prévisions et évaluer les performances de l'entreprise (Ramolino, 2002). • Réunion d'analystes (V) : Initialement réservées aux analystes financiers, peuvent inclure investisseurs, banquiers et journalistes. Organisées lors des publications de résultats, elles offrent une image de la société et de ses perspectives, et sont très attendues par ces parties prenantes (Leonard, 2001). • Communiqué de presse (M) : Il est diffusé électroniquement via les grandes agences, est un outil clé de la transparence financière des sociétés cotées. Outre des obligations légales, il informe sur l'activité, la situation financière et les évolutions stratégiques
	Médias et presse	Intermédiaires clés qui diffusent des informations sur les entreprises, notamment à travers les rapports annuels et les prévisions (Ettredge et al, 2002). Une bonne relation avec eux est cruciale pour une communication efficace (M. Guyot, 2010)	
	Autres prescripteurs	Toute autre entité ou organisme qui donne un avis ou émet des jugements. Outre les analystes financiers et les journalistes, Léger (2003), ajoute	

		les banques, les agences de notation, les auditeurs et les avocats...	majeures, tout en respectant une présentation standardisée pour en faciliter la lecture et les comparaisons dans le temps.
Publics périphériques	Les pouvoirs publics, les syndicats, les clients, les fournisseurs, les concurrents, les ONG, les associations, les étudiants, etc.	Bien que ces destinataires ne soient pas activement ciblés par la communication financière, ils demeurent attentifs aux informations diffusées. Leur rôle est crucial pour le développement de l'entreprise, car la santé financière de celle-ci peut influencer leur comportement (notamment décisions d'achat des clients). Ainsi, il est essentiel d'adopter une communication cohérente envers ces parties prenantes.	• Rapport annuel (M) : Il fournit au grand public, une vision globale de la santé financière et des activités de l'entreprise, ainsi que des informations utiles sur ses performances, ses stratégies et ses engagements. • Site internet (M) : c'est un complément essentiel des outils de communication financière. Il sert à présenter l'entreprise (activités, dirigeants, stratégie), à stocker et diffuser des informations importantes (communiqués de presse, documents financiers...), et à offrir un accès aux informations boursières et aux documents des Assemblées Générales.

Source : Elaboré par nos soins

4.3. Typologie des informations volontaires

La communication volontaire des entreprises s'organise autour de plusieurs catégories d'informations, chacune jouant un rôle distinct dans la perception externe de la performance organisationnelle. On distingue principalement trois types : les informations stratégiques, opérationnelles et financières, qui répondent à des objectifs de diffusion différents et s'adressent à des parties prenantes spécifiques (Gibbins, Richardson & Waterhouse, 1990).

- **Informations stratégiques :**

Les informations stratégiques traduisent la vision à long terme de l'entreprise et révèlent ses priorités futures, telles que les plans de croissance, les engagements en matière de développement durable, ou encore les projets de transformation organisationnelle. Elles reflètent la capacité d'anticipation stratégique des dirigeants face aux mutations économiques et sociales (Kaplan & Norton, 1996). En communiquant sur des enjeux tels que la transition énergétique ou l'internationalisation, les entreprises cherchent à séduire les investisseurs à long terme sensibles à la création de valeur prospective (Boesso & Kumar, 2007). De plus, ces éléments participent à la légitimation institutionnelle de l'entreprise dans un environnement globalisé où la transparence devient une exigence sociétale croissante (Suchman, 1995).

- **Informations opérationnelles :**

Les informations opérationnelles divulguées volontairement par les entreprises ont pour but de fournir des détails sur les activités et la performance interne de l'entreprise. Elles permettent aux analystes d'apprécier la robustesse du modèle d'affaires et l'adaptabilité de l'entreprise à court et moyen terme (Porter, 1985 ; Eccles & Krzus, 2010). Leur divulgation renseigne sur la capacité de l'entreprise à maîtriser ses coûts, optimiser ses ressources et innover dans ses processus internes. Cette transparence opérationnelle est un indicateur fort pour les gestionnaires d'actifs, qui évaluent la constance et la pérennité des performances avant toute prise de participation.

- **Informations financières :**

Les informations financières représentent la pierre angulaire de la communication d'entreprise. Bien qu'une partie soit imposée par les régulateurs, de nombreuses entreprises choisissent volontairement d'aller au-delà des obligations en fournissant des prévisions financières, des analyses de rentabilité ou des commentaires explicatifs sur leurs résultats (Healy & Palepu, 2001 ; Verrecchia, 2001). Cette démarche proactive permet non seulement de renforcer la confiance des parties prenantes, mais aussi de réduire les incertitudes liées à l'asymétrie d'information, élément particulièrement déterminant sur les marchés émergents (Leuz & Verrecchia, 2000 ; Bushee & Miller, 2012).

Les publications financières volontaires peuvent inclure des indicateurs comme le ROE, l'EBITDA, ou encore des perspectives de trésorerie, contribuant à une meilleure valorisation de l'entreprise par le marché (Lev & Zarowin, 1999). Elles permettent également aux investisseurs institutionnels d'évaluer plus précisément le profil de risque, la gouvernance, et la capacité d'autofinancement des sociétés cotées. Selon Sengupta (1998), une politique de divulgation exhaustive améliore la qualité perçue de la gouvernance, favorisant ainsi une baisse du coût du capital.

5. Importance de la communication volontaire

5.1. Communication volontaire à la croisée des théories

- ***Apport de la théorie du signal***

Ancrée dans le champ de l'économie de l'information, la théorie du signal, développée par Spence (1978), propose une lecture stratégique des comportements informationnels en contexte d'asymétrie. Elle postule que les entreprises disposant d'un avantage réel – en termes de

performance ou de solidité financière – ont intérêt à en transmettre des indices crédibles afin de se distinguer sur le marché. Dans le cadre de la communication financière, cette théorie éclaire les motivations des dirigeants à publier volontairement des informations pertinentes, dans l'objectif d'orienter positivement les anticipations des investisseurs (Ross, 1977). En fournissant des signaux perçus comme fiables, la communication volontaire contribue à réduire les incertitudes des parties prenantes, favorisant ainsi une meilleure valorisation boursière et une diminution du coût d'accès au capital (Leuz & Verrecchia, 2000).

Selon Guyot (2010), La théorie du signal impose la transparence. Cette dernière incite à divulguer rapidement toute information pertinente pour le marché. Verrecchia (1983) évoque la nécessité d'une diffusion efficace d'informations positives, tandis que Diamond et Verrecchia (1991) montrent que les entreprises, notamment celles cherchant des liquidités, intensifient la divulgation volontaire avant les levées de fonds. L'étude de Choi (1973) corrobore ce lien en démontrant que les entreprises émettant des titres de créance augmentent leurs publications pour attirer les investisseurs.

Cependant, cette stratégie de signalisation est aussi influencée par la performance de l'entreprise. Foster (1986), Singhvi et Desai (1971) affirment que les entreprises performantes adoptent la divulgation volontaire non seulement pour renforcer leur position concurrentielle, mais aussi pour accéder à des capitaux à des conditions plus avantageuses. Ce faisant, elles réduisent les risques de mauvaise interprétation des informations par les investisseurs et fidélisent ceux-ci. Ainsi, plus les entreprises sont transparentes, plus elles attirent d'investisseurs et réduisent leur coût de capital, tout en se distinguant des entreprises moins performantes.

En conclusion, la théorie du signal met en évidence le rôle stratégique de la communication volontaire comme levier de réduction des asymétries d'information entre l'entreprise et ses parties prenantes. En choisissant de diffuser de manière proactive des données pertinentes, les entreprises renforcent la transparence perçue, ce qui contribue à crédibiliser leur discours financier et à améliorer leur positionnement concurrentiel sur les marchés (Gennotte & Trueman, 1996 ; Verrecchia, 1990).

- ***Apport de la théorie de l'efficience des marchés financiers***

La théorie de l'efficience des marchés, introduite par Fama (1965), stipule qu'un marché est efficient lorsque les prix des actifs reflètent l'ensemble des informations disponibles. Fama et al (1969) décrivent un marché efficient comme capable de réagir rapidement aux nouvelles informations, tandis que Beaver (1981) précise que les prix agissent comme si tous les investisseurs avaient accès aux mêmes informations. Jensen (1978) ajoute qu'il est impossible de réaliser des profits en spéculant sur la base d'informations publiques, car elles sont déjà intégrées dans les prix.

La théorie de l'efficience du marché est fondée sur des hypothèses fondamentales pour prétendre au statut de marché efficient (Fama, 1970), il s'agit de la rationalité des investisseurs qui prennent des décisions basées sur l'information reçue (Drozda-Senkowzka et al., 1995 ; Case & Shiller, 1990), la symétrie de l'information où celle-ci est accessible à tous sans coûts supplémentaires (Grossman & Stiglitz, 1980), l'absence de coûts de transaction et d'impôts permettant une libre prise de décision., la liquidité et l'atomicité du marché avec de nombreux intervenants ne pouvant influencer les prix (Fama, 1965), ainsi que l'hypothèse du modèle joint, selon laquelle les prix intègrent la valeur fondamentale des actifs (Samuelson, 1965).

Trois formes complémentaires d'efficience caractérisent les marchés financiers : l'efficience allocative, l'efficience opérationnelle (également appelée fonctionnelle), et l'efficience informationnelle. L'efficience allocative fait référence à la capacité des marchés à canaliser les ressources vers les projets économiques les plus performants, assurant ainsi une allocation optimale du capital. L'efficience opérationnelle, quant à elle, concerne le fonctionnement fluide

du marché, où les transactions s'effectuent à des coûts réduits, facilitant la confrontation entre l'offre et la demande (Bauer, 2004). Enfin, l'efficacité informationnelle repose sur le principe de transparence, selon lequel les informations disponibles sont diffusées de manière équitable, permettant aux prix de refléter avec précision la valeur des actifs.

Dans le cadre de cette dernière forme, l'hypothèse est que les prix des actifs financiers réagissent instantanément à toute information pertinente, rendant ainsi les titres correctement valorisés à tout moment. Fama (1970) propose une classification tripartite de cette efficacité : la forme faible, où les prix intègrent l'historique des cours ; la forme semi-forte, où les prix reflètent l'ensemble des informations publiques ; et la forme forte, qui suppose que même les informations privées ou détenues par des initiés sont déjà prises en compte par le marché. Cette conception a largement influencé la recherche en finance, en soulignant le rôle structurant de la transparence pour assurer une valorisation équitable des titres et favoriser des prises de décisions d'investissement éclairées.

Dans cette perspective, la communication volontaire s'inscrit comme un levier d'efficacité dans les marchés à structure informationnelle imparfaite. En effet, dans les environnements où l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs subsiste, les entreprises peuvent choisir de divulguer volontairement des informations au-delà des exigences réglementaires, dans le but de réduire l'incertitude perçue par les parties prenantes. Selon Healy et Palepu (2001), ces pratiques de divulgation volontaire permettent aux dirigeants d'envoyer des signaux positifs sur la santé financière de l'entreprise, d'accroître la confiance des investisseurs et, in fine, de faciliter la valorisation boursière. Ainsi, dans des marchés semi-éfficients, où seules les informations publiques sont intégrées, la communication volontaire devient une source stratégique d'avantage concurrentiel.

Par ailleurs, plusieurs recherches empiriques ont démontré le lien entre l'intensité de la communication volontaire et la réduction de la volatilité des cours, l'accroissement de la liquidité du titre ou encore la diminution du coût du capital (Verrecchia, 2001 ; Leuz & Verrecchia, 2000). En améliorant la transparence de l'entreprise, les dirigeants participent à rendre le marché plus efficace, tout en favorisant une perception plus favorable de leur gouvernance. La théorie de l'efficacité rejoint ainsi les logiques de signalisation (Spence, 1973) et d'agence (Jensen & Meckling, 1976), dans lesquelles la communication financière devient un outil de gestion des relations avec les investisseurs institutionnels. Dans ce cadre, la communication volontaire peut être perçue non seulement comme un mécanisme de réduction des asymétries d'information, mais aussi comme une stratégie d'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants.

5.2. Enjeux de la communication volontaire

5.2.1. Enjeux pour la société cotée

- ***Renforcement de la crédibilité et promotion de l'image de marque :***

La communication volontaire permet à l'entreprise cotée de consolider sa crédibilité et de promouvoir son image institutionnelle auprès de l'ensemble de ses parties prenantes. En diffusant de manière proactive une information cohérente, factuelle et contextualisée, l'entreprise améliore sa visibilité, sa légitimité et son positionnement stratégique sur les marchés financiers. Une telle démarche renforce la perception d'authenticité et de professionnalisme, éléments fondamentaux dans la construction d'une réputation solide (Fombrun & Shanley, 1990 ; Rindova et al., 2005). La réputation, en tant qu'actif intangible, influence directement l'attractivité de l'entreprise aux yeux des investisseurs (Dowling, 2006 ; Walker, 2010). De plus, selon Gotsi et Wilson (2001), une image de marque maîtrisée favorise la fidélisation des parties prenantes, facilite l'accès aux ressources et crée un climat de confiance propice au développement. En ce sens, la communication volontaire agit comme un

levier stratégique de différenciation, essentiel dans un environnement concurrentiel fondé sur la transparence et la responsabilité.

- ***Gestion proactive des attentes des investisseurs :***

La communication volontaire constitue un outil décisif pour anticiper les attentes des investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou individuels. Une entreprise capable d'identifier en amont les préoccupations du marché et de fournir des réponses claires, documentées et cohérentes, gagne en crédibilité et en attractivité (Boesso & Kumar, 2007 ; Core, 2001). Cette gestion proactive permet de réduire les incertitudes sur la stratégie et la performance, ce qui favorise la stabilité de l'actionnariat et contribue à limiter les fluctuations excessives des cours (Gelb, 2002 ; Orens & Lybaert, 2010). En outre, l'intégration des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la communication financière reflète une vision de long terme, en phase avec les nouvelles priorités des investisseurs responsables (Ioannou & Serafeim, 2015 ; Eccles, Krzus, & Ribot, 2015). Cette capacité d'engagement sur des enjeux durables constitue un signal positif sur la qualité de la gouvernance et sur la solidité de la stratégie à long terme de l'entreprise.

- ***Réduction de l'asymétrie d'information :***

La réduction de l'asymétrie d'information est un objectif fondamental de la communication volontaire, dans la mesure où elle corrige les déséquilibres d'accès à l'information entre les dirigeants et les différents acteurs du marché. Une meilleure diffusion de l'information améliore la transparence sur la situation financière, les risques et les perspectives stratégiques de l'entreprise, ce qui permet une évaluation plus juste des titres (Healy & Palepu, 2001 ; Verrecchia, 2001). Elle contribue également à atténuer les phénomènes de sélection adverse et de risque moral (Akerlof, 1970 ; Jensen & Meckling, 1976), en alignant les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Des travaux empiriques ont montré que les entreprises qui communiquent de manière volontaire et régulière bénéficient de primes de valorisation plus élevées et d'un coût du capital réduit (Botosan, 1997 ; Leuz & Verrecchia, 2000). Dans cette logique, la communication volontaire devient un mécanisme de signalisation crédible, particulièrement utile dans les contextes où les obligations réglementaires sont limitées ou peu contraignantes.

5.2.2. Enjeux pour le marché financier

- ***Renforcement de la transparence et de la confiance :***

La communication volontaire joue un rôle structurant dans le renforcement de la transparence et de la confiance sur les marchés financiers. En complétant les obligations légales par une information plus détaillée et pertinente, les entreprises contribuent à améliorer la qualité du processus de décision des investisseurs (Bushman & Smith, 2003 ; Diamond & Verrecchia, 1991). Cette transparence favorise également la discipline de marché et réduit les asymétries d'information qui freinent la circulation des capitaux (Ball, 2001 ; Sengupta, 1998). Par ailleurs, selon Hail & Leuz (2006), les marchés les plus transparents attirent davantage les investisseurs internationaux, en raison d'un climat de confiance renforcé et de meilleures conditions d'évaluation du risque. En ce sens, la communication volontaire est un vecteur de modernisation du marché et de consolidation de sa légitimité institutionnelle.

- ***Amélioration de la liquidité des titres :***

L'une des conséquences les plus directes de la communication volontaire est l'amélioration de la liquidité des titres cotés. En réduisant l'incertitude sur la valorisation des actifs et en facilitant la formation des prix, elle stimule les échanges et diminue les coûts de transaction (Diamond &

Verrecchia, 1991 ; Leuz & Verrecchia, 2000). Plusieurs recherches empiriques, telles que celles de Botosan (2000) et Welker (1995), ont montré que les entreprises les plus transparentes enregistrent des spreads bid-ask¹ plus faibles, ce qui est un indicateur clé de la profondeur du marché. Une meilleure liquidité attire des investisseurs institutionnels, qui privilégient les titres facilement négociables, et contribue à la stabilité du marché financier dans son ensemble.

- **Réduction de la volatilité et prévention des crises :**

La communication volontaire permet également de réduire la volatilité excessive des cours en stabilisant les anticipations des investisseurs face aux événements économiques et financiers. En fournissant une information contextualisée, les entreprises contribuent à limiter les réactions spéculatives, souvent amplifiées par l'incertitude ou le manque de visibilité (Lang & Lundholm, 1996 ; Coller & Yohn, 1997). Cette stabilisation contribue à la prévention des crises boursières et renforce la résilience du marché face aux chocs exogènes. Par ailleurs, l'information volontaire permet de modérer l'impact des annonces négatives, en préparant le terrain par une communication progressive et pédagogique. Cette capacité à amortir les effets de panique confère aux marchés une plus grande efficacité informationnelle et une meilleure adaptation aux dynamiques économiques.

- **Soutien à l'attractivité du marché financier :**

La communication volontaire est un levier puissant pour améliorer l'attractivité des marchés financiers, notamment auprès des investisseurs étrangers. En instaurant des pratiques de transparence volontaristes, les entreprises contribuent à réduire le risque pays perçu ce qui est particulièrement crucial dans les marchés émergents. Selon Erb, Harvey et Viskanta (1996), le risque pays perçu, qui englobe les dimensions politique, économique et financière, influence directement les flux de capitaux internationaux, et par conséquent, le coût du capital exigé par les investisseurs étrangers. La divulgation volontaire des sociétés cotées permet également d'uniformiser les standards de reporting, ce qui facilite les comparaisons internationales (Bushman, Piotroski, & Smith, 2004 ; Hail & Leuz, 2009). Une information accessible, pertinente et comparable permet d'attirer des flux d'investissement plus stables, tout en renforçant la compétitivité du marché local. Cette dynamique est d'autant plus importante dans les pays émergents, où la confiance dans les institutions et la gouvernance joue un rôle déterminant dans la décision d'allocation des capitaux (Brown, Martinsson, & Petersen, 2013 ; Khanna, Palepu, & Sinha, 2005).

6. Communication volontaire : Revue empirique

La littérature empirique sur la communication volontaire met en évidence des approches et des résultats contrastés selon les contextes institutionnels et économiques. En France, Héger Gabteni (2011), a construit un score de publication volontaire de 65 sociétés du SBF 120 sur une période de 5 ans, afin d'analyser les pratiques de communication financière avant et après l'adoption des normes IFRS. Son étude montre que les entreprises adaptent leur stratégie de divulgation pour accompagner les mutations réglementaires et renforcer leur transparence vis-à-vis des investisseurs. Dans une perspective complémentaire, Maaloul et Zéghal (2015) soulignent que la communication volontaire portant sur le capital immatériel constitue une information pertinente pour les investisseurs, elle permet non seulement de pallier les limites des états financiers traditionnels, mais aussi de valoriser les entreprises intensives en actifs immatériels. De son côté, Mansulu (2021), à travers une enquête sur les sociétés tchèques, met en évidence un niveau moyen de divulgation volontaire de 51,5 %, influencé principalement

¹ L'écart entre le prix d'achat proposé (bid) et le prix de vente demandé (ask) pour un titre, reflétant la liquidité du marché.

par les attributs de gouvernance. La présence accrue d'administrateurs indépendants, de comités d'audit et d'investisseurs institutionnels favorise une transparence renforcée et une meilleure qualité de l'information publiée. Ces travaux, parmi d'autres, mettent en évidence la diversité des pratiques de communication volontaire et soulignent l'importance des facteurs contextuels et organisationnels dans leur développement.

Cette diversité des approches ouvre la voie à une littérature plus vaste, qui s'attache non plus seulement à décrire les pratiques de communication volontaire, mais aussi à en mesurer l'effet sur l'entreprise émettrice ainsi que sur le marché financier. En fait, plusieurs travaux récents montrent que la communication volontaire peut constituer un levier stratégique de création de valeur. En France, Assidi (2020), sur un échantillon de 1 001 observations d'entreprises du SBF 120 entre 2006 et 2016, démontre un effet positif et significatif de la communication volontaire sur la valeur des entreprises, notamment lorsque la protection des droits des actionnaires est faible. Dans ces environnements marqués par une concentration de l'actionnariat, la divulgation d'informations permet de réduire l'asymétrie d'information, d'atténuer les conflits d'intérêts et de renforcer la confiance des investisseurs. Macchioni et al. (2024) confirment cet effet en soulignant le rôle croissant des réseaux sociaux dans la communication volontaire de 200 entreprises cotées de l'Union Européenne. Leur étude révèle qu'un niveau plus élevé de divulgation sur ces plateformes est positivement associé à la valeur de marché et améliore la relation entre les rendements actuels et les bénéfices futurs anticipés, contribuant ainsi à réduire l'asymétrie d'information. À l'inverse, Mahmudah et al. (2023), à partir de 72 observations d'entreprises indonésiennes du secteur énergétique, mettent en évidence un impact négatif de la communication volontaire, notamment en matière de RSE et de divulgation carbone, sur la valeur des entreprises. Dans ce contexte de marché émergent, où la divulgation reste perçue comme un coût, la communication volontaire apparaît davantage comme une contrainte que comme un outil stratégique.

D'autres travaux se sont attachés à examiner l'impact de la divulgation volontaire sur la liquidité des titres. Saada et al. (2010), à partir d'un échantillon de 202 entreprises françaises du SBF 250, montrent que la communication financière en ligne, notamment sur les aspects stratégiques et de gouvernance, contribue à réduire la fourchette de prix, favorisant ainsi une meilleure fluidité des échanges. L'effet est particulièrement marqué dans les contextes caractérisés par une forte couverture des analystes et une intensité transactionnelle élevée. Dans le cas du Maroc, Soudi et Guermatha (2019) démontrent que la diffusion d'informations volontaires sur Internet améliore significativement la liquidité, en particulier dans les secteurs bancaire, assurantiel et immobilier. Ces résultats montrent que, même dans les environnements émergents, une communication proactive constitue un levier essentiel pour renforcer la confiance des investisseurs et stimuler l'activité boursière.

En outre, la communication volontaire exerce également des effets sur d'autres dimensions de fonctionnement des marchés financiers. Gietzmann et Ostaszewski (2023), en mobilisant le modèle de Dye, démontrent que la divulgation régulière entre les publications obligatoires contribue à réduire l'asymétrie d'information, stabiliser les anticipations des investisseurs et limiter la volatilité des cours. Cette transparence améliore la crédibilité et la confiance, alors qu'une communication sélective ou opportuniste accroît l'incertitude et le coût du capital. Dans le contexte égyptien, Ismail et Sakr (2022) montrent, à partir d'un échantillon de 46 entreprises cotées, que la communication volontaire a un impact ambivalent, elle est positivement associée à la capitalisation boursière et au ratio de Tobin's Q, mais négativement corrélée à certains indicateurs de performance interne tels que le ROA, le ROS ou l'EPS (bénéfice par action), reflétant la fragilité de l'environnement économique.

Dans l'ensemble, la littérature empirique confirme que la communication volontaire joue un rôle structurant dans la dynamique des marchés financiers, mais son impact reste tributaire des spécificités institutionnelles et économiques. Qu'il s'agisse de la création de valeur, de

l'amélioration de la liquidité ou de la stabilisation des anticipations, elle apparaît comme un levier stratégique permettant de réduire l'asymétrie d'information et de renforcer la confiance du marché. Toutefois, les résultats demeurent contrastés, allant d'effets positifs significatifs dans les environnements propices à la transparence, à des impacts négatifs ou limités dans les contextes où la communication est perçue comme un coût ou utilisée de manière opportuniste. Cette diversité des constats met en évidence l'importance de prendre en compte les spécificités institutionnelles, réglementaires et sectorielles afin d'appréhender pleinement les effets réels de la communication volontaire sur la performance et la crédibilité des entreprises cotées.

7. Conclusion

Cet article a mis en lumière l'évolution des pratiques de divulgation des sociétés cotées, en soulignant le passage progressif d'une communication réglementée à une approche plus volontariste. En s'inscrivant à la croisée de la théorie du signal et de la théorie de l'efficience des marchés financiers, la communication volontaire se révèle être bien plus qu'un simple complément à la communication obligatoire, elle constitue en fait un levier stratégique de transparence, de différenciation et de légitimation. D'une part, elle permet à la société émettrice, de renforcer sa crédibilité, d'attirer plus d'investisseurs et de réduire l'asymétrie d'information. D'autre part, elle contribue dans un marché financier, à renforcer la transparence et la confiance des acteurs, à optimiser la liquidité et la volatilité des titres, et à soutenir son attractivité notamment vis-à-vis des investisseurs étrangers.

La revue empirique conduite dans cet article confirme que l'impact de la communication volontaire demeure hétérogène selon les environnements étudiés. Si plusieurs recherches soulignent ses effets positifs sur la valeur de l'entreprise, la liquidité des titres et la confiance des investisseurs, d'autres mettent en évidence des résultats plus nuancés, voire neutres ou négatifs, lorsque les pratiques de divulgation manquent de crédibilité ou sont perçues comme opportunistes. Ces constats montrent que la communication volontaire conserve une importance stratégique, même lorsque ses effets immédiats sont limités, puisqu'elle contribue à façonner la perception des parties prenantes et à renforcer, sur le long terme, la légitimité et la transparence du marché. Cette diversité d'enseignements met en évidence la nécessité de développer des outils analytiques plus fins permettant de mieux saisir la qualité et l'impact réel de la divulgation volontaire dans différents contextes.

Une perspective de recherche future consistera à concevoir une grille d'analyse spécifique de la communication volontaire, structurée autour de critères qualitatifs et quantitatifs et qui fera ensuite l'objet d'une application empirique sur un échantillon d'entreprises cotées marocaines, pour in fine calculer l'indice de divulgation volontaire. Ce dernier permettra d'évaluer les pratiques de communication volontaire au Maroc, d'identifier les disparités sectorielles, et de contribuer à l'amélioration des standards de transparence sur le marché financier national.

Références :

- (1). Adams, C. A. (2004). The ethical, social and environmental reporting-performance portrayal gap. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 17(5), 731-757.
- (2). Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500
- (3). Assidi, S. (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2), 168-179.

- (4). Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2001(1), 127–169.
- (5). Bauer, P. (2004). Determinants of capital structure: empirical evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)*, 54(1-2), 2-21.
- (6). Beaver, W. H. (1981). Market efficiency. *Accounting Review*, 23-37.
- (7). Bessire, D. (2005). Transparency: a two-way mirror?. *International Journal of Social Economics*, 32(5), 424-438.
- (8). Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 296-343.
- (9). Boesso, G., & Kumar, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(2), 269-296.
- (10). Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- (11). Botosan, C. A. (2000). Evidence that greater disclosure lowers the cost of equity capital. *Journal of applied corporate finance*, 12(4), 60-69.
- (12). Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. (2013). Law, stock markets, and innovation. *The Journal of Finance*, 68(4), 1517-1549.
- (13). Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2012). Investor relations, firm visibility, and investor following. *The Accounting Review*, 87(3), 867–897.
- (14). Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42(2), 207–252
- (15). Bushman, R., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65–87.
- (16). Case, K. E., & Shiller, R. J. (1990). Forecasting prices and excess returns in the housing market. *Real Estate Economics*, 18(3), 253-273.
- (17). Chakroun, R., & Matoussi, H. (2010, May). Confrontation Entre L'Offre et La Demande D'Informations Volontaires Au Niveau Des Rapports Annuels Dans Un Pays Emergent: Cas De La Tunisie. In *Crises et nouvelles problématiques de la Valeur* (pp. CD-ROM).
- (18). Chekkar, R., & Onnée, S. (2006). Les discours managériaux dans le processus de communication financière: une analyse longitudinale du cas Saint-Gobain. *Entreprises et histoire*, 42(1), 46-63.
- (19). CHEMLAL, M. (2015). La communication financière, un risque à transformer en atout. *Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing*, (11).
- (20). Cherkaoui, A., & Cherkaoui, Z. (2021). Du reporting de la performance globale à la stratégie de reporting ESG: pratiques des entreprises faisant appel public à l'épargne au Maroc. *Revue congolaise de gestion*, 32(2), 131-176.
- (21). Cho, J. (2024). Thriving in the global competitive landscape: competitive dynamics and longevity of emerging market firms. *Asian Business & Management*, 23(1), 82-109.
- (22). Choi, F. D. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market. *Journal of accounting research*, 159-175.
- (23). Collier, M., & Yohn, T. L. (1997). Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. *Journal of accounting research*, 35(2), 181-191.
- (24). Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 441-456.
- (25). De Teyssier, F. (1998). *Milieux financiers et communication*. FeniXX.

- (26). Depoers, F. (1999). *Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'information des sociétés cotées* (Doctoral dissertation, ANRT, Université Pierre Mendès France (Grenoble II)).
- (27). Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245-263.
- (28). Depoers, F. (2000). L'offre volontaire d'information des sociétés cotées: concept et mesure. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 6(2), 115-131.
- (29). Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- (30). DiPiazza, S. A., & Eccles, R. G. (2002). *Restaurer la confiance des marchés: propositions par le président mondial de PricewaterhouseCoopers*. Village mondial.
- (31). Dowling, G. (2006). How good corporate reputations create corporate value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134-143.
- (32). Doyen, J. (1990). La communication financière: enjeux, stratégies et actions. (No Title).
- (33). Dye, R. A. (1985). Strategic accounting choice and the effects of alternative financial reporting requirements. *Journal of accounting research*, 544-574.
- (34). Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2010). *One report: Integrated reporting for a sustainable strategy*. John Wiley & Sons.
- (35). Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127.
- (36). Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Political risk, economic risk, and financial risk. *Financial Analysts Journal*, 52(6), 29-46.
- (37). Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- (38). Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417.
- (39). Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.
- (40). Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, 33(2), 233-258.
- (41). Foster, G. (1986). *Financial statement analysis*, 2/e. Pearson Education India.
- (42). Gabteni, H. (2011, May). Construction d'un score de publication volontaire entendu comme une mesure de la communication financière en période pré/post IFRS. In *Comptabilités, économie et société* (pp. cd-rom).
- (43). Gelb, D. S. (2002). Intangible assets and firms' disclosures: An empirical investigation. *Journal of business finance & accounting*, 29(3-4), 457-476.
- (44). Gennotte, G., & Trueman, B. (1996). The strategic timing of corporate disclosures. *The review of financial studies*, 9(2), 665-690.
- (45). Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 121-143.
- (46). Gietzmann, M. B., & Ostaszewski, A. J. (2023). The kind of silence: managing a reputation for voluntary disclosure in financial markets. *Annals of Finance*, 19(4), 419-447.
- (47). Glaum, M., & Street, D. L. (2003). Compliance with the disclosure requirements of Germany's new market: IAS versus US GAAP. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 14(1), 64-100.
- (48). Gotsi, M., & Wilson, A. (2001). Corporate reputation management: "living the brand". *Management decision*, 39(2), 99-104.
- (49). Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American economic review*, 70(3), 393-408.

- (50). Guyot, M. G. (2010). *Communication financière volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel et sa perception par le marché* (Doctoral dissertation, Institut National des Télécommunications).
- (51). Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?. *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.
- (52). Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of financial economics*, 93(3), 428-454.
- (53). Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British accounting review*, 37(2), 231-248.
- (54). Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- (55). Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of international accounting, auditing and taxation*, 10(2), 139-156.
- (56). Ismail, M. G. I., & Sakr, A. (2022). The extent of the effect of voluntary disclosure on the firm performance. *Open Journal of Social Sciences*, 10(6), 139-166.
- (57). Izza, S. (2013). *Divulgarion volontaire et qualité de l'information financière : Cas des entreprises tunisiennes cotées*. Thèse de doctorat, Université de Tunis.
- (58). Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of financial economics*, 6(2/3), 95-101.
- (59). 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.
- (60). KADDOURI, H. C. (2022). La communication financière au Maroc: d'une obligation légale à un outil stratégique. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 6(3).
- (61). Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Harvard Business School Press
- (62). Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The journal of finance*, 55(2), 867-891.
- (63). Lacombe-Saboly, M. (1994). *Les déterminants de la qualité des produits comptables des entreprises: le rôle du dirigeant* | *Theses. fr* (Doctoral dissertation, Poitiers).
- (64). Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of accounting research*, 31(2), 246-271.
- (65). Léger, J. Y. (1997). Communication financière et corporate governance. *Analyse financière*.
- (66). Léger, J. Y. (2003). *la communication financière bâtir et mettre en oeuvre une stratégie de communication financière*, Dunod, Paris.
- (67). Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.
- (68). Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of accounting research*, 54(2), 525-622.
- (69). Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *Accounting Review*, 1-22.
- (70). Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting research*, 37(2), 353-385.

- (71). Maaloul, A., & Zéghal, D. (2015). Analyse du contenu informatif de la divulgation des informations sur le capital immatériel: le cas des entreprises américaines. *Management international*, 19(3), 201-216.
- (72). Macchioni, R., Fiondella, C., & Prisco, M. (2024). The value relevance of environmental innovation: Evidence from European Union context. *Journal of Cleaner Production*, 446, 141246.
- (73). Mahmudah, H., Yustina, A. I., Dewi, C. N., & Sutopo, B. (2023). Voluntary disclosure and firm value: Evidence from Indonesia. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2182625.
- (74). Mansulu, A. (2021). CORPORATE GOVERNANCE AND VOLUNTARY DISCLOSURE PRACTICES IN CZECH REPUBLIC. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 69(1).
- (75). Marois, B., & Bompont, P. (2004). *Gouvernement d'entreprise et communication financière*. Economica.
- (76). Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of international business studies*, 26, 555-572.
- (77). Merkl-Davies, D. M., Brennan, N. M., & McLeay, S. J. (2011). Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), 315-344.
- (78). Michailesco, C. (2001, December). La stratégie de communication financière des entreprises—le cas de la diffusion d'informations sur le capital immatériel. In *5ème Colloque du Centre de Recherche en Information et Communication* (pp. pp-404).
- (79). Naser, K., & Nuseibeh, R. (2003). Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies. *The International Journal of Accounting*, 38(1), 41-69.
- (80). Onnee, S., & Chekkar, R. (2005). L'évolution de la communication financière dans le processus de gouvernance: Le cas saint Gobain. Document de Recherche-Laboratoire Orleanais de Gestion.
- (81). OSSONON, A. C. (2022). Motifs de divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel: cas des entreprises cotées à la BRVM. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 3(12).
- (82). Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- (83). Pourtier, F. (2004). La publication d'informations financières volontaires: synthèse et discussions. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 10(1), 79-102.
- (84). Saada, M. B., Khalfaoui, H., Vedrine, J. P., & Mamoghli, C. (2010). Impact de la communication financière et incrémentale par Internet sur la liquidité des titres des entreprises françaises. *La Revue des Sciences de Gestion*, 242(2), 39-47.
- (85). Schuster, P., & O'Connell, V. (2006). The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures. *Management Accounting Quarterly*, 7(2).
- (86). Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.
- (87). Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129-138.
- (88). SOUDI, N., & GUERMATHA, M. (2019). L'impact de la communication financière digitale sur la liquidité des titres-cas des sociétés cotées en bourse au Maroc. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 3(3).
- (89). Spence, M. (1973). l the MIT press. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.

- (90). Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press.
- (91). Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- (92). Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.
- (93). Verrecchia, R. E. (1990). Information quality and discretionary disclosure. *Journal of accounting and Economics*, 12(4), 365-380.
- (94). Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180.
- (95). Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate reputation review*, 12, 357-387.
- (96). Wallace, R. O., & 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*, 14(4), 311-368.
- (97). Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.
- (98). Xiao, J. Z., Yang, H., & Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of accounting and public policy*, 23(3), 191-225.
- (99). Zogning, F. (2017). La divulgation volontaire en matière de performance organisationnelle: mesure, supports et motivations. RIMHE: Revue Interdisciplinaire Management, Homme & Entreprise, 276(3), 90-102.