



HAL
open science

L'offre d'information volontaire par Internet des entreprises françaises

Li Li

► **To cite this version:**

Li Li. L'offre d'information volontaire par Internet des entreprises françaises. Gestion et management. Université Paris-Est, 2011. Français. NNT : 2011PEST0060 . tel-00709722

HAL Id: tel-00709722

<https://theses.hal.science/tel-00709722>

Submitted on 19 Jun 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Université Paris Est
École Doctorale Organisations, Marchés, Institutions (OMI)



**L'offre d'information volontaire par
Internet des entreprises françaises**

Thèse
pour l'obtention du titre de
DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION

présentée et soutenue publiquement par :

Li LI

JURY

- Directeur de thèse :** **Monsieur Jean-François Gajewski**
Professeur, Université de Savoie
- Rapporteurs :** **Monsieur Pascal Louvet**
Professeur, Université de Grenoble
Monsieur Peter Wirtz
Professeur, Université de Lyon II
- Suffragants :** **Madame Geneviève Causse**
Professeur, ESCP Europe et Université Paris Est
Monsieur Pierre Chollet
Professeur, Université Paris Est

Remerciements

Je tiens avant tout à exprimer ma profonde reconnaissance au Professeur Jean-François Gajewski qui a dirigé ce travail doctoral avec rigueur et bienveillance. Ses conseils pertinents et ses encouragements tout au long de la thèse ainsi que ses suggestions et lectures m'ont toujours été d'un très grand secours pour la réalisation de ce travail.

Je remercie vivement les Professeurs Pascal Louvet, Peter Wirtz d'avoir accepté de rapporter sur ma thèse. Je remercie également les Professeurs Geneviève Causse et Pierre Chollet d'avoir accepté de participer à mon jury de thèse.

Je remercie particulièrement Monsieur Peter Wirtz et les deux rapporteurs anonymes de la revue FCS pour leurs précieuses remarques sur un article extrait du chapitre 2 de ma thèse. Mes remerciements les plus sincères s'adressent à Madame Geneviève Causse qui était ma directrice de mémoire en Master de Recherche et m'a donné le goût de la recherche.

Un grand merci à Monsieur Alexis Cellier qui m'a donné beaucoup de conseils pour le traitement des données. Mes remerciements s'adressent également à Monsieur Claude Faure pour son amitié, ses conseils et sa disponibilité. Je remercie sincèrement Monsieur Bertrand Quéré d'avoir accepté de participer à une présoutenance. Ses conseils ont été précieux pour l'amélioration de ce travail.

Je tiens à exprimer mes remerciements à Etienne Duchatel, Joël Gondouin et Bernard Boisgard, qui m'ont consacré une partie de leur temps et ont eu la gentillesse de m'aider à améliorer ma thèse. Ma reconnaissance s'adresse aussi à tous les membres de l'IRG.

Merci également à mes chères amies Lan Lan Cao et Hong Lei Yang, pour leur écoute et leurs encouragements. Leur soutien moral m'a été d'un grand secours dans les moments difficiles.

Enfin, je remercie profondément toute ma famille qui m'a sans cesse soutenue tout au long de cette recherche.

Table des matières

Introduction Générale	1
Chapitre 1. La politique de communication des entreprises	8
Introduction	9
1. La stratégie de communication financière des entreprises	10
1.1. Les objectifs de la communication	10
1.2. Le choix des cibles de la communication financière	11
1.2.1. Les investisseurs sur les marchés de capitaux.....	11
1.2.2. Les intermédiaires financiers.....	14
1.3. Les vecteurs de la communication financière	15
1.3.1. Le rapport annuel.....	15
1.3.2. L'assemblée générale.....	16
1.3.3. Les communiqués de presse.....	16
1.3.4. La publication par voie électronique.....	18
2. L'accroissement des contraintes réglementaires de communication	22
2.1. La Loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis	23
2.2. Les directives européennes et les lois françaises	23
2.2.1. La Loi de Sécurité Financière (LSF).....	24
2.2.2. La loi Breton.....	25
3. L'évolution du gouvernement d'entreprise en France	25
3.1. La gouvernance des entreprises	25
3.2. Les codes importants de gouvernance en France	26
3.2.1. Le rapport Viénot I.....	26
3.2.2. Le rapport Viénot II.....	28
3.2.3. Le rapport Bouton.....	30
3.3. La réponse juridique face aux développements de la gouvernance	33
4. La synthèse des recherches empiriques sur l'offre d'information	34
4.1. L'information volontaire : une notion à préciser	34
4.2. Le contenu et la forme : deux dimensions de l'offre d'information	37
4.2.1. Les études empiriques sur le contenu de l'information.....	37
4.2.2. Les études empiriques sur la forme de la communication.....	46
5. Le cadre théorique	52
5.1. La théorie de l'agence	53
5.2. La théorie du signal	54
5.3. La théorie des perspectives	56
Conclusion	58

Chapitre 2. L'offre d'information volontaire par Internet et le gouvernement des entreprises françaises	60
Introduction	61
1. La synthèse de littérature et le développement des hypothèses	63
1.1. Le cadre théorique sur l'offre volontaire d'information et les principaux résultats empiriques	63
1.2. Le développement des hypothèses	65
1.2.1. La dispersion de la propriété de l'entreprise	65
1.2.2. L'impact des investisseurs institutionnels	66
1.2.3. L'impact des investisseurs étrangers	67
1.2.4. Le régime de gouvernance	67
1.2.5. L'indépendance du conseil	68
1.2.6. La dissociation des fonctions de président et de directeur général	69
1.2.7. Les comités de surveillance au sein du conseil	70
2. La méthodologie	72
2.1. L'échantillon et le mode de collecte des données	72
2.2. La mesure des variables	72
2.2.1. La variable dépendante	72
2.2.2. Les variables indépendantes	75
2.3. Les statistiques descriptives	79
3. La présentation des résultats empiriques	81
3.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation	81
3.2. L'analyse de régression	85
3.2.1. Les variables de gouvernance	85
3.2.2. Les variables de contrôle	88
3.2.3. Les tests de robustesse des modèles	90
Conclusion	90
Chapitre 3. L'impact de l'offre d'information volontaire par Internet sur le marché des capitaux	93
Introduction	94
1. L'offre d'information volontaire sur le marché financier et les hypothèses	97
1.1. La nouvelle organisation des marchés financiers en France	97
1.1.1. Les marchés dirigés par les prix versus les marchés dirigés par les ordres ..	98
1.1.2. La bourse de Paris – un marché doté d'un carnet d'ordres	99
1.1.3. Les types d'ordres sur le marché d'agence	100
1.1.4. Les nouvelles modalités de négociation	102
1.2. L'asymétrie d'information et la publication volontaire par Internet	103

1.3. Les risques et la publication volontaire par Internet	107
2. La méthodologie	108
2.1. Les mesures des variables principales	108
2.1.1. L'asymétrie d'information.....	108
2.1.2. Le risque total, spécifique et systématique.....	113
2.1.3. L'offre d'information volontaire par Internet.....	115
2.2. Les modèles d'analyse	117
2.2.1. Le modèle de l'asymétrie d'information	117
2.2.2. Le modèle du risque	120
2.2.3. Le modèle de l'offre d'information par Internet	125
2.3. L'échantillon et le mode de collecte des données	130
2.4. Les statistiques descriptives	130
3. La présentation des résultats empiriques	132
3.1. Asymétrie d'information & Publication volontaire par Internet	132
3.1.1. L'analyse de corrélation	132
3.1.2. L'analyse de régression	133
3.2. Risques & Publication volontaire par Internet	137
3.2.1. L'analyse de corrélation	137
3.2.2. L'analyse de régression	140
3.2.3. Les tests de robustesse.....	144
Conclusion	147
Chapitre 4. La « tonalité » des annonces en ligne, la performance future des entreprises et le comportement des investisseurs	149
Introduction	150
1. La publication financière trimestrielle et les techniques de rédaction	153
1.1. La réglementation sur la publication des informations financières en France	153
1.2. Les objectifs et la structure de la publication financière trimestrielle	155
1.3. Les techniques de rédaction de la publication financière trimestrielle	156
2. Le développement des hypothèses	168
2.1. Le ton du discours : un indice discrètement posé par les dirigeants	168
2.2. Le ton du discours et la réaction des marchés financiers	170
3. La Méthodologie	174
3.1. Le choix de l'échantillon et la collecte des données	174
3.2. La mesure lexicale : le degré d'optimisme du texte financier	177
3.3. La mesure de la réaction du marché - l'étude d'événement	181

3.3.1. Les paramètres principaux.....	182
3.3.2. Le calcul de la rentabilité anormale cumulée (CAR)	183
3.4. La mesure des variables financières et comptables	185
4. La présentation des résultats empiriques	186
4.1. Les statistiques descriptives	186
4.2. La « tonalité » du discours financier et la performance future	188
4.2.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation	188
4.2.2. L'analyse de régression	190
4.3. La « tonalité » du discours financier et la réaction du marché financier français	195
4.3.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation	195
4.3.2. L'analyse de régression	197
Conclusion	202
Conclusion Générale	205
Bibliographie	211

Liste des tableaux

Tableau 2.1 - Indice d'évaluation de l'offre d'information par Internet.....	74
Tableau 2.2 - Définition et mesure des variables.....	78
Tableau 2.3 - Statistiques descriptives.....	80
Tableau 2.4 - Analyse univariée.....	82
Tableau 2.5 - Corrélation de Pearson.....	83
Tableau 2.6 - Régression : L'impact de la gouvernance sur la publication volontaire par Internet.....	86
Tableau 2.7 - Régressions : L'effet des caractéristiques des entreprises sur la publication volontaire par Internet.....	89
Tableau 3.1 - Statistiques descriptives.....	131
Tableau 3.2 - Corrélation de Pearson - Asymétrie d'information.....	133
Tableau 3.3 - OLS Régression - Variable dépendante : Fourchette de prix.....	134
Tableau 3.4 - 2SLS Régression -Variable dépendante : Fourchette de prix.....	135
Tableau 3.5 - Corrélation de Pearson - Risque.....	138
Tableau 3.6 - OLS Régression - Variable dépendante : Risque.....	141
Tableau 3.7 - Analyse factorielle.....	142
Tableau 3.8 - OLS Régression - Variable dépendante : Risque.....	145
Tableau 4.1 - Statistiques descriptives.....	187
Tableau 4.2 - Analyse univariée - Performance future.....	188
Tableau 4.3 - Corrélation de Pearson - Performance future.....	189
Tableau 4.4 - Régression Panel - Variable dépendante : Performance future.....	191
Tableau 4.5 - Analyse univariée - CAR.....	196
Tableau 4.6 - Corrélation de Pearson - CAR.....	196
Tableau 4.7 - Régression - Variable dépendante : CAR.....	199

À ma famille

Introduction Générale

La transparence de l'information revêt un enjeu primordial pour la recherche en finance. Les marchés financiers ont besoin d'informations claires, fiables et régulières pour allouer les capitaux de manière optimale. Dans cette perspective, les régulateurs financiers ont souligné l'importance de la transparence de l'information, notamment après les scandales d'Enron et de WorldCom. Suite à ces événements, des changements législatifs conséquents, tels que la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis et la loi de Sécurité Financière (LSF) en France sont intervenus. Les objectifs majeurs ont visé à retrouver la confiance des investisseurs et assurer le bon fonctionnement des marchés de capitaux.

En réaction à cet environnement, la communication est devenue pour les sociétés cotées, un enjeu stratégique qui leur permet de gérer la relation avec les investisseurs et de s'approprier la culture de l'entreprise concernée. Une information de bonne qualité et réputée fiable favorise l'appréciation correcte de la valeur de l'entreprise et attire les investisseurs en améliorant l'image de l'entreprise.

Parallèlement, le développement d'Internet a mis à disposition des entreprises un outil de communication alternatif et puissant. Par comparaison avec les voies traditionnelles, l'offre d'information par Internet bénéficie de plusieurs avantages : elle est moins coûteuse, plus efficace et plus facile d'accès pour le grand public. C'est pourquoi la réglementation de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), exige des sociétés cotées sur l'Eurolist depuis janvier 2007, la diffusion intégrale de l'information réglementée par voie électronique.

Les questions de recherche

Notre thèse étudie la publication d'information volontaire dans le contexte français. Plus précisément, nous tentons de fournir une meilleure compréhension de la politique de communication volontaire à travers ses déterminants, ses impacts et la manière dont elle est rédigée.

Nous commençons par analyser les déterminants de la communication par Internet. Cela nous permet de comprendre pourquoi différentes politiques de communication existent parmi les sociétés cotées. En se fondant sur des échantillons anglo-saxons, plusieurs recherches (Debreceeny *et al.*, 2002 ; Ettredge *et al.*, 2002 ; MarstonetPolei, 2004 ; *etc.*) ont étudié les déterminants de la diffusion par voie électronique. Nous les avons prolongées en examinant l'impact du gouvernement des entreprises françaises sur la publication volontaire par Internet à travers notamment l'examen de la structure de propriété, du choix du régime de gouvernance, de l'indépendance du conseil, de la dissociation des fonctions de président et de directeur général et de la création des comités de surveillance au sein du conseil. Nous pouvons ainsi résumer la première question de recherche de cette thèse.

Question 1. Quels sont les déterminants de l'offre d'information volontaire par Internet ?

Après avoir étudié les déterminants de l'offre d'information volontaire par Internet, nous examinons ses influences sur le marché financier français. Le but est d'analyser l'influence que peut avoir une amélioration de l'information sur la réduction de l'asymétrie d'information et les risques.

L'asymétrie d'information peut entraîner un risque de sélection adverse qui risque d'accroître le coût du capital des entreprises et de diminuer l'efficacité allocationnelle des marchés financiers. Dans cette logique, la relation entre l'offre d'information et l'asymétrie d'information présente un intérêt considérable pour les dirigeants d'entreprises, les autorités de réglementation et la recherche académique. Nous étudions donc l'effet de la politique de communication sur l'asymétrie d'information dans le contexte français. Plus précisément, nous essayons de déterminer si un niveau plus élevé d'offre d'information par Internet peut réduire l'asymétrie d'information.

Nous examinons ensuite le lien entre le risque financier et la politique de communication par Internet. Trois types de risques sont analysés : le risque total, le

risque systématique et le risque spécifique. L'intérêt est d'estimer le degré d'influence que peut avoir la publication d'information sur ces trois types de risques. De plus, plusieurs variables liées au gouvernement des entreprises sont introduites afin d'examiner la relation entre le risque et le type de gouvernance choisi par les entreprises concernées. Nous pouvons ainsi résumer la deuxième question de recherche de cette thèse.

Question 2. L'offre d'information volontaire par Internet peut-elle réduire les risques ?

Si les deux premières questions de recherche se concentrent sur le fond de l'information en adoptant une méthode quantitative, la dernière se focalise sur la forme avec laquelle elle est rédigée en utilisant une double approche qualitative et quantitative. En effet, la politique de communication peut-être appréhendée non seulement en termes de contenu, mais aussi en termes de forme. Les études sur la communication montrent même que le style linguistique influe sur le transfert d'information (Chung et Pennebaker, 2007 ; Mehrabian, 2007). En utilisant le logiciel Diction 5, nous examinons donc la relation entre la « tonalité » des annonces financières trimestrielles et la performance des entreprises. L'objectif est de savoir le degré auquel l'optimisme instillé par les dirigeants dans leur communication financière, est susceptible d'être un bon indicateur des performances futures de sociétés cotées.

Dans un deuxième temps, nous étudions la réaction du marché financier à la forme du discours. Dans cette perspective, nous testons si les investisseurs financiers peuvent être influencés par la tonalité des annonces financières. Plus précisément, quel style de rédaction est apprécié par le marché financier français. Les investisseurs préfèrent-ils une tonalité plus optimiste ou réservée ? Une telle recherche est intéressante pour les dirigeants d'entreprises car elle leur permet d'affiner leur stratégie en termes de communication.

Question 3. La forme du discours est-elle révélatrice d'information ?

Le choix méthodologique

Les travaux sur la publication d'information volontaire utilisent majoritairement des approches quantitatives. C'est la voie que nous utiliserons aussi pour répondre aux deux premières questions posées relatives aux déterminants et aux impacts de l'offre

d'information par voie électronique. Par la suite, dans la recherche lexicale, diverses méthodologies sont adoptées afin d'étudier le style de rédaction des annonces financières trimestrielles. Pour ce faire, une analyse qualitative est d'abord employée afin d'analyser les différentes techniques utilisées par les dirigeants dans la rédaction de leurs annonces financières. Nous reprenons ensuite l'approche quantitative pour mesurer le degré d'optimisme des annonces, analyser sa relation avec les performances futures des entreprises et réaliser enfin, une étude d'événement afin d'examiner l'impact de la « tonalité » des annonces concernées sur le marché des capitaux français.

Les contributions de la recherche

Notre recherche se distingue des recherches antérieures par l'examen des informations transmises par voie électronique. En comparaison avec les médias traditionnels, tels que le rapport annuel imprimé sur papier, Internet représente un outil plus puissant dans la communication d'information. Il peut regrouper tous les types d'informations diffusées par différents médias, que ce soit la vidéo, le texte, l'audio *etc.* Par conséquent, l'offre d'information financière par Internet est, a priori, plus pertinente pour analyser la politique de communication de l'entreprise. Ce constat nous permet de surmonter une des limites des recherches antérieures concernant l'évaluation de l'offre d'information basée sur un seul média (par exemple, le rapport annuel est l'un des médias le plus examiné).

De plus, les recherches dans ce domaine se concentrent plutôt sur les déterminants de la diffusion par Internet, les conséquences de ce dernier ont rarement été examinées¹. On suppose naturellement qu'une offre d'information plus détaillée et riche doit réduire l'asymétrie d'information. Puisque Internet constitue un outil puissant dans la diffusion d'information, on peut supposer que la communication par ce media doit réduire effectivement le degré d'asymétrie d'information. Cependant, il est aussi possible que les dirigeants utilisent ce nouveau véhicule de communication pour promouvoir une image prédéterminée de l'entreprise. Est-ce que la masse des informations sur la toile sert vraiment aux investisseurs sur le marché des capitaux et améliore la transparence de l'information ? En outre, l'utilisation d'Internet peut aussi favoriser la diffusion d'informations inexacts. Les rumeurs courent plus facilement et plus vite en ligne.

¹ Notons une exception remarquable: l'étude de Chang *et al.* (2008) examine le lien entre l'asymétrie d'information et la communication par Internet en adoptant un échantillon australien.

Dans ce cas, est-ce que la publication par Internet peut effectivement réduire l'incertitude des investisseurs ? Ces questions représentent un intérêt majeur non seulement pour les dirigeants, mais également pour les régulateurs.

De plus, la plupart des études existantes sur l'offre d'information se focalisent sur le fond de l'information, en employant souvent une méthode quantitative. Notre thèse examine non seulement le fond, mais aussi la forme de l'information. L'analyse lexicale du chapitre 4 est donc susceptible de compléter notre entendement en matière de communication financière. Si le fond de l'information peut avoir une influence sur le degré de l'asymétrie d'information, est-ce que la forme de l'information peut permettre d'améliorer la transparence de l'information ?

Enfin, la Bourse de Paris étant l'un des marchés de capitaux les plus importants en Europe, peu de recherches sur la communication financière par Internet ont été effectuées sur la base d'un échantillon d'entreprises françaises. Le système législatif et la culture comptable peuvent influencer sur la politique de communication (Jaggi et Low, 2000). Notre recherche permet donc de constater si les enseignements tirés des études américaines restent validés dans le contexte français.

Le plan de la recherche

La présentation de ce travail de recherche s'articule autour de quatre chapitres. Nous débutons notre étude par un chapitre introductif ayant pour objectif de décrire les spécificités du contexte français en termes de stratégie de communication et de gouvernement d'entreprise. Les dispositions réglementaires liées à la publication d'information et aux initiatives en matière de gouvernement d'entreprise françaises sont détaillées. Nous présentons également le cadre théorique global de la publication volontaire et réalisons la synthèse des recherches empiriques existantes en deux dimensions : les études sur le fond de l'information et les études sur la forme de l'information.

Le deuxième chapitre permet d'étudier les déterminants de l'offre d'information volontaire par Internet. Nous examinons notamment l'impact du gouvernement d'entreprise sur le niveau de publication par voie électronique.

Le troisième chapitre porte sur les influences de la publication volontaire par Internet sur le marché des capitaux français. Dans un premier temps, nous examinons le lien

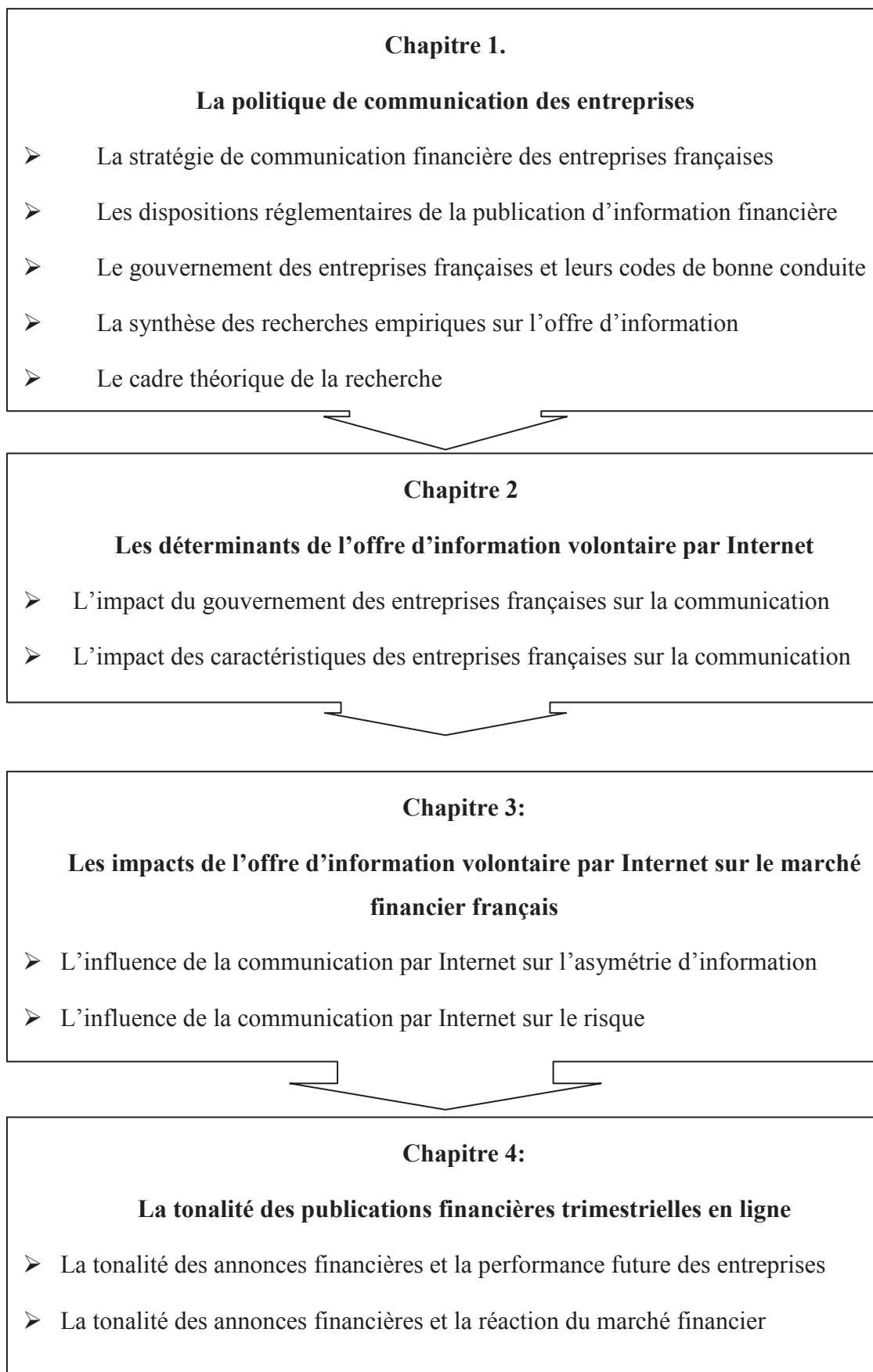
entre l'asymétrie d'information et la communication volontaire par Internet. L'objectif est d'estimer le degré auquel un niveau plus élevé de diffusion d'information par Internet est susceptible de réduire l'asymétrie d'information. Dans un deuxième temps, nous analysons l'impact de la publication par voie électronique sur les risques. L'objectif principal est d'examiner si une meilleure communication par Internet peut réduire l'incertitude sur le marché financier.

Le dernier chapitre permet d'analyser l'offre d'information par le biais de sa forme. Il s'agit d'une recherche lexicale ou, plus précisément, d'une analyse thématique. En utilisant le logiciel Diction 5, nous évaluons le degré d'optimisme des annonces financières trimestrielles. L'intérêt de cette étude est de savoir si le degré d'optimisme d'une annonce peut être un bon indicateur de la performance future de l'entreprise. C'est aussi l'occasion de voir si le marché apprécie les informations présentées sous un style particulier (par exemple plus optimiste) en utilisant une étude d'événement.

La conclusion générale permet de faire la synthèse des résultats empiriques obtenus en rappelant leurs correspondances avec les travaux antérieurs et leur spécificité propre. Elle présente également les apports, les limites et les futurs développements de la recherche dans ce domaine.

Le plan de la thèse est repris dans la figure I.

Figure I - Le plan de la thèse



Chapitre 1. La politique de communication des entreprises

Résumé : Ce chapitre développe une synthèse sur l'offre d'information volontaire et la gouvernance des entreprises françaises cotées. En premier lieu, nous présentons les stratégies de communication financière au travers des objectifs multiples, du choix des cibles et des vecteurs de communication couramment employés. Dans un second temps, nous étudions l'influence de l'environnement juridique sur la publication d'information. Dans cette perspective, nous analysons les lois et les principes relatifs au gouvernement des entreprises en France, en présentant les trois codes de bonne conduite et la loi NRE. Par la suite, nous positionnons nos recherches à partir d'une synthèse des études empiriques existantes sur l'offre d'information volontaire en deux catégories : les études sur le contenu de l'information et celles sur la forme. Enfin, les choix théoriques retenus pour répondre aux différentes recherches empiriques de la thèse sont présentés.

Introduction

La mondialisation des marchés financiers amplifie le développement de la gestion de portefeuille internationale, que ce soit pour les investisseurs institutionnels ou individuels. Ces derniers s'intéressant à des entreprises internationales, ils interviennent soit par l'achat direct de titres sur leur place d'origine, soit par des intermédiaires professionnels, tels que les gestionnaires de fonds internationaux. L'internationalisation des marchés de capitaux oblige les sociétés cotées à se tourner vers une base d'investisseurs plus large, plus diversifiée.

De leur côté, les sociétés sont obligées d'améliorer la relation avec les investisseurs et de respecter les contraintes financières juridiques des différents pays dans lesquels elles sont cotées. Cet enjeu est important aux Etats-Unis où, les réglementations comptables et financières sont relativement strictes, particulièrement en matière de transparence financière. Or, la proportion des investisseurs américains dans le capital des entreprises françaises a augmenté rapidement, notamment lors des vagues des privatisations françaises, où cette proportion est passée de 1,5 %, lors de la première vague (1986-1987), à 13,4 % lors de la seconde vague (1991-1993). D'autre part, les sociétés françaises ont commencé à être cotées aux États-Unis à partir des années 90. Par conséquent, la politique de communication est un élément capital de la stratégie des entreprises françaises cotées.

Dans ce chapitre, nous présentons la stratégie de communication au travers des objectifs multiples, du choix des cibles et des vecteurs de communication couramment employés. Nous nous intéressons notamment à la diffusion par Internet en analysant ses avantages par rapport aux médias traditionnels, tel que le rapport annuel imprimé. La communication financière par Internet facilite l'accès à l'information dans le monde entier. Ceci est essentiel pour réduire l'asymétrie d'information entre les actionnaires nationaux et étrangers. Elle renforce également la mondialisation des marchés de capitaux. Grâce à la diffusion par Internet, les sociétés cotées deviennent de plus en plus visibles pour les investisseurs étrangers. De plus, les opérations se font en temps réel et sans délai.

Les différents scandales financiers du début des années 2000, incitent les régulateurs financiers à renforcer la transparence en matière d'information en adaptant la réglementation et en élaborant des recommandations. Dans la suite de ce chapitre, nous

présentons les changements juridiques principaux de ces dernières années, composés de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, des directives européennes, de la loi de Sécurité Financière et de la loi Breton en France.

Le gouvernement des entreprises désignant le système disciplinaire qui encadre la latitude managériale et la structure de propriété, ses facteurs sont importants pour comprendre les déterminants de la performance des entreprises et de la politique de communication (Kelton et Yang, 2008). Nous résumons donc les trois codes de bonne conduite destinés à améliorer la gouvernance et la transparence de l'information des entreprises françaises. Nous portons notre regard notamment sur la composition du conseil, sur la dissociation des fonctions de président et de directeur général, sur la création des comités de surveillance au sein du conseil et sur le choix du régime de gouvernance. L'impact de ces facteurs sur l'offre d'information par Internet est analysé dans la recherche empirique présentée dans le chapitre 2.

Par la suite, les études empiriques existantes sur l'offre d'informations volontaire sont résumées en deux dimensions : celles concernant le contenu de l'information et celles concernant la forme de la communication. Enfin, nous exposons les cadres théoriques mobilisés pour la démarche des études empiriques. Il s'agit respectivement de la théorie de l'agence, de la théorie du signal et de la théorie des perspectives.

La suite du chapitre est organisée de la manière suivante : La section 1 présente les stratégies de communication financière. Dans la section 2, nous étudions les nouvelles réglementations juridiques. La section 3 se concentre sur le gouvernement d'entreprise en France. Dans la section 4, nous résumons les études empiriques sur la communication financière volontaire. Enfin, les cadres théoriques de cette recherche sont présentés dans la section 5.

1. La stratégie de communication financière des entreprises

1.1. Les objectifs de la communication

La communication fait partie intégrante de la stratégie des sociétés cotées. Non seulement elle permet aux entreprises de remplir les obligations réglementaires, mais elle améliore aussi l'image des entreprises, renforce la confiance des actionnaires et accroît le vivier des actionnaires potentiels présents sur les marchés. Les objectifs de la communication sont multiples et dépendent du stade de développement de l'entreprise.

Plusieurs voies de recherche sont explorées dans la littérature, afin d'expliquer les objectifs de la politique de communication choisie par les dirigeants d'une société. De manière synthétique, ces derniers peuvent viser plusieurs objectifs :

- réduire l'asymétrie d'information, diminuer le coût du capital et augmenter la valeur de l'action (Barry et Brown, 1985 ; Botosan, 1997 ; Gajewski, 1999 ; *etc.*) ;
- prévenir les risques potentiels et aligner les prévisions des acteurs sur la valeur intrinsèque de l'entreprise (Linsley *et al.*, 2006 ; Beretta et Bozzolan, 2008 ; Cornett *et al.*, 2007 ; *etc.*) ;
- se mettre en conformité avec la réglementation en termes de publication, particulièrement lorsque l'entreprise est multi-cotée (Cooke, 1991 ; Hossain *et al.*, 1995 ; Hossain *et al.*, 1994 ; *etc.*) ;
- réduire les conflits d'agence entre les actionnaires, les créanciers et les dirigeants. En rendant plus transparente son action (en montrant son autodiscipline), le dirigeant permet aux créanciers et aux actionnaires d'évaluer le respect des contrats qui les lient à la société. Les coûts d'agence en seraient réduits (Jensen et Meckling, 1976 ; Kanagaretnam *et al.*, 2007 ; Kelton et Yang, 2007 ; *etc.*).

1.2. Le choix des cibles de la communication financière

Dans la mesure où la communication financière est devenue un enjeu de taille pour les sociétés cotées, le choix de sa cible devient une question cruciale pour sa réussite. En réalité, les cibles peuvent être très variées. Dans la section suivante, nous les présentons en deux catégories principales : les investisseurs sur les marchés de capitaux et les intermédiaires financiers.

1.2.1. Les investisseurs sur les marchés de capitaux

À quels types d'investisseurs la masse des informations préparées par les sociétés cotées est-elle principalement adressée ? En général, on peut classer les investisseurs des marchés de capitaux en deux grands groupes : les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels. Voyons donc à présent ces différentes cibles.

➤ L'investisseur individuel

La Bourse de Paris compte environ 6,7 millions d'investisseurs individuels en 2006. Malgré leur nombre élevé, ils ont été délaissés par les sociétés cotées pendant des années. Deux justifications principales permettent de comprendre cette attitude. Premièrement, ce ne sont pas des professionnels en mesure d'influencer significativement le marché. Deuxièmement, les moyens de communication peuvent être très coûteux, par exemple, la préparation des rapports annuels, l'organisation de l'assemblée générale *etc.* (Brissy *et al.*, 2008).

La relation avec les investisseurs individuels reste néanmoins un sujet très important pour les sociétés cotées, car ces derniers éprouvent un certain attachement envers les sociétés cotées dans lesquelles ils investissent. Ils constituent le plus souvent un actionariat très stable et plus fidèle que les investisseurs institutionnels, qui peuvent faire des opérations radicales et générer des mouvements importants sur le marché financier, et ce singulièrement, dans des circonstances difficiles.

Marois et Bompoin (2004) suggèrent ainsi que les investisseurs individuels sont plutôt attirés par les aspects financiers d'une société cotée et qu'ils préfèrent les entreprises présentant une progression régulière de leur dividende. À l'inverse, la partie stratégique des entreprises leur importe moins. En parallèle, le développement d'Internet fournit aux sociétés cotées des opportunités pour améliorer la relation avec leurs investisseurs individuels en réduisant les coûts de communication. Désormais, les sociétés cotées peuvent fidéliser leurs actionnaires et attirer de nouveaux investisseurs par des informations plus riches sur leurs sites web.

➤ L'investisseur institutionnel

Les investisseurs institutionnels sont représentés par des organismes qui collectent l'épargne et placent les fonds obtenus sur les marchés. Il s'agit principalement de banques, de compagnies d'assurances ou bien encore de fonds de pension. Les investisseurs institutionnels sont souvent des professionnels qui réalisent des opérations de grande envergure sur les marchés de capitaux. En tenant compte de leur influence et de leur information, nous pouvons traiter les actionnaires institutionnels comme des partenaires ou des associés des sociétés cotées.

Les préoccupations des investisseurs institutionnels sont donc différentes de celles des investisseurs individuels. Les actionnaires institutionnels, particulièrement ceux qui ont un horizon d'investissement à long terme, sont prêts à s'engager dans la gestion de l'entreprise et s'intéressent davantage aux choix stratégiques de l'entreprise. Par conséquent, une société cotée est en mesure d'accroître la liquidité du titre en attirant des investisseurs institutionnels qui disposent de volumes de capitaux importants. Toutefois, cette stratégie consistant à cibler les investisseurs institutionnels risque dans le même temps de provoquer une instabilité, due à certains investisseurs institutionnels qui échangent agressivement sur les marchés financiers.

➤ L'asymétrie d'information entre les investisseurs

Malgré les efforts des législateurs (par exemple, *Fair Disclosure*), il existe une forte asymétrie d'information entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels. En effet, en termes d'information, les dirigeants privilégient les investisseurs institutionnels, en raison de leur influence importante sur les marchés de capitaux, en diversifiant les moyens de communication et en utilisant des moyens plus directs.

Bien que le contenu de l'information reste le même, la communication avec les investisseurs institutionnels diffère de celle qu'entretient la firme avec les investisseurs individuels. Par exemple, les dirigeants organisent des réunions pour communiquer directement avec les investisseurs institutionnels. De plus, les investisseurs institutionnels, contrairement aux investisseurs individuels, bénéficient d'une expérience leur permettant d'analyser plus facilement et plus précisément l'information diffusée par les entreprises. Ces éléments génèrent une différence entre les deux groupes d'investisseurs quant à leur capacité à réagir de manière correcte et pertinente à une annonce d'information financière.

En outre, il y a sur Nyse-Euronext depuis ces dix dernières années, de plus en plus d'investisseurs institutionnels étrangers. En raison de l'étroitesse du marché financier français, les sociétés françaises cotées privilégient les investisseurs institutionnels étrangers (Brissy *et al.*, 2008). En termes de communication financière, les investisseurs institutionnels étrangers, et notamment les grands investisseurs anglo-saxons, sont plus exigeants que les investisseurs institutionnels français car le règlement des pays anglo-saxons en termes de transparence financière est plus strict que celui de la France. Ces

investisseurs anglo-saxons peuvent exiger d'obtenir une information plus riche et même des contacts directs avec les dirigeants, comme ils le font souvent dans leur pays d'origine, afin d'observer l'évolution de l'entreprise et de surveiller la qualité du management.

1.2.2. Les intermédiaires financiers

Au-delà des investisseurs, le marché financier comprend des professionnels, tels que les journalistes financiers, les analystes financiers, constituant une cible non négligeable pour la politique de communication financière des entreprises. Voici une présentation des deux types de professionnels privilégiés dans la communication financière selon le travail de Guimard (2007).

➤ Les journalistes financiers et la presse financière

Les journalistes financiers représentent une cible importante de la communication financière, en raison du rôle qu'ils jouent dans la transmission d'information au public (Guimard, 2007). Selon l'enquête Sofrès Info Finance de 1991, 62 % des investisseurs sur le marché des capitaux consultent, de manière régulière, les journaux économiques et financiers. De plus, les journalistes financiers entretiennent souvent une relation étroite avec les analystes financiers. Ayant conscience de ces relations, l'AMF a même recommandé la présentation des journalistes financiers lors des réunions des analystes financiers, pour renforcer la transparence de l'information. Dans les faits, la presse financière (ou les journalistes financiers) constitue simultanément la cible et le véhicule de la communication financière. Elle représente donc un lien important entre les sociétés cotées et les utilisateurs de l'information financière.

➤ Les analystes financiers

Les analystes financiers sont des spécialistes de la prévision et des recommandations. Ils étudient les comptes des entreprises, analysent leurs stratégies et évaluent leurs méthodes de gestion. Selon les statistiques de la Société Française des Analystes Financiers, la plupart des analystes financiers travaillent dans des sociétés de bourse et des établissements financiers du côté *sell side*. Ils sont chargés d'informer et de conseiller les investisseurs en émettant, entre autres, trois types de recommandations : acheter/renforcer, vendre/alléger, conserver/neutre. Les analystes *buy side* opèrent quant à eux dans des sociétés d'investissement. Ils sont chargés d'évaluer et de sélectionner

des actifs sur lesquels il est intéressant d'investir. Les recommandations des analystes financiers peuvent influencer fortement les opinions des investisseurs sur les marchés financiers. Par conséquent, ces spécialistes font l'objet d'une attention privilégiée de la part des entreprises dans la communication financière.

En dépit de l'importance du choix de la cible de la communication financière, très peu d'entreprises françaises cotées ont clairement défini une politique destinée à bien maîtriser certaines cibles (Brissy *et al.*, 2008). En effet, d'un côté c'est une tâche délicate et compliquée à remplir. Puis d'un autre côté, les sociétés cotées peuvent songer à adopter une stratégie de communication financière s'adressant à de multiples cibles.

1.3. Les vecteurs de la communication financière

Nous trouvons une variété de médias en termes de communication financière. Certains médias traditionnels, comme le rapport annuel, l'assemblée générale et le communiqué de presse, sont utilisés depuis de nombreuses années par les entreprises cotées pour diffuser de l'information. Grâce au développement des TIC (Technologies de l'information et de la communication), de nouveaux médias, comme Internet ou la téléconférence, commencent à prendre leur place dans ce domaine. Voyons donc à présent de manière plus détaillée l'ensemble de ces vecteurs de communication.

1.3.1. Le rapport annuel

Malgré les développements rapides des vecteurs de communication électroniques, le rapport annuel reste un des principaux supports pour la communication financière car il répond à la réglementation. Le Code monétaire et financier exige que les sociétés cotées publient et déposent auprès de l'AMF un rapport annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice. Le rapport annuel est un outil essentiel de la communication financière des sociétés cotées étant donné qu'il est destiné à toute personne désireuse de connaître l'entreprise. De plus, le rapport annuel réunit toutes les informations importantes de l'année écoulée, qu'elles soient financières ou stratégiques, et permet aux actionnaires de mieux comprendre l'évolution de l'entreprise. Ces éléments font du rapport annuel un des vecteurs de communication les plus étudiés dans la recherche sur l'offre d'information financière.

Cependant, le coût de préparation et de distribution du rapport annuel est conséquent pour les sociétés cotées. Selon Marois et Bompont (2004), quelques milliers d'exemplaires du rapport annuel coûtent au moins 100 000 €. Les grandes sociétés cotées en distribuent souvent plus de cent mille exemplaires à leurs actionnaires. Grâce au développement d'Internet, les entreprises cotées peuvent dorénavant mettre leur rapport annuel en ligne, tout en bénéficiant d'une large distribution de l'information à un coût réduit. Une des raisons qui augmente le coût du rapport annuel tient à sa complexité, surtout eu égard à la pression réglementaire qui est devenue de plus en plus exigeante ces dernières années. On peut trouver, très facilement, un rapport annuel dépassant 250 pages parmi les sociétés cotées de l'indice SBF 250. Néanmoins, il ne faut pas perdre de vue que trop d'information tue l'information. Un rapport annuel, très épais et très lourd, peut être difficile à utiliser et à comprendre, même pour les professionnels de la finance. En réalité, ces derniers ne s'intéressent pas beaucoup au rapport annuel car ils ne peuvent pas avoir d'informations en temps réel par cet intermédiaire.

1.3.2. L'assemblée générale

L'assemblée générale ne répond pas simplement à une obligation légale de communication. Elle est aussi perçue par les entreprises cotées comme une opportunité d'évaluer leur stratégie de communication et de faire un point sur le déroulement de leurs activités passées et sur les perspectives à venir. L'assemblée générale donne aux dirigeants, y compris le président, l'opportunité d'écouter et de mieux comprendre les attentes de leurs actionnaires. C'est un moment essentiel pour les dirigeants et les actionnaires qui échangent leurs opinions sur le management de l'entreprise. Cependant, il n'est pas facile pour les sociétés cotées de mobiliser leurs actionnaires individuels à cette réunion importante. Cela peut être expliqué par les obstacles matériels que les actionnaires individuels peuvent rencontrer : horaire, lieux et démarches à faire pour participer. Une fois de plus, Internet fournit une solution à ces problèmes liés à un faible taux de participation. Les vidéos en ligne et le vote électronique permettront à un maximum d'actionnaires de suivre l'assemblée générale.

1.3.3. Les communiqués de presse

En France, les émetteurs faisant appel public à l'épargne, doivent publier un communiqué de presse dès qu'une information peut avoir une incidence sur le cours de

bourse.² Le communiqué de presse joue donc un rôle non négligeable dans la diffusion de l'information aux actionnaires et dans l'influence qu'il exerce sur les décisions d'investissement. C'est un outil de communication dans lequel les conseils sont le plus impliqués. Selon Brissy *et al.* (2008), 94 % des conseils revoient les communiqués de résultats avant leur publication.

Le Règlement de l'AMF n° 98-07 oblige les émetteurs à s'assurer de la diffusion effective et intégrale du communiqué réglementaire. D'ailleurs, l'AMF surveille rigoureusement le contenu de l'annonce financière publiée dans les journaux français ou internationaux. Les sociétés cotées qui faussent le fonctionnement normal du marché financier et orientent mal les investisseurs en publiant des informations frauduleuses, sont sanctionnées.

En parallèle, les communiqués de presse doivent être transmis systématiquement à l'AMF, pour sa banque de communiqués, puis à une banque de communiqués financiers telle que « *PR Line* » ou « *Company News* » afin d'étendre la diffusion. En outre, une société doit respecter les délais précisés par le BALO (Bulletin des Annonces Légales et Officielles) en ce qui concerne :

- le chiffre d'affaires trimestriel (social et consolidé) avec une répartition par branche d'activité : 45 jours après la fin du trimestre,
- les comptes de résultats semestriels et annuels (sociaux et consolidés) : 4 mois après la clôture semestrielle,
- le bilan annuel (social et consolidé) et les annexes : 4 mois après la clôture annuelle,
- les rapports des commissaires aux comptes : 45 jours après l'assemblée,
- la convention de l'assemblée générale et les projets de résolutions : 15 jours avant l'assemblée.

Dans les faits, la question de l'heure d'émission d'un communiqué de presse fait souvent l'objet de débats. Selon le travail de Marois et Bompoin (2004), il est préférable de diffuser une annonce en dehors des heures de bourse (le matin avant l'ouverture ou le soir après la clôture de la bourse). Cela peut éviter d'entraîner un

² Le règlement de l'AMF 90-02.

décalage des cours à la suite d'une réaction trop forte du marché. De plus, cela laisse aux professionnels (analystes financiers et journalistes financiers) le temps de faire une analyse rapide et de fournir leurs avis aux investisseurs individuels (Gajewski, 1999).

Dans le chapitre 4, nos recherches abordent le communiqué de presse par l'étude du style de rédaction des annonces financières trimestrielles. L'intérêt de cette étude est d'analyser le lien entre le degré d'optimisme d'une annonce et la performance future des entreprises. Dans ce même chapitre, nous analysons également la réaction du marché financier en fonction du style de rédaction des communiqués de presse.

1.3.4. La publication par voie électronique

À l'heure actuelle, Internet est devenu l'outil de base de la communication financière pour la majorité des sociétés cotées, appartenant à l'indice SBF 250. Dans cette section, nous présentons dans un premier temps, l'offre d'information par voie électronique à travers ses avantages et ses inconvénients. Ensuite, nous étudions les différentes stratégies adoptées par les sociétés cotées en termes de télécommunication. Enfin, nous étudions le rôle de la diffusion d'information par Internet, dans l'univers de la communication financière. Pour conclure, les réponses des législateurs envers ce nouveau média de communication sont présentées.

- Les avantages et les inconvénients de l'utilisation d'Internet comme vecteur de communication

Les avantages de la communication financière par Internet peuvent être résumés par les mots clés suivants : sa gratuité d'utilisation, sa rapidité de transformation, sa diversification pour présenter les informations et son coût relativement faible pour la gestion. On dispose ainsi d'une masse d'informations très riches sur Internet : un grand nombre de données dans la rubrique financière, des vidéos de l'assemblée générale, divers rapports sous version électronique à télécharger gratuitement, les derniers communiqués de presse, des téléconférences en ligne, des avis d'analystes financiers sur la société *etc.* Internet regroupe facilement des informations communiquées par différents médias, comme le rapport annuel ou un communiqué de presse. C'est un avantage remarquable en comparaison à d'autres moyens de communication. On peut dire que le site web centralise toute l'information concernant les entreprises.

Grâce à la transformation rapide de l'information, les investisseurs peuvent trouver de l'information en temps réel, consulter les derniers communiqués de presse sur le site. Cela leur permet de communiquer dans le monde entier à n'importe quel moment, et donc de prendre ou de modifier leurs projets d'investissement. De plus, les actionnaires sont en mesure de pouvoir interroger les sociétés dont ils possèdent des titres et de donner leur avis sur la gouvernance. Par ailleurs, la communication par voie électronique est particulièrement utile aux actionnaires étrangers, qui ont plus de difficultés à collecter des informations.

Le développement des TIC bénéficie non seulement aux utilisateurs d'information, mais également aux émetteurs d'information. La production et la distribution d'information par voie imprimée étant très coûteuse, Internet fournit aux sociétés cotées à un coût relativement plus faible, un moyen de substitution pour remplir leurs obligations de communication et améliorer leurs relations avec les investisseurs.

Néanmoins, nous ne devons pas négliger le risque induit par la télécommunication. Comme le rapport annuel de la COB (Commission des Opérations de Bourse) de 2001 l'indique, Internet peut favoriser la diffusion d'informations financières inexactes. Les rumeurs courent plus facilement et singulièrement plus vite en ligne. Pour améliorer la fidélité de l'information sur Internet, une surveillance renforcée, un règlement spécifiquement dédié, un contrôle effectif sont attendus, non seulement par les investisseurs sur les marchés, mais aussi par les entreprises cotées.

➤ La part de l'offre d'information par Internet dans la communication financière

Quel est le rôle joué par Internet en termes de communication financière ? Est-il possible que la communication par Internet remplace certains canaux traditionnels de la diffusion d'information (par exemple, le rapport annuel imprimé) ? Actuellement, nous n'avons pas de réponse définitive à ces questions. En raison des règlements législatifs et des habitudes de certains investisseurs, les sociétés cotées ne peuvent pas, pour l'instant, supprimer les rapports financiers papier ou organiser toutes les réunions traditionnelles (comme l'assemblée générale) sous forme de téléconférences. Même si l'information diffusée par voie électronique est très riche, Internet n'est pas en mesure de remplacer le contact direct entre les investisseurs et les sociétés cotées.

L'une des contributions principales d'Internet, en matière de communication, est qu'il permet aux divers moyens traditionnels de surmonter leurs limites vis à vis de la

diffusion d'information. Par exemple, le rapport annuel est archivé en ligne. D'une part, les sociétés cotées peuvent réduire le coût de préparation et de distribution du rapport, d'autre part, les investisseurs sont en mesure de télécharger gratuitement les rapports à n'importe quel moment et depuis n'importe quel endroit. Internet rend la diffusion d'information du rapport annuel moins coûteuse, et plus facile d'accès. Les sociétés cotées peuvent aussi organiser l'assemblée générale sous forme de visioconférence ou de téléconférence. Ces possibilités permettent simultanément aux sociétés d'augmenter le taux de participation et de réduire le coût de participation pour les actionnaires. Au vu de ces éléments, nous pouvons donc dire qu'Internet joue plutôt un rôle complémentaire aux vecteurs traditionnels de diffusion d'information.

Par ailleurs et plus spécifiquement, quel est le rôle du site web des entreprises en matière de télécommunication ? Selon la recherche de Marois et Bompont (2004), les internautes privilégient les sites financiers grand public par rapport aux sites des entreprises. Cela peut être dû au fait qu'il est plus facile d'obtenir et de comparer les informations concernant différentes sociétés cotées à partir du site financier grand public. Les investisseurs ont besoin d'une vision globale du marché financier. De plus, ils veulent comprendre la place de la société cotée, dont ils possèdent des titres, dans son secteur et aussi sur le marché. Les sites web des entreprises deviennent par conséquent une source complémentaire d'informations pour les internautes. Ce phénomène demande aux entreprises cotées de fournir des informations plus riches afin de renforcer la fidélité de leurs actionnaires et d'attirer de nouveaux investisseurs dans un marché de plus en plus concurrentiel.

➤ Trois stratégies adoptées par les sociétés cotées françaises

En pratique, nous observons trois stratégies différentes pratiquées par les sociétés françaises cotées, pour la communication financière par voie électronique.

1^{ère} stratégie : Site web sous forme de rapport annuel démembré. Certaines sociétés cotées de notre échantillon diffusent l'information sur leurs sites, uniquement pour remplir leurs obligations réglementaires. Leurs sites web ressemblent fortement au rapport annuel démembré. Le contenu du rapport annuel est présenté sans la moindre modification, par chapitre, mais sous forme de « rubrique ». On peut considérer que c'est un site web sous forme de rapport annuel, version électronique.

2^{ème} stratégie : la Communication dynamique concerne les sociétés cotées utilisant la diffusion par Internet d'une manière beaucoup plus active que celles adoptant la première stratégie. On trouve sur leurs sites, non seulement une diffusion réglementaire, mais aussi une masse d'informations concernant l'entreprise, les produits et services qu'elles fournissent, voire les activités non commerciales qu'elles gèrent. Cette alternative aide les investisseurs à comprendre la stratégie et l'évolution d'une société tout en établissant un lien plus étroit avec celle-ci. Toutefois, cette stratégie reste encore une communication unidirectionnelle. Autrement dit, la relation est commandée par l'entreprise dans le sens où c'est elle qui choisit ce qu'elle souhaite communiquer et que l'échange entre les sociétés et les investisseurs du marché est peu fréquent.

3^{ème} stratégie : Communication adaptée aux cibles. Pour les sociétés cotées françaises adoptant cette stratégie, il s'agit d'une stratégie de communication très dynamique avec les internautes. Comme les entreprises adoptant la deuxième stratégie, les sociétés cotées diffusent, non seulement des informations très riches sur leur site, mais elles gèrent aussi la communication en fonction des différents groupes d'utilisateurs : les investisseurs individuels ou institutionnels, la presse ou les analystes financiers *etc.* En identifiant les différents utilisateurs, les émetteurs sont en mesure de fournir un service plus personnalisé. Cette différence peut instaurer un échange actif entre les sociétés cotées et les investisseurs.

➤ Les réponses du législateur : le nouveau règlement de l'AMF

En raison des nombreux avantages de la diffusion par Internet, tel que la récence de l'information, la simplicité et la souplesse d'utilisation, la gratuité du média et son faible coût, l'AMF se montre très favorable à l'utilisation d'Internet pour la communication financière. Dans cette perspective, elle a transposé la Directive européenne sur la transparence financière, en modifiant le règlement général relatif aux obligations d'information financière, qui est rentré en vigueur en janvier 2007.

« *Pour les sociétés cotées sur l'Eurolist, la diffusion effective et intégrale doit être réalisée par voie électronique, en respectant les critères définis par le règlement général, qui impose une diffusion auprès d'un large public au sein de l'Union européenne et selon des modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information* ». De plus, pour l'archivage de l'information réglementée, « *Toute société*

faisant appel public à l'épargne met en ligne sur son site Internet l'information réglementée, dès sa diffusion. L'information réglementée est conservée pendant au moins cinq ans à compter de sa date de diffusion ».

Ce changement législatif a pour objet de renforcer la transparence financière et de réglementer les pratiques d'offre d'information par Internet. En adoptant cette nouvelle disposition, la diffusion par voie électronique doit permettre d'atteindre le plus large public possible et ce dans un délai le plus court possible quel que soit le pays. Internet assure aussi la sécurité lors de la transmission de l'information réglementée et peut par conséquent, minimiser le risque de corruption des données et des informations. De plus, en identifiant clairement l'émetteur de l'information ainsi que la date de publication et de transmission, la fidélité de l'information en ligne doit s'en trouver améliorée. Autrement dit, les pratiques consistant à manipuler et à transmettre des informations inexacts doivent être limitées.

Cependant, il est nécessaire de rappeler que la diffusion d'informations par Internet ne remplace pas les vecteurs traditionnels de communication financière. Les entreprises cotées doivent en outre effectuer une diffusion d'informations financières par voie de presse écrite. D'ailleurs, même en matière de communication électronique, des progrès législatifs concernant la télécommunication restent encore à faire, comme la possibilité pour les actionnaires de participer aux assemblées générales par connexion Internet, ou la possibilité de voter par voie électronique *etc.*

2. L'accroissement des contraintes réglementaires de communication

À la suite des différents scandales financiers révélés dans différents pays au début des années 2000, tels qu'Enron et Worldcom aux Etats-Unis, ou Parmalat et Ahold en Europe, les milieux professionnel et académique ont pris conscience qu'une meilleure gouvernance était nécessaire, mais pas suffisante, pour améliorer la transparence financière et la protection des investisseurs. Par conséquent, l'environnement juridique concernant la publication d'information s'est considérablement développé au cours des dernières années partout dans le monde. Nous présentons dans la partie suivante les changements législatifs d'envergure ayant eu lieu en France et à l'étranger.

2.1. La Loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis

Adoptée en juillet 2002 par le Congrès américain, la Loi Sarbanes-Oxley (ce nom peut être abrégé en SOX, Sarbox ou SOA) impose de nouvelles règles en matière de comptabilité et de transparence financière. Cette loi a pour but de restaurer la confiance des investisseurs et de renforcer la gouvernance d'entreprise, largement écornée par les nombreux scandales financiers en 2001 et 2002. Notons certains points importants de cette loi :

- l'obligation pour les présidents et les directeurs financiers de certifier personnellement les rapports financiers,
- l'obligation d'introduire des administrateurs indépendants au sein du comité d'audit,
- l'encadrement des avantages particuliers des dirigeants (perte de l'intéressement en cas de diffusion d'informations inexacts et interdiction de tout mandat social pour les dirigeants soupçonnés de fraude),
- le renforcement du contrôle interne lié au processus de publication financière et d'alerte.

2.2. Les directives européennes et les lois françaises

L'Union Européenne a lancé de nombreuses directives et règlements sur la publication d'information afin de poser un référentiel commun.

- la directive « Abus de marché » du 28 janvier 2003 définit la « manipulation des cours », la « fausse information » et l'« information privilégiée » ;
- la directive « Prospectus » du 4 novembre 2003 exige que les prévisions de résultats ou de bénéfices soient accompagnées des principales hypothèses sous-jacentes et des noms des contrôleurs légaux ;
- la directive « MIF »³ du 21 avril 2004 souligne la nécessité de la compréhension de l'information par les investisseurs non-professionnels afin d'éviter d'abreuer « un public non averti de jargon et autres termes techniques peu compréhensibles ou ambigus » ;

³ Marchés d'Instruments Financiers

- la directive « Transparence » du 15 décembre 2004 harmonise les obligations d'information périodique des entreprises cotées sur un marché réglementé et définit les modalités de gestion de l'information (dépôt, contrôle et archivage de l'information).

Les législateurs français ont transposé les directives ci-dessus en droit français dans l'objectif d'assurer la fiabilité de l'information comptable et financière ainsi que la pérennité des gouvernances des entreprises. Cela concerne la Loi LSF et la loi « Breton » :

2.2.1. La Loi de Sécurité Financière (LSF)

Le Parlement français a promulgué la LSF, aussi appelée Loi Mer du nom du Ministre des Finances en poste, Monsieur Francis Mer, le 17 juillet 2003. Cette nouvelle loi est applicable à toutes les sociétés anonymes ainsi qu'aux sociétés faisant appel public à l'épargne. Elle a pour objectif de renforcer les dispositions légales en matière de gouvernement d'entreprise et de transparence.

La LSF est composée de 88 articles, regroupés en trois chapitres principaux. Le premier chapitre est consacré à la modernisation des autorités de contrôle. Afin de simplifier et de clarifier l'organisation des marchés financiers, il donne naissance à l'AMF, en fusionnant la Commission des Opérations de Bourse (COB), le Conseil des Marchés Financiers (CMF) et le Conseil de Discipline de la Gestion Financière (CDGF). Le deuxième chapitre concerne l'autorité de régulation des entreprises d'assurance, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Le troisième chapitre se focalise quant à lui sur le contrôle légal des comptes et sur la transparence de l'information. Dans celui-ci, les articles imposent au président du conseil de rendre compte à l'assemblée générale des mesures relatives à l'organisation des travaux et aux procédures de contrôle interne.

Cette loi a pour objet de renforcer la confiance et d'assurer le bon fonctionnement du marché des capitaux. Elle souligne les règles du jeu pour les sociétés : renforcement des pouvoirs des actionnaires grâce à une transparence améliorée, meilleur encadrement des commissaires aux comptes pour réduire les conflits d'intérêts et clarification des règles comptables.

2.2.2. La loi Breton

La loi de confiance et de modernisation de l'économie (n° 2005-842), dite « Loi Breton », a été publiée le 26 juillet 2005. Cette loi a pour ambition « *de lever un certain nombre de blocages en modernisant les règles de fonctionnement des entreprises, facilitant leur accès aux financements bancaires et aux marchés financiers, renforçant la confiance des investisseurs et des ménages, notamment grâce à une plus grande diffusion des mécanismes d'intéressement des salariés aux résultats de l'entreprise* »⁴.

Un point important de la loi Breton sur la gouvernance d'Entreprise, est de permettre l'utilisation des moyens modernes de télétransmission, pour le fonctionnement du conseil. Désormais, les réunions du conseil, sous la forme de visioconférence ou de conférence téléphonique, sont soumises au même dispositif. De plus, la loi Breton élargit le champ de compétence de l'AMF en termes d'injonctions et de sanctions.

3. L'évolution du gouvernement d'entreprise en France

3.1. La gouvernance des entreprises

Depuis près d'un demi-siècle, le gouvernement d'entreprise a donné lieu à de nombreuses publications et recherches académiques ainsi qu'à de nombreux rapports orientés dans une perspective financière (Charreaux et Schatt, 2006). Le thème « gouvernance des entreprises » est tiré de l'expression anglaise « *corporate governance* ». La découverte de scandales comptables dans certaines entreprises au cours de ces dernières années, focalisé sur ce thème de nouvelles attentions.

Le domaine du gouvernement d'entreprise est large. Selon les travaux de Charreaux (1997), « *le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* ». Cette définition s'est traduite par diverses initiatives qui ont mené au développement d'un nombre significatif de codes de bonne conduite (Wirtz, 2005).

Le consensus sur la nécessité d'établir des recommandations en matière de gouvernement d'entreprise a donné naissance en 1992 au Royaume-Uni au rapport

⁴ JO n° 176 du 27 juillet 2005

Cadbury, intitulé « *The Financial Aspects of Corporate Governance* ». À la suite de celui-ci, de nombreux codes de bonne conduite ont été développés dans différents pays. D'après la recherche de Wirtz (2005), un total de 121 « meilleures pratiques » de gouvernance ont été recensées jusqu'à la fin mars de l'année 2004, au niveau mondial.

L'idée partagée par les promoteurs des « meilleures pratiques » de gouvernance est la nécessité d'un traitement équitable de l'ensemble des actionnaires (Weil *et al.*, 2002). Dans la poursuite de cet objectif, la recherche de Wirtz (2005) indique plusieurs mécanismes possibles : améliorer la transparence de l'information auprès de tous les actionnaires, réduire les barrières à la participation aux assemblées générales, éviter les déséquilibres entre la structure du capital et la structure des droits de vote *etc.*

Au quotidien, l'objet principal des ces « meilleures pratiques » de gouvernance consiste à réduire les conflits d'intérêts ainsi qu'à renforcer la surveillance et la conformité du comportement des dirigeants. Par conséquent, ces codes de bonne conduite reprennent des dispositions portant notamment sur le fonctionnement effectif des conseils, sur la création des comités spécialisés, sur l'indépendance des administrateurs, sur la dissociation des fonctions de président et de directeur général, sur les mécanismes de rémunération, *etc.*

3.2. Les codes importants de gouvernance en France

En France, Les rapports Viénot I et II (1995 et 1999) et le Rapport Bouton (2002) forment la base des principes sur le gouvernement d'entreprise. Nous présentons dans cette section les nombreuses recommandations, issues de ces trois rapports, destinées à améliorer la gouvernance. Il faut rappeler que ces rapports représentent en quelque sorte un « code de bonne conduite » mais en aucun cas un texte juridiquement contraignant.

3.2.1. Le rapport Viénot I

À l'initiative de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), le Rapport Viénot I (juillet 1995) examine les principaux problèmes relatifs au gouvernement d'entreprise en France. Ce rapport insiste sur l'information des actionnaires, la composition du conseil d'administration, les droits et obligations du conseil, la création d'un comité spécifique. En s'interrogeant sur les principes de bon fonctionnement et de transparence, ce rapport

fournit aux sociétés cotées françaises des recommandations pour l'amélioration de leur gestion et de leur image auprès du public et des investisseurs sur les marchés financiers.

➤ Les comités spécifiques

Le Rapport Viénot I encourage vivement les sociétés cotées à créer, au sein du conseil d'administration, des comités spécifiques. Le comité de sélection, le comité des rémunérations et le comité des comptes sont notamment recommandés par ce rapport. Il suggère également, que les sociétés cotées devraient informer leurs actionnaires sur la mise en place de ces comités, ainsi que sur le nombre de réunions qui sont tenues au cours de l'année. De plus, pour les sociétés cotées dotées d'un comité spécifique, la participation d'administrateurs indépendants au sein de ces comités doit être privilégiée.

➤ La composition du conseil d'administration

Chaque conseil d'administration a l'obligation, selon le Rapport Viénot I, d'examiner périodiquement sa composition. Le Rapport considère les administrateurs indépendants comme les garants de l'objectivité des délibérations du conseil. Il recommande à chaque conseil d'administration la présence d'au moins deux administrateurs indépendants. Bien entendu, une société cotée doit optimiser la composition de son conseil d'administration au regard de ses propres caractéristiques.

➤ Les représentants d'intérêts spécifiques

Le Rapport Viénot I ne favorise pas les représentants ayant des intérêts spécifiques (par exemple, le représentant des actionnaires minoritaires) au sein du conseil d'administration, étant donné que le conseil d'administration est supposé représenter collectivement l'ensemble des actionnaires. De plus, la multiplication des représentants spécifiques risque d'intensifier les conflits d'intérêts. En comparaison avec la représentation spécifique au sein d'un conseil d'administration, l'existence de plusieurs administrateurs indépendants est une meilleure formule pour protéger les intérêts des minoritaires.

➤ Les participations croisées

Le Rapport Viénot I estime que « *la faiblesse relative du capitalisme français est à l'origine d'une multiplication des participations croisées* ». Ces dernières exacerbent le problème de réciprocité des administrateurs. Pour cette raison, le Rapport Viénot I insiste sur le fait que le conseil doit surveiller attentivement le nombre de mandats

réciproques. De manière générale, il est recommandé de réduire les échanges de postes d'administrateurs entre sociétés cotées et d'interdire aux administrateurs d'exercer plus de cinq mandats.

➤ La transparence de l'information

Par ailleurs, le Rapport Viénot I estime que le président du conseil doit fournir toutes les informations nécessaires aux administrateurs afin que ces derniers puissent remplir correctement leurs fonctions. Symétriquement, les administrateurs doivent être en mesure d'exiger toutes les informations qu'ils jugent indispensables pour remplir leurs mandats. De plus, ce rapport encourage le conseil à rendre public son avis concernant les titres de la société, même si ce n'est pas exigé par la réglementation.

➤ La souplesse des règlements législatifs français

Le Rapport Viénot I estime qu'il n'est pas nécessaire d'imposer systématiquement des modes d'organisation, plus formalisés et standardisés, à toutes les sociétés cotées françaises. La souplesse de la réglementation française permet aux sociétés cotées de choisir leurs propres modes d'organisation en fonction des circonstances particulières qu'elles traversent.

3.2.2. *Le rapport Viénot II*

Le deuxième Rapport Viénot a été publié en 1999 afin de compléter les recommandations formulées en 1995 et d'examiner l'évolution des pratiques françaises de gouvernement d'entreprise. Voici les principales recommandations qui en sont ressorties :

➤ La dissociation des fonctions de président et de directeur général

La loi française permet à toutes les sociétés de choisir entre la formule moniste (conseil d'administration) et le régime dualiste (conseil de surveillance et directoire). Il est intéressant de remarquer le caractère singulier de la France vis à vis des pays comparables. Dans les sociétés à conseil d'administration, un choix supplémentaire doit être opéré. Il s'agit du choix entre le cumul ou la séparation des fonctions de président et de directeur général.

Le Rapport Viénot II recommande de laisser aux entreprises cotées un choix ouvert entre les deux régimes, sans privilégier l'un ou l'autre : chaque société doit s'interroger

sur l'intérêt de séparer ou de cumuler les fonctions au regard de ses caractéristiques propres et prendre une décision au regard de ces spécificités. De plus, le Rapport précise que « *l'introduction en droit français d'une grande flexibilité dans la formule unitaire à conseil d'administration est particulièrement souhaitable* ». Cette opinion est confirmée par la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques) du 15 mai 2001.

➤ La divulgation des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées

Le Rapport Viénot II estime qu'il n'est pas opportun d'exiger la divulgation des rémunérations individuelles des dirigeants. En revanche, les sociétés cotées doivent fournir des informations détaillées aux actionnaires concernant la politique de détermination des rémunérations et le coût global de la direction générale pour le groupe. Il est recommandé d'ajouter un chapitre spécifique dans le rapport annuel pour la diffusion de ces informations.

➤ La publication des plans d'options de souscription ou d'achat d'actions des sociétés cotées

Pour les sociétés cotées ayant attribué des options, elles doivent créer un chapitre spécifique, dans leurs rapports annuels, afin d'expliquer leur politique d'attribution des options, à l'ensemble des bénéficiaires ainsi qu'aux membres de l'équipe de direction générale.

➤ Le mandat des administrateurs

Concernant la durée du mandat des administrateurs, une durée maximum de quatre ans est recommandée par ce rapport. De plus, le curriculum vitae de chaque administrateur ainsi que le nombre d'actions de la société détenues personnellement par ceux-ci, doivent figurer dans le rapport annuel et dans l'avis de convocation adressé aux actionnaires.

➤ L'administrateur indépendant

Le Rapport Viénot II souligne la différence entre l'administrateur non-exécutif et l'administrateur indépendant. Un administrateur non-exécutif peut n'exercer aucune fonction de direction dans la société ou dans son groupe, mais avoir un intérêt particulier avec ceux-ci (actionnaire significatif, salarié, autre). En revanche, la définition d'un administrateur indépendant est beaucoup plus stricte : « *un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient*

aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ». De plus, le Rapport Viénot II donne quelques recommandations concernant la proportion des administrateurs indépendants au sein du conseil et des comités. Pour le conseil d'administration, le comité des comptes et le comité des nominations, le nombre d'administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. Quant au comité des rémunérations et des options, la majorité des membres doit être indépendante. D'ailleurs, ces administrateurs indépendants doivent être individuellement identifiés dans le rapport annuel.

➤ Le délai de publication des comptes

Le Rapport Viénot II propose un calendrier pour le délai de publication des comptes :

- les comptes annuels consolidés provisoires : au plus tard un mois après la clôture de l'exercice. Lorsque les entreprises ne sont pas en état d'établir les comptes définitifs, dans les deux mois suivant la clôture de l'exercice.
- les comptes définitifs : au plus tard trois mois après la clôture de l'exercice.
- les comptes semestriels consolidés définitifs : au plus tard deux mois et demi après la fin du premier semestre lorsque les entreprises ne sont pas en état de publier plus tôt des comptes provisoires.

➤ La mise en œuvre des préconisations du Rapport Viénot I

Le Rapport Viénot II a également examiné la mise en œuvre des recommandations du Rapport Viénot I. Il indique que les grandes sociétés cotées sont plus motivées que les petites dans l'application des préconisations qui en émanent.

3.2.3. Le rapport Bouton

En 2002, Bertrand Collomb, président de l'AFEP-AGREF et Ernest-Antoine Seillière, alors président du MEDEF, ont jugé qu'il était nécessaire de réfléchir à nouveau sur « *un certain nombre de principes relatifs au gouvernement d'entreprise, l'information, la communication financière ainsi qu'à la pertinence des règles comptables* ». Dans cet esprit, un comité a été créé, sous la direction de Daniel Bouton, ancien PDG de la Société Générale, pour réaliser un code de bonne conduite de gouvernance. Ces travaux collectifs ont été regroupés dans un document, souvent appelé « Rapport Bouton » ou « Rapport MEDEF », publié en septembre 2002 sous le titre « Pour un meilleur

gouvernement d'entreprises cotées ».

Dans les faits, le rapport Bouton a été commandé au premier semestre 2002, dans un contexte très particulier où les Bourses étaient entrées dans une période de forte baisse. De plus, les scandales d'Enron et de Worldcom aux Etats-Unis, les surendettements massifs des entreprises françaises (Vivendi Universal et France Telecom) ont entraîné une perte de confiance du marché vis-à-vis des publications des entreprises. Le rapport Bouton a notamment eu pour objectif d'améliorer le fonctionnement des organes de direction des entreprises et de reconstruire la confiance des investisseurs du marché des capitaux. Ce rapport a confirmé la mise en œuvre rapide, dans la plupart des grandes entreprises françaises, des recommandations des rapports Viénot. Il réaffirme et développe les recommandations qui ont fait suite aux rapports Viénot autour des points suivants :

La définition des administrateurs indépendants

Le rapport Bouton confirme la valeur de cette définition donnée par le rapport Viénot II en précisant un élément : l'absence de relations avec la société ou son groupe, doit aussi s'appliquer aux relations avec la direction de la société ou du groupe. Selon le rapport Bouton : *« un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement »*. Cette thèse adopte cette définition pour étudier l'indépendance du conseil. Ainsi, nous avons observé un engagement général de cette définition dans les rapports annuels des sociétés cotées de l'indice SBF 250.

Les comités de surveillance au sein du conseil

L'importance et les missions du comité d'audit sont confirmées par le rapport Bouton. Il juge cependant que la pratique reste en deçà du fonctionnement souhaitable. Il insiste donc pour que les comités des comptes exercent pleinement leurs missions. Trois recommandations complémentaires ont été proposées pour renforcer la fonction du comité de rémunération :

« - un règlement précisant ses attributions et ses modalités de fonctionnement devrait être établi par le comité des rémunérations et approuvé par le conseil,

- *la transmission de ses comptes rendus d'activité au conseil d'administration devrait permettre au conseil d'être pleinement informé,*
- *le rapport annuel devrait comporter un exposé sur l'activité du comité des rémunérations au cours de l'exercice. »*

Quant au comité de nomination, le rapport Bouton insiste notamment sur l'importance de sa mission à propos du plan sur la succession des mandataires sociaux et aussi sur la sélection des nouveaux administrateurs.

L'information financière

Selon, le rapport Bouton, chaque entreprise doit disposer de procédures fiables d'identification et d'évaluation de ses engagements et de ses risques, dans le but d'assurer aux actionnaires une information pertinente. Les recommandations portent sur l'intérêt :

- « - *d'indiquer dans le rapport annuel les procédures internes mises en œuvre pour l'identification et le contrôle des engagements hors bilan, ainsi que pour l'évaluation des risques significatifs de l'entreprise,*
- *de développer et clarifier l'information des actionnaires et investisseurs sur les éléments hors bilan et les risques significatifs. »*

Les recommandations issues des « meilleures pratiques » de gouvernance décrivent un « idéal » à atteindre. Même si l'application de ces codes de bonne conduite est volontaire, les sociétés cotées sont soumises à des pressions diverses pour se mettre en conformité avec celles-ci. Weil *et al.* (2002) effectuent une analyse thématique détaillée et fournissent un tableau comparatif pour l'ensemble des codes de bonne conduite européens. En dépit des traditions nationales initialement variées sur ce sujet, les résultats attestent la présence d'une convergence étonnante des recommandations issues des différents pays. Comme Wirtz (2005) l'indique dans son article, « quels sont les arguments scientifiques qui appuient la croyance et la qualité supérieure de ces codes de bonne conduite ? »

3.3. La réponse juridique face aux développements de la gouvernance

Adoptée par le parlement français (publiée au Journal Officiel) le 15 mai 2001, la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques, dite loi « NRE » ou loi du 15 mai 2001, a pour objectif de rattraper le mouvement de gouvernance, de la mondialisation et de renforcer la transparence de l'information. Les principes de cette loi sont résumés dans les points suivants.

➤ Le pouvoir du conseil

La loi NRE redéfinit le rôle du conseil d'administration en lui donnant l'objectif de « *déterminer les orientations de l'activité de la société et de veiller à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limites de l'objet social, il se saisit de toute question intéressante liée à la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent* ». ⁵

➤ Le président et le directeur général

La loi NRE redéfinit les fonctions du président et du directeur général. Le rôle de président est limité par l'article L 225-51 du code de commerce : « *le président du conseil d'administration représente le conseil d'administration. Il organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.* ». Depuis l'adoption de la loi NRE, le président du conseil d'administration ne peut plus représenter la société dans ses rapports avec les tiers. C'est le directeur général qui est investi des pouvoirs les plus étendus, pour agir en toutes circonstances au nom de la société et qui peut représenter la société dans ses rapports avec les tiers ⁶. Cependant, cette dissociation des fonctions de président et de directeur général n'est pas obligatoire pour les sociétés françaises cotées. Les entreprises peuvent effectuer un choix entre ces deux modes de direction en adaptant leurs propres statuts.

➤ Le cumul de mandats

Comme le recommande le Rapport Viénot II, la loi NRE limite le cumul de mandats des administrateurs à cinq afin de diminuer les situations de participations croisées

⁵ Code du commerce - Article L 225-35.

⁶ Code du commerce - Article L 225-56, modifié par la loi NRE

traditionnellement observées en France, et ce notamment à la suite des privatisations des années 1990.

➤ La responsabilité sociale des sociétés cotées

Afin d'améliorer la transparence de l'information, cette loi demande aux sociétés françaises cotées, de présenter des éléments sociaux, sociétaux et environnementaux dans leur rapport annuel.

Après avoir exposé dans cette section les principales recommandations provenant des trois « codes de bonne conduite » et de la loi NRE sur la gouvernance de l'entreprise en France. Nous dressons dans la partie suivante la synthèse des recherches empiriques portant sur l'offre d'information volontaire, en introduisant les théories relatives au gouvernement d'entreprise.

4. La synthèse des recherches empiriques sur l'offre d'information

Cette section a pour objectif de faire une synthèse de la recherche empirique sur l'offre d'information, en essayant de dissocier ce qui relève, d'une part de la forme et d'autre part du contenu. Auparavant, nous devons circonscrire le terrain de recherche recouvert par la notion « offre d'information volontaire ».

4.1. L'information volontaire : une notion à préciser

Étant donné les nombreuses recherches existantes sur ce thème, le concept d'information volontaire reste très implicite. Beaucoup de ces études ne définissent pas explicitement ce concept, ou le font de manière très incomplète. En principe, l'information volontaire est à l'opposé de l'information obligatoire. Comme Pourtier (2004) l'indique, si la liste des informations obligatoires est bien définie et délimitée, celle des informations volontaires est infinie. De plus, la frontière entre les deux peut être floue et évoluer au fil du temps.

Plusieurs critères coexistent pour distinguer l'information volontaire de l'information obligatoire, bien que cette dernière exigible par certains destinataires (par exemple l'administration fiscale) puisse être volontaire auprès d'autres destinataires (le grand public). Dans ce sens, l'information est volontaire lorsque la cible de diffusion n'est pas un destinataire obligatoire.

Les normes comptables et financières constituent un autre critère important pour distinguer les données volontaires de celles qui sont obligatoires. Les informations qui ne sont pas requises par une norme peuvent être caractérisées comme volontaires. C'est un critère courant dans les recherches existantes. Par exemple, Frost et Kinney (1996) étudient la stratégie de communication des sociétés étrangères soumises aux exigences des marchés américains. Dans leur recherche, l'information volontaire est définie au regard des règlements de la SEC (*Securities and Exchange Commission*). La recherche de Raffournier (1995) se place en amont de l'avènement des nouvelles réglementations de 1992 en Suisse. Plus tard, Dumontier et Raffournier (1998) prennent un cadre conceptuel alternatif : le choix volontaire du référentiel IAS vis à vis d'un référentiel Suisse.

Il est possible aussi de prendre les vecteurs de diffusion comme un autre critère. La publication par voie électronique a été longtemps considérée comme volontaire. L'information financière ou comptable de nature obligatoire, par exemple le rapport financier annuel imprimé sur papier, devient volontaire dès qu'elle est diffusée sur les sites web des entreprises. Par exemple, l'étude d'Oyelere *et al.* (2003) compare la publication par le rapport annuel imprimé et la diffusion par Internet. Marston et Polei (2004), Debreceny *et al.* (2002) et Kelton et Yang (2008) se situent dans le cadre de la diffusion volontaire afin d'analyser les déterminants de la communication par Internet.

Par ailleurs, les informations qui respectent les contraintes légales (contenu, vecteurs, délais, *etc.*) mais qui sont plus détaillées ou plus riches en termes de présentation par rapport à l'exigence minimale, peuvent être définies comme volontaires. À titre d'illustration, les sociétés cotées en France doivent publier des informations financières trimestrielles selon la réglementation de l'AMF. Si en plus de la version obligatoire en français⁷, une société présente ces informations dans une deuxième langue, il s'agit d'un acte volontaire des dirigeants.

La temporalité et la pérennité des cadres conceptuels doivent aussi être pris en compte dans la définition de la publication volontaire (Pourtier, 2004). La diffusion d'information financière réglementée par voie électronique était volontaire pour les

⁷ Livre II de l'AMF (Article 221-2) soulignent que les informations obligatoires doivent être rédigées en français lorsque les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé français.

La loi du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française précise que « le français est langue de travail ».

sociétés françaises cotées. Elle est devenue obligatoire à la suite des nouvelles réglementations de l'AMF depuis janvier 2007.

En conclusion, l'information volontaire est une notion relativement implicite, voire même floue. Notre recherche se situant dans le cadre théorique de l'offre d'information volontaire, nous avons choisi les réglementations de l'AMF pour distinguer l'information volontaire de l'information obligatoire. Par conséquent, il est primordial de rappeler ici le règlement général de l'AMF concernant l'information réglementée :⁸

- a) le rapport financier annuel ;
- b) le rapport financier semestriel ;
- c) l'information financière trimestrielle ;
- d) le rapport sur le contrôle interne et le gouvernement d'entreprise ;
- e) le communiqué relatif aux honoraires des contrôleurs légaux des comptes ;
- f) l'information mensuelle relative au nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital social de la société ;
- g) le descriptif des programmes de rachat d'actions propres ;
- h) les communiqués publiés par la société au titre de l'obligation d'information permanente ;
- i) le communiqué précisant les modalités de mise à disposition d'un prospectus ;
- j) un communiqué précisant les modalités de mise à disposition ou de consultation des documents préparatoires à l'assemblée générale ;
- k) un communiqué mensuel regroupant les déclarations hebdomadaires de rachat d'actions ;
- l) les informations publiées par les sociétés concernant toute modification des droits attachés aux instruments financiers émis et toute nouvelle émission d'emprunt.

Ces informations réglementées doivent être déposées auprès de l'AMF au moment de leur diffusion. De plus, « *Pour les sociétés cotées sur l'Eurolist, la diffusion effective et*

⁸ Livre II du règlement général de l'AMF

intégrale doit être réalisée par voie électronique, en respectant les critères définis par le règlement général qui impose une diffusion auprès d'un large public au sein de l'Union européenne et selon des modalités garantissant la sécurité de la diffusion et de l'information »⁹. En outre, l'information réglementée doit être conservée pendant au moins cinq ans à compter de sa date de diffusion.

4.2. Le contenu et la forme : deux dimensions de l'offre d'information

La stratégie de communication concerne non seulement le contenu de l'information, mais aussi sa présentation. Nous pouvons donc regrouper les recherches empiriques existantes en deux catégories : celles se focalisant sur le contenu de l'information et celles se concentrant sur la forme de l'information. Nous présentons tout d'abord l'implication des recherches empiriques sur le contenu de l'information, par le biais de ses mesures et de ses problématiques courantes (4.2.1). Ensuite, nous exposons les recherches empiriques relatives à la forme de l'information dans la section 4.2.2.

4.2.1. Les études empiriques sur le contenu de l'information

La plupart des recherches portant sur la communication d'information se retrouvent dans ce groupe. Une tâche essentielle pour ce type d'étude consiste à évaluer l'étendue de la publication d'information. Deux mesures courantes sont développées dans celle-ci : les estimations des analystes financiers (méthode subjective) et les indices créés par les chercheurs (méthode semi-objective). Nous allons donc expliciter les principes de chaque méthode dans la section suivante.

4.2.1.1. Deux méthodes pour représenter le niveau de divulgation d'information

La méthode subjective : les estimations des analystes financiers

Les recherches sur la base d'un échantillon américain emploient directement les estimations des analystes financiers comme un indicateur du niveau de l'offre d'information. Ces estimations sont publiées par l'AIMR (*Association for Investment Management and Research*¹⁰) qui étudie, de manière régulière, la publication des sociétés cotées en Etats-Unis. Leur rapport fournit une évaluation globale de la stratégie de communication. Il prend en compte les rapports annuels, semestriels, trimestriels et aussi d'autres supports, tels que les communiqués de presse financiers.

⁹ L'AMF, Communiqué de presse, Paris, le 22 janvier 2007.

¹⁰ Ancien nom: *Financial Analysts Federation* (FAF).

Beattie *et al.* (2004) considèrent cette méthode d'évaluation comme subjective car elle est fondée sur les perceptions des analystes financiers. Même si l'AIMR a établi des procédures d'évaluation, des biais potentiels peuvent encore perdurer en raison de l'attitude des analystes financiers (Healy et Palepu, 2001). De plus, ce type d'estimation est rarement disponible dans l'ensemble des pays que l'on étudie (Clarkson *et al.*, 1999). Par ailleurs, cette méthode d'évaluation mélange les informations volontaires et les informations obligatoires. Par conséquent, les chercheurs sont dans la nécessité de produire et de développer leurs propres outils d'estimation pour étudier la politique de communication volontaire.

La méthode semi-objective : l'indice d'évaluation développé par les chercheurs

Une alternative à l'estimation des analystes financiers est constituée par l'indice d'évaluation créé par les chercheurs. Il s'agit de la méthode la plus utilisée par les chercheurs dans ce domaine. Les deux points essentiels pour mener une recherche de qualité avec cette méthode résident dans le choix et le codage des items.

De nombreux indices ont été établis dans les études existantes pour évaluer un aspect de la communication. Néanmoins, il n'existe pas de théorie générale concernant la procédure et la constitution d'un indice (Wallace *et al.*, 1994). Le nombre d'items et le choix des items d'un indice changent d'une étude à l'autre selon l'objet de la recherche : l'information volontaire ou obligatoire ; l'information diffusée dans le rapport annuel, semestriel ou par voie électronique et l'information financière ou sociale *etc.*

En utilisant cette méthode, nous pouvons étudier un type de publication spécifique de manière rigoureuse. Toutefois, elle peut être affectée par le jugement subjectif des chercheurs et ne couvre pas l'ensemble de l'information publiée par une société. C'est pourquoi Beattie *et al.* (2004) la considèrent comme une méthode semi-subjective.

Le codage de l'indice est aussi sujet à débat. Est-ce qu'il est raisonnable de distribuer un point à tous les items de l'indice ? Ou faut-il favoriser les items qui paraissent essentiels, tels que l'information financière ou comptable ? À notre connaissance, il n'existe pas de réponse à cet ensemble de questions dans les études existantes. La façon courante consiste à distribuer un point à tous les items présentés. Certaines recherches adoptent une méthode de codage plus sophistiquée pour souligner les différents types d'informations. Par exemple, dans la recherche de Botosan (1997) qui conclut que la

qualité d'information est importante, mais très difficile à mesurer, les items quantitatifs présentés sont codés par 2 points tandis que les items qualitatifs sont codés par 1 point.

Selon Beretta et Bozzolan (2008), les études adoptant la méthode semi-objective peuvent être clairement divisées en deux catégories : les travaux sur le contenu de l'information et les travaux sur la forme du discours. Ces derniers sont présentés dans la section 4.2.2 du chapitre.

Pour les deux premières recherches empiriques de notre thèse, nous avons décidé d'adopter la méthode semi-objective en développant un indice d'évaluation pour étudier le niveau de la communication volontaire par Internet en France. Cela nous permet de nous concentrer sur l'offre d'information volontaire et de choisir des items pertinents relatifs à la diffusion par voie électronique. Inspiré par cinq études¹¹ destinées à évaluer la communication par Internet, un indice composé de 50 items a été établi. En suivant les études existantes, nous distribuons dans un premier temps un point à tous les items présentés. Ensuite, pour examiner les différents types d'information, nous regrouperons les items en plusieurs groupes et calculerons le sous-score pour chaque type d'information. Les détails concernant la construction et le codage de l'indice sont présentés dans le Chapitre 2.

4.2.2.2. L'implication des recherches empiriques

Beaucoup d'études empiriques ont abordé l'offre d'information volontaire par l'examen de son étendue. Nous pouvons regrouper les divers thèmes de recherche en résultant en deux grandes catégories : les problématiques relatives aux déterminants de la diffusion volontaire et les problématiques relatives aux impacts de la publication volontaire.

Les déterminants de l'offre d'information volontaire

Différentes stratégies ont été adoptées par les sociétés cotées en matière de communication financière. Il est nécessaire de réfléchir sur cette diversification. Elle peut être expliquée par les motivations multiples des dirigeants ou par les caractéristiques relatives à la gouvernance des entreprises.

¹¹ Deller *et al.*(1999), Pirchegger et Wagenhofer (1999), Ashbaugh *et al.*(1999), Ettredge *et al.*(2001) et Marston et Polei (2004).

➤ La volonté des dirigeants et la publication volontaire

À l'intérieur de l'entreprise, les dirigeants bénéficient d'un accès aisé à l'information, notamment à l'information sensible concernant la stratégie. Dans le processus de communication, ils assurent le rôle d'émetteur d'information. Comme Guimard (2007) l'indique dans son travail, « *la volonté du dirigeant est le moteur d'une communication financière de qualité* ». Différentes stratégies sont adoptées par les dirigeants dans la divulgation de l'information. Pour cette raison, l'étude des motivations des dirigeants constitue un sujet intéressant pour les recherches dans ce domaine. Ayant des attitudes différentes, les dirigeants peuvent générer des politiques d'information très variées. En suivant la recherche de Merkl-Davies et Brennan (2007), nous regroupons ces hypothèses dans deux grands groupes : la motivation positive, consistant à accroître la quantité d'information (*incremental information*) et la motivation négative, qui concerne la manipulation des estimations (*impression management*).

La plupart des recherches empiriques reposent sur la supposition de *l'impression management*. Autrement dit, les dirigeants utilisent le mécanisme de la divulgation volontaire pour en tirer des intérêts personnels. Les dirigeants peuvent être récompensés par des rémunérations sous forme de titres, tels que les *stock-options*, etc. Ce type de rémunération peut inciter les dirigeants à engager certaines politiques d'information pour en retirer des bénéfices personnels. Plusieurs recherches ont fourni des évidences empiriques au regard de cette hypothèse. Par exemple, la fréquence des annonces de prévisions est positivement liée aux opérations d'initiées (Noe, 1999). Aboody et Kasznsnik (2000) démontrent que les dirigeants reportent la divulgation de bonnes nouvelles et accélèrent la révélation de mauvaises nouvelles avant la période d'attribution des *stock-options*. Les dirigeants utilisent donc la communication d'information pour augmenter leur rémunération à base d'actions.

En revanche, il est aussi possible que les dirigeants considèrent l'offre d'information volontaire comme un outil important pour gérer la relation avec les investisseurs et par conséquent l'emploie à bon escient. Dans cette perspective, ils adoptent une politique plus active de communication afin de réduire le coût du capital, d'ajuster les estimations (sur ou sous évaluées) des investisseurs afin d'éviter les surprises négatives dans le futur, d'attirer plus d'investisseurs, d'améliorer l'image de l'entreprise et de maintenir leur réputation professionnelle. En comparaison avec la manipulation de l'information, les

recherches sur la bonne volonté des dirigeants dans la communication restent peu nombreuses. Warner *et al.* (1988) et Weisbach (1988) indiquent que le taux de mobilité des directeurs généraux est lié à la mauvaise performance des entreprises. D'ailleurs, le modèle développé par la recherche de Louvet et Taramasco (2004) montre que le limogeage représente une menace très dissuasive pour les dirigeants. De ce fait, les dirigeants utilisent la communication pour réduire les risques de mauvaise appréciation des performances de l'entreprise ainsi que le risque de perdre de leur mandat (Healy et Palepu, 2001).

➤ Le gouvernement d'entreprise et l'offre d'information volontaire

Une gouvernance plus efficace se traduit par une plus grande transparence de l'information (Cormier *et al.*, 2009). L'impact des facteurs issus de la gouvernance sur la stratégie de communication a été considérablement exploité par les recherches empiriques au cours de ces dix dernières années.

Une branche importante des études se concentre sur l'effet de la structure de la propriété sur la diffusion volontaire. Comment les actionnaires majoritaires ont-ils de l'influence sur la politique de communication des entreprises ? Les investisseurs institutionnels accélèrent-ils ou empêchent-ils la diffusion d'information volontaire ? Quelle est la relation entre la divulgation volontaire et la part de capital détenue par les dirigeants ? Le développement de l'actionnariat étranger peut-il pousser les dirigeants à diffuser plus d'information volontaire ? Ces multiples questions ont été établies et testées dans les études existantes.

Par exemple, Healy *et al.* (1999) prouvent que les investisseurs institutionnels sont attirés par les sociétés qui diffusent largement leurs informations. La recherche de Marston et Polei (2004) démontre une relation négative entre la concentration du capital et la diffusion d'information par Internet. Un autre facteur analysé abondamment est lié au conseil d'administration. Les études empiriques examinent l'efficacité du conseil à travers sa taille, sa composition (souvent mesurée par le pourcentage des administrateurs indépendants), ses comités spécifiques (mise en place des comités de surveillance tels que le comité d'audit, de rémunération et de nomination, et leur composition), l'attribution de ses pouvoirs (la dissociation des fonctions de président et de directeur général), la fréquence des réunions, *etc.* À titre d'illustration : l'étude de Eng et Mak (2003) prouve l'existence d'une relation négative entre la proportion

d'administrateurs indépendants et l'offre volontaire d'information sur la base d'un échantillon d'entreprises de Singapour. Quant à Gul et Leung (2004) ils mettent en évidence un lien positif entre la publication par l'intermédiaire du rapport annuel et la dissociation des fonctions de président et de directeur général.

La première recherche empirique de notre thèse s'ancre dans ce domaine. Nous avons étudié les déterminants de la communication volontaire par Internet en adoptant une problématique portée sur le gouvernement d'entreprise. Les détails sont rapportés dans le Chapitre 2.

Les conséquences de la diffusion volontaire

De nombreuses recherches empiriques ont étudié l'impact de l'offre d'information volontaire. Ces travaux mettent en lumière quatre effets principaux dus à une bonne communication volontaire : réduction de l'asymétrie d'information, augmentation de la liquidité, réduction des risques, diminution du coût des capitaux et accroissement des suiveurs financiers. Nous faisons une synthèse de ces travaux dans la partie suivante :

➤ L'asymétrie d'information et la liquidité

L'offre d'information volontaire peut réduire l'écart informationnel entre les investisseurs informés et les investisseurs non informés (Diamond et Verrecchia, 1991). Ces derniers se protègent contre les risques de préjudices causés par l'asymétrie d'information. Le comportement de protection des investisseurs se manifeste sur la liquidité du marché. En effet, si l'entreprise communique volontairement plus d'information, les investisseurs ont plus de confiance en la juste valeur (*fair price*) des titres mis en jeu dans la transaction. Par conséquent, la négociation sur le marché étant plus active, la liquidité du titre s'accroît.

L'impact de la publication volontaire sur l'asymétrie d'information et la liquidité, constituent les sujets les plus abordés par les recherches empiriques dans ce domaine. Par exemple, les études de Welker (1995) et de Petersen et Plenborg (2006), mettent en évidence une relation négative entre la politique de communication et la fourchette de prix. De leur côté, Cheng *et al.* (2006) prouvent qu'une meilleure communication peut réduire le niveau d'asymétrie d'information, les transactions en provenance des agents informés et augmenter le volume de transaction. Heflin *et al.* (2005) prouvent quant à

eux que le niveau de diffusion d'information est négativement lié à la fourchette effective (*effective bid-ask spread*) et à la profondeur du marché. Ils concluent qu'une meilleure information peut réduire l'asymétrie d'information, mais peut également conduire certains donneurs de liquidité à quitter le marché. Chang *et al.* (2008) testent la relation entre l'asymétrie d'information et l'offre d'information par Internet. La relation négative constatée initialement n'est toutefois pas attestée par les résultats statistiques.

Un point remarquable dans ces recherches empiriques porte sur le mélange des termes et des mesures concernant l'asymétrie d'information et la liquidité. Bien sûr, ces deux définitions sont fortement liées l'une à l'autre. En effet, l'asymétrie d'information peut être un des déterminants de la liquidité des titres. Le premier est généralement mesuré par la fourchette de prix et le second est souvent représenté par le volume de transaction (ou le taux de rotation des titres). Dans le même temps, la fourchette de prix peut être un proxy inverse de la liquidité tandis que le volume de transaction peut être un indicateur transposé de l'asymétrie d'information. Par exemple, Yoon *et al.* (2010) utilisent la fourchette de prix pour représenter le niveau de l'asymétrie d'information alors que Welker (1995) l'utilise comme un proxy de la liquidité. Petersen et Plenborg (2006) traitent la fourchette de prix et le taux de rotation des titres, comme des proxy de l'asymétrie d'information. Dans l'article de Heflin *et al.* (2005), sous le titre « *Disclosure Policy and market liquidity : impact of depth quotes and orde sizes* », la liquidité est mesurée par la fourchette de prix et la profondeur du marché.

➤ Le risque

Le risque est étroitement lié à l'incertitude des investisseurs du marché. L'absence de communication suffisante a tendance à favoriser la spéculation sur les titres financiers. En revanche, une meilleure communication peut calmer les doutes des investisseurs sur la valeur des entreprises. Par conséquent, un des objectifs privilégiés de la politique de communication est de réduire au minimum l'incertitude des investisseurs et d'améliorer la confiance du marché. Diverses études ont examiné l'effet informationnel sur le niveau de risque.

Par exemple, Akhigbe et Martin (2008), sur la base d'un échantillon de sociétés anglaises, comparent le niveau de publication financière avant et après l'adoption de la SOX. Ils prouvent que le marché financier favorise les sociétés cotées qui améliorent la transparence de l'information et renforcent le gouvernement d'entreprise. La recherche

de Patell (1976) démontre que les sociétés cotées, peuvent atténuer la volatilité des titres en communiquant volontairement sur les prévisions de résultats. Cormier *et al.* (2009) contribuent aux études existantes en analysant la communication d'information sur le capital social et le capital humain. Ils prouvent que l'information quantitative peut réduire la volatilité des cours boursiers et augmenter le Q de Tobin.

La deuxième recherche empirique de cette thèse a examiné l'impact de l'offre d'information volontaire par voie électronique sur l'asymétrie d'information et le risque. Les détails sont rapportés dans le Chapitre 3.

➤ Le coût du capital

Le coût du capital correspond au taux de rentabilité attendu par les actionnaires et les créanciers en retour de leur investissement. Il est donc composé du coût de la dette et du coût des fonds propres. Un des objectifs de la stratégie financière est d'assurer le financement des investissements en minimisant le risque d'insolvabilité et le coût du capital. Un des moyens utilisés par les entreprises pour réduire le coût du capital est l'information volontaire. Dans la poursuite de cet objectif, les sociétés utilisent plusieurs supports (annonce trimestrielle, rapport annuel, lettres aux actionnaires, diffusion par Internet, téléconférence *etc.*) pour communiquer avec les apporteurs de fonds. Ces medias sont destinés à informer les actionnaires et à les assurer du bon fonctionnement de l'entreprise.

Les recherches existantes indiquent généralement qu'une meilleure information réduit le problème d'asymétrie d'information et diminue, par conséquent, le coût du capital. Botosan (1997) examine le lien entre le niveau de publication et le coût des capitaux propres, sur un échantillon de sociétés cotées aux Etats-Unis dans le secteur de l'industrie manufacturière¹². Les résultats empiriques attestent qu'il existe une relation positive, entre le niveau de diffusion volontaire et le coût des capitaux propres pour les sociétés cotées qui sont faiblement suivies par les analystes financiers. Cependant, pour les sociétés fortement suivies, la relation inverse n'est pas constatée. Cette constatation l'amène à supposer, que ce manque de support empirique est dû au fait que la diffusion

¹² Selon la liste du code SIC (Standard Industrial Classification), les compagnies classées entre 3312 et 3599 ont été prises, en excluant celles entre 3571 et 3579.

d'information est mesurée par un seul média, le rapport annuel. Celui-ci ne fournit pas un indice assez puissant pour représenter le niveau global de l'offre d'information. Plus tard, Botosan et Plumlee (2002) mettent en évidence une relation négative, entre la divulgation d'information par le rapport annuel et le coût des capitaux propres sur un échantillon plus large recouvrant 43 secteurs d'activités. Cette relation négative est aussi confirmée par la recherche de Hail (2002) sur la base d'un échantillon d'entreprises suisses.

Au lieu d'étudier le coût des capitaux propres, Sengupta (1998) analyse une source alternative de financement externe (la dette) et observe un lien négatif entre la politique de communication et le coût de la dette. En fait, les créanciers exigent des informations détaillées pour évaluer le risque de défaut de remboursement d'une firme avant de lui octroyer un prêt. Une politique de communication claire et fiable peut réduire l'incertitude des prêteurs de fonds concernant la performance d'une entreprise et ses capacités de remboursement. Par conséquent, la prime de risque s'en trouve réduite d'autant et le coût de l'emprunt est plus faible.

➤ L'analyste financier

L'analyste financier est un conseiller qui étudie des sociétés cotées de manière profonde sous tous leurs aspects : rentabilité, ressources humaines, risque, *etc.* Ces professionnels ont la possibilité de rencontrer régulièrement les responsables de la communication financière ou les directeurs financiers des sociétés qu'ils étudient. Les opinions des analystes financiers sont capitales pour orienter les estimations des investisseurs sur les marchés de capitaux. On peut également considérer qu'une politique de communication plus dynamique attire plus d'analystes financiers. De plus, une meilleure communication peut diminuer les biais des estimations des analystes financiers.

Lang et Lundholm (1993) prouvent que les sociétés diffusant plus d'information volontaire sont suivies par un plus grand nombre d'analystes financiers. De plus, la dispersion des prévisions des spécialistes est plus faible pour ces entreprises. Beretta et Bozzolan (2008) indiquent que la qualité de publication est négativement liée à la dispersion des analystes financiers.

Il est important de rappeler qu'il n'existe pas une distinction absolue entre les déterminants de l'offre d'information et les conséquences de la publication. En fait, les déterminants et les conséquences de la divulgation s'influencent conjointement. Par exemple, les motivations des dirigeants déterminent le niveau de divulgation d'information qui impacte à son tour le coût de capital. Simultanément, le coût de capital, peut, pour les dirigeants, être un bon indicateur leur permettant de déterminer la politique de communication.

4.2.2. Les études empiriques sur la forme de la communication

En comparaison avec les recherches sur le contenu de l'information volontaire (dans la section 4.2.1.), les études empiriques sur la forme du discours financier restent peu nombreuses. Selon Jones et Shoemaker (1994), les études sur la forme du discours comprennent deux sous-ensembles principaux : l'analyse thématique et l'analyse de lisibilité. Nous présentons d'abord ces deux grandes branches dans les sections 4.2.2.1. et 4.2.2.2. Puis, les autres approches sur la forme des discours sont exposées dans la section 4.2.2.3.

4.2.2.1. L'analyse de lisibilité (readability analysis)

Les études lexicales sur le discours financier sont traditionnellement effectuées en examinant la lisibilité. Un texte efficace doit permettre une lecture efficace (Richaudeau, 1978). Les recherches sur la lisibilité sont donc liées au processus de compréhension du texte. La lisibilité représente l'aptitude d'un texte à être lu rapidement, compris aisément et bien mémorisé (Fernbach, 1990). De nombreux facteurs affectant la compréhension d'un discours ont été explorés dans le cadre de recherches linguistiques. Cela concerne non seulement la syntaxe (telle que la longueur des phrases), mais aussi la sémantique (tel que le choix des termes). D'ailleurs, certains facteurs typographiques contribuent également à rendre la communication plus efficace, par exemple, les polices de caractère, la largeur des lignes, la hauteur des interlignes, l'importance des titres et des sous-titres, *etc.* (Préfontaine et Lecavalier, 1996.)

Depuis le début des années 1920, plusieurs formules de lisibilité des textes ont été développées aux Etats-Unis (Par exemple, Flesch, 1948 ; Fry, 1977 ; Dale et Chall, 1948, *etc.*). Pour les textes français, les méthodes les plus connues sont celles de Georges Henry (1975) et de Delandsheere (1963).

Concernant les études sur la communication financière, la formule la plus utilisée est celle de Flesch. Selon la synthèse de Merkl-Davies et Brennan (2007) portant sur 18 recherches de lisibilité, 14 d'entre elles ont pris la formule Flesch pour mesurer la facilité de lecture. L'indice de lisibilité Flesch est calculé en fonction du nombre moyen de mots par phrase et du nombre moyen de syllabes pour 100 mots. La méthode de Flesch se fonde sur deux hypothèses : (1) statistiquement, plus une phrase est longue, plus elle est complexe ; (2) statistiquement, plus un mot est long, plus il est rare. La formule de Flesch est la suivante :

$$206,835 - (1,015 \times \text{ASL}) - (84,6 \times \text{ASW})$$

où :

- ASL représente la longueur de la phrase moyenne (nombre de mots divisé par le nombre de phrases) ;
- ASW représente le nombre moyen de syllabes par mot (nombre de syllabes divisé par le nombre de mots).

Le résultat de l'indice Flesch est un nombre, présenté sur une échelle de 100 points, qui correspond à un niveau de lisibilité. Plus la note est élevée, plus le texte est facile à comprendre. Voici les catégories de lisibilité selon la méthode de Flesch :

- 90-100 - Très facile
- 80-90 - Facile
- 70-80 - Assez facile
- 60-70 - Normal
- 50-60 - Assez difficile
- 30-50 - Difficile
- 00-30 - Très difficile

Un des développements de la formule de Flesch correspond à son utilisation dans le domaine de l'éducation. Il s'agit de la méthode de « Flesch-Kincaid » qui évalue le texte en fonction des niveaux scolaires américains. Cette formule de lisibilité permet aux professeurs, parents, bibliothécaires et d'autres de juger et de choisir des livres pour les

élèves et étudiants selon un niveau pertinent de lisibilité. La formule du test Flesch-Kincaid est la suivante :

$$(0,39 \times ASL) + (11,8 \times ASW) - 15,59$$

où :

- ASL représente la longueur de la phrase moyenne (nombre de mots divisé par le nombre de phrases) ;
- ASW représente le nombre moyen de syllabes par mot (nombre de syllabes divisé par le nombre de mots).

Le résultat de cette formule est un nombre qui correspond à un niveau scolaire américain. Par exemple, une note de 10 indique que le texte est supposé être compréhensible pour un lecteur ayant suivi dix ans de formation scolaire aux USA. Transposée en France, cette situation correspond à un lycéen fréquentant une classe de première.

En dépit de leurs larges applications, les formules de lisibilité sont critiquées sur deux points : le calcul du score se concentre sur les caractéristiques des mots ou des phrases (nombre de syllabes par mot, longueur des phrases *etc.*) en ignorant l'ensemble du texte. De plus, les intérêts et les motivations humains ne sont pas pris en compte.

La lisibilité du discours est une des techniques de rédaction la plus étudiée dans les recherches empiriques sur la publication financière. Les études existantes prouvent généralement que le discours du rapport annuel est difficile à comprendre (Lewis *et al.*, 1986, Courtis, 1986 et 2004a). Par exemple, la recherche de Courtis (2004a) démontre, à partir de la formule de Flesch, que le degré moyen de lisibilité des messages du président est de 37,3. Cela indique que ces discours sont difficiles à comprendre, voire proches de la catégorie très difficile. Même les utilisateurs d'informations les plus sophistiquées ont des difficultés pour saisir complètement un discours financier (Smith et Taffler, 1992). Jones (1988) utilise la méthode de Flesch pour étudier la lisibilité des messages d'un président d'une société anglaise durant la période 1952 - 1985. Il prouve que le discours du président devient de plus en plus difficile à comprendre au fil du temps. Il observe également que la lisibilité du discours est négativement liée à la performance financière. Par ailleurs, la lisibilité diminue lorsque la société fait un appel public à l'épargne.

De nombreuses études traitent de la lisibilité du document financier comme un proxy d'« obscurcissements »¹³ et la définissent comme une technique de rédaction, destinée à troubler ou à compliquer la compréhension de l'information. Ces recherches formulent l'hypothèse que les dirigeants manipulent discrètement la transparence de l'information pour en réduire sa lisibilité afin de masquer certaines nouvelles défavorables. Par conséquent, le lien entre la performance des entreprises et la lisibilité du document est notamment exploitée dans l'objectif de statuer sur cette réalité présumée.

Subramanian *et al.* (1993) prouvent que les lettres aux actionnaires des sociétés présentant une bonne performance sont plus faciles à comprendre¹⁴. En adoptant la méthode de Fog, Li (2008) examine les relations entre la lisibilité du rapport annuel, la performance des entreprises et la stabilité des performances futures. Elle prouve tout d'abord l'existence d'un lien positif entre le résultat d'exploitation et la lisibilité des rapports annuels. De plus, la volatilité des performances futures est respectivement plus basse dans les sociétés dont les rapports annuels sont plus faciles à comprendre.

De multiples études (Smith et Taffler, 1992 ; Courtis, 1995 ; Clatworthy et Jones, 2001 ; Rutherford, 2003) montrent également que la lisibilité du discours ne peut pas être expliquée par la performance des entreprises. Par exemple, Baker et Kare (1992) analysent le message du président par la formule de Flesch. Ils démontrent que les messages issus d'une grande entreprise sont relativement plus faciles à comprendre. Néanmoins, il n'existe pas de relation significative entre la lisibilité du message et la rentabilité des entreprises. Faute de techniques pertinentes de rédaction, il est aussi possible que les sociétés délivrent des documents difficiles à comprendre. De plus, le contexte des affaires étant de plus en plus complexe, il contribue à la diminution de la lisibilité du discours (Jones, 1988).

Une critique sur les recherches en matière de lisibilité repose sur le fait que ses mesures ne permettent pas de détecter le degré d'intelligibilité. D'ailleurs, les études dans ce domaine supposent généralement que la lisibilité est égale à l'intelligibilité (Jones et Shoemaker, 1994). Hors, la lisibilité est essentiellement liée au texte tandis que l'intelligibilité est une définition relative aux lecteurs et est souvent influencée par les connaissances et expériences de ceux-ci. Préfontaine et Lecavalier (1996) définissent

¹³ Le terme anglais correspondant est « *obfuscation* ».

¹⁴ La recherche est basée sur un échantillon de 60 sociétés américaines et adopte la méthode de Flesch et Fog.

l'intelligibilité comme l'ensemble des caractéristiques d'un texte qui en permet une compréhension la plus exacte possible. Même si la lisibilité du texte peut être une condition de l'intelligibilité, la lisibilité ne sous-tend pas nécessairement l'intelligibilité (Iu et Clowes, 2004).

4.2.2.2. *L'analyse thématique (thematic analysis)*

L'analyse thématique se concentre sur le choix des termes qui déterminent la « tonalité » du discours. Celle-ci est souvent mesurée par la proportion des termes positifs (ou optimistes) et des termes négatifs (ou pessimistes) du texte. Le développement des logiciels informatiques facilite la mise en œuvre de l'analyse thématique. Il permet d'effectuer une évaluation statistique sur la base d'un échantillon conséquent. Diction 5 est un des logiciels largement mobilisés pour ce type d'approche. L'analyse thématique de la communication financière est souvent approchée par trois problématiques :

- (1) Est-ce que la « tonalité » du discours constitue une technique subtile employée par les dirigeants pour manipuler la transparence de l'information dans le but d'en retirer des intérêts personnels ?

Guillamon-Saorin (2006) examine des communiqués de presse d'entreprises anglaises et espagnoles et confirme que ces firmes emploient plus de termes positifs que négatifs, sans tenir compte de la performance financière. Lang et Lundholm (2000) étudient la « tonalité » de la publication dans le contexte de l'introduction en bourse. Ils observent une augmentation significative du degré d'optimisme, accompagnée d'une légère diminution du degré de pessimisme, avant l'appel public à l'épargne. Après cette opération, la « tonalité » devient plutôt neutre. Ces constatations suggèrent que les dirigeants engagent certaines stratégies de promotion afin d'accroître la valeur de l'action avant l'appel public à l'épargne. Si les deux études ci-dessus confirment l'hypothèse de la « tonalité » sur-positive du discours, les autres ne trouvent pas d'évidence quant à la présence de ce biais (Abrahamson et Park, 1994 ; Abrahamson et Amir, 1996 ; Clatworthy et Jones, 2003).

- (2) Est-ce que la « tonalité » du discours peut être un indicateur discret de la performance future des entreprises ?

Au lieu d'analyser la relation entre la performance actuelle et la « tonalité » (problématique 1), la recherche de Davis *et al.* (2007) propose de traiter le degré

d'optimisme (ou de pessimisme) comme un indicateur de la performance future des sociétés. Si le degré d'optimisme est positivement lié à la performance future, il doit être pris en compte dans l'estimation de la valeur future des entreprises. Cette hypothèse n'est valable qu'à condition que les entreprises délivrent des informations financières aux investisseurs de manière honnête. L'objectif de la communication est donc d'améliorer la transparence et de réduire l'asymétrie d'information, mais pas de manipuler l'opinion des investisseurs.

(3) Comment les investisseurs du marché sont-ils influencés par la « tonalité » du discours ?

La troisième problématique s'intéresse à la réaction du marché au degré optimiste ou pessimiste du discours financier. La théorie néo-classique suppose que les investisseurs forment leurs décisions d'investissement de manière totalement rationnelle. Dans ce cas, la « tonalité » du texte ne devrait avoir aucun impact sur leur comportement. Cependant, la réalité rejette souvent cette hypothèse. Cette question de recherche est fondée donc sur la finance comportementale en supposant la rationalité relative des individus. Il est donc possible que les investisseurs non-totalement rationnels puissent détecter la nuance de la « tonalité » du discours et réagir de manière différente au degré d'optimisme et de pessimisme.

Les recherches de Henry (2008) et de Demers et Vega (2010) confirment empiriquement qu'un ton plus optimiste conduit les investisseurs à avoir des estimations plus favorables de la valeur future des entreprises. Matsumoto *et al.* (2006) observent également l'impact positif du degré d'optimisme sur la réaction du marché. Cependant, les prix vont être par la suite ajustés par les estimations des analystes financiers, qui sont capables de détecter les biais de l'information. Les résultats de ces recherches apportent des connaissances sur les sentiments des investisseurs et fournissent des indications utiles pour les dirigeants quant à la stratégie et à la technique de communication à adoptée.

Après avoir étudié le contenu de l'information volontaire dans les chapitres 2 et 3, nous adoptons l'approche de l'analyse thématique pour étudier la « tonalité » de l'annonce financière trimestrielle. Cette démarche nous permet d'avoir une vision plus complète sur les pratiques de communication financière en France. Les détails de la recherche sont développés dans le chapitre 4 de la thèse.

4.2.2.3. Les autres approches relatives à la forme du discours

Comme Iu et Clowes (2004) l'indiquent, les chercheurs sont loin d'être d'accord sur le fait de savoir quelle est la mesure la plus pertinente pour évaluer la forme du discours comptable. En dehors des deux grandes catégories citées ci-dessus, nous trouvons diverses méthodes pour approcher la présentation de l'information. Par exemple, en se basant sur le travail de Roseberry (1995), Sydserff et Weetman (1999) développent un indice composé de sept critères principaux pour évaluer le discours du rapport annuel¹⁵. L'avantage de cette méthode est qu'elle permet d'étudier plusieurs caractéristiques du discours dans une seule recherche. Le codage de l'indice est fait manuellement à partir du jugement individuel des chercheurs. D'ailleurs, au lieu de prendre l'ensemble du texte, cette méthode choisit d'analyser seulement une partie du document, souvent les vingt premières phrases du discours. Ce détail méthodologique peut introduire un biais de subjectivité qui risque de nuire à la qualité des résultats.

Courtis (2004b) examine l'utilisation des couleurs dans le rapport annuel des sociétés de Hong Kong. Il indique que la relation entre le changement de couleur et le changement des résultats n'est pas claire. Baird et Zelin (2000) étudient quant à eux l'ordre de présentation des bonnes et mauvaises nouvelles dans le message du président. Le résultat atteste que les individus sont plus impressionnés par les informations présentées en début de document.

5. Le cadre théorique

Dans cette section, nous présentons les choix théoriques retenus pour répondre aux différentes recherches empiriques de cette thèse. Il faut souligner que les théories mentionnées dans cette section sont fondamentales et ont été adoptées par de nombreuses études relatives à l'offre d'information. Au lieu de faire une revue de littérature exhaustive, nous ne présentons que les principes de ces théories pour donner une vision globale. Nous commençons par rappeler les notions de base concernant la théorie de l'agence dans la section 5.1. La théorie du signal fait ensuite l'objet d'une synthèse dans la section 5.2. Enfin, nous abordons la finance comportementale pour expliquer la théorie des perspectives dans la section 5.3.

¹⁵ En termes anglais, les sept critères sont respectivement: *topicality*, *intertextuality*, *conjunction*, *connectivity*, *shift in information category*, *specificity*, *situationality*

5.1. La théorie de l'agence

La théorie de l'agence (ou théorie des mandats) se focalise sur les conséquences du problème principal-agent, notamment à l'intérieur d'une même entité économique, telle qu'une administration ou une entreprise. Cette théorie met en parallèle la théorie financière et la théorie des organisations (Vernimmen *et al.*, 2011). La théorie de l'agence se base sur une opposition entre deux agents : « le principal » qui détient les moyens de production et délègue à un autre le droit de décider à sa place ; « l'agent » qui exploite les moyens de production du principal et agit au mieux des intérêts du principal. D'un point de vue général, le principal engage l'agent pour exécuter en son nom une tâche. Le principal développe un système afin de pousser l'agent à réaliser l'action tout en dévoilant la totalité des informations. Par contre, l'agent garde le pouvoir décisionnel et surtout informationnel.

La théorie de l'agence met l'accent sur les conflits d'intérêts potentiels entre les différents partenaires. Dans les entreprises modernes, plusieurs relations du type « principal-agent » coexistent, propriétaire-dirigeant, employeur-salarié ou épargnant-banque *etc.* Ce type de relation génère des risques comme l'asymétrie d'information ou l'aléa moral (non-respect de l'ensemble des règles et accords passés). Ces problèmes entraînent des coûts supplémentaires pour l'entreprise. À ce sujet, Jensen et Meckling (1976) ont distingué trois types de coûts dans la relation d'agence :

- Les coûts de surveillance subis par le principal pour limiter et orienter le comportement opportuniste de l'agent ;
- Les coûts d'engagement, appelés aussi coûts d'obligation. Ils sont consentis par l'agent afin de mettre le principal en confiance et l'assurer qu'il ne prendra pas de décisions portant préjudice à ses intérêts. Comme Gabrié et Jacquier (2001) l'indiquent, « *Les coûts d'engagement résultent de la rédaction par la firme de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à la firme* » ;
- Les coûts d'opportunité (dénommés « perte résiduelle ») qui s'assimilent à la perte d'utilité subie par le principal suite à une divergence d'intérêt avec l'agent.

La recherche d'une minimisation de ces coûts, explique la mise en place de mécanismes au sein du gouvernement d'entreprise, qui ont pour objectif de tempérer le risque d'un

comportement opportuniste (Wirtz, 2002). Les études précédentes indiquent plusieurs solutions à la résolution des conflits d'intérêts (Healy et Palepu, 2001). La première consiste à renforcer la communication. Par exemple, Jensen et Meckling (1976) indiquent que l'offre d'information volontaire peut diminuer les coûts d'agence générés par la surveillance externe. Pour le deuxième mécanisme, il s'agit d'un conseil efficace qui pousse les dirigeants à gérer l'entreprise dans l'intérêt commun des actionnaires. Enfin, les informations intermédiaires, fournies par les analystes financiers ou les agences de notation, peuvent empêcher les dirigeants d'abuser de leurs pouvoirs, et donc limiter le problème de l'aléa moral.

La théorie de l'enracinement des dirigeants est une théorie plus récente, développée en prolongement de la théorie de l'agence. Elle fournit un éclairage supplémentaire pour comprendre le gouvernement d'entreprise (Wirtz, 2002). Selon la théorie de l'enracinement, « *les mécanismes de contrôle et d'incitation pour accroître l'efficacité de la gestion des dirigeants ne sont pas toujours suffisants pour contraindre les dirigeants à gérer l'entreprise en conformité avec les intérêts des actionnaires* » (Vernimmen *et al.*, 2011).

Il est possible que ces dirigeants utilisent la divergence d'intérêts, issue de l'hétérogénéité des actionnaires, pour accroître l'asymétrie d'information, augmenter leurs pouvoirs, leur espace discrétionnaire et leurs réseaux. De plus, la coalition à l'intérieur du conseil d'administration peut paralyser son fonctionnement. Par conséquent, il est important pour les différents partenaires de l'entreprise de renforcer la transparence de l'information afin d'équilibrer les pouvoirs et de contrer les stratégies d'enracinement des dirigeants (Charreaux, 1997).

Notre recherche s'appuie sur la théorie de l'agence, ainsi que sur son prolongement pour développer les hypothèses et interpréter les résultats concernant le gouvernement d'entreprise et la communication par Internet. Les détails sont présentés dans les chapitres 2 et 3.

5.2. La théorie du signal

La théorie du signal prend appui sur le fait que la même information n'est pas partagée de manière équitable par tous les acteurs. Les dirigeants d'une société peuvent notamment disposer d'une information supérieure à celle des investisseurs externes. La

présence d'asymétries d'information conduit à des problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral.

Le travail d'Akerlof (1970) met en évidence l'effet négatif de l'asymétrie d'information sur le marché des voitures d'occasion. Concernant la qualité des produits, les vendeurs des voitures usagées possèdent de l'information supplémentaire par rapport aux acheteurs. Les acheteurs ne peuvent pas distinguer la qualité des bonnes voitures de celle des mauvaises voitures. Face au risque d'acheter une mauvaise voiture à un prix trop élevé, les acheteurs sont tentés de se retirer du marché ou de proposer un prix moyen identique pour l'ensemble des voitures. Cette réaction fait baisser le prix de toutes les voitures. Dans ces conditions, les vendeurs de bons véhicules quittent le marché en raison du prix trop faible. Le marché des véhicules d'occasion devient alors plus étroit, la probabilité d'acheter un mauvais produit augmente et le prix moyen s'ajuste en conséquence. Cet exemple montre comment l'asymétrie d'information peut faire disparaître un marché. La solution à ce problème est proposée dans la recherche de Spence (1973) lorsqu'il indique qu'il est possible pour les participants possédant des produits de bonne qualité de se distinguer des mauvais en diffusant plus d'information.

Le signal est donc un mécanisme qui a pour fonction de réduire l'asymétrie d'information existant sur le marché. La littérature montre qu'il existe une relation négative entre la communication financière et l'asymétrie d'information sur le marché des capitaux. Verrecchia (1982) conclut qu'une diffusion régulière d'information peut réduire l'aspect privé de l'information détenue par certains investisseurs. De plus, une meilleure communication peut réduire la volonté de collecter des informations privées (Diamond, 1985).

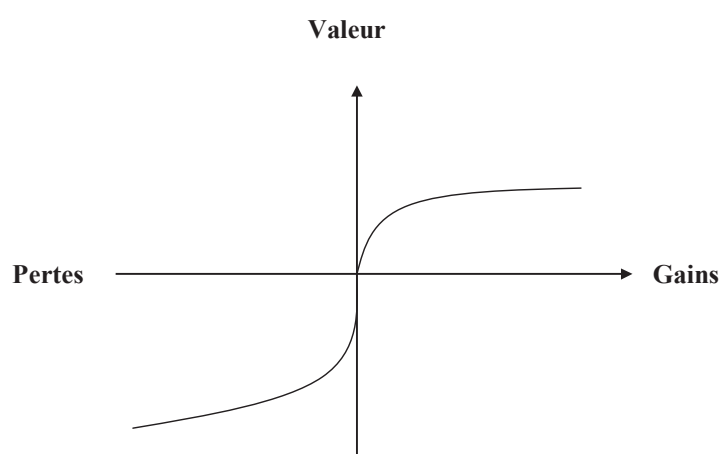
La théorie du signal interprète donc le rôle et l'importance de l'efficacité d'une politique de communication. Elle souligne aussi l'aspect primordial de la crédibilité du signal et la nécessité de sanctionner les fraudes. Les dirigeants d'entreprises doivent donc non seulement prendre des décisions justes, mais aussi les communiquer aux investisseurs de manière à les convaincre. Nous introduisons par conséquent dans le chapitre 3, la théorie du signal pour étudier l'impact de l'offre d'information volontaire sur l'asymétrie d'information.

5.3. La théorie des perspectives

Kahneman et Tversky (1979) analysent le comportement des individus face au risque et à l'incertitude en élaborant la théorie des perspectives (*Prospect theory*)¹⁶. Concrètement, cette théorie décrit comment les agents, non totalement rationnels, prennent leurs décisions dans des situations particulières. Si la théorie financière classique, fondée sur la maximisation de l'espérance d'utilité, traite du choix de portefeuille des individus, la théorie des perspectives se concentre plutôt sur le comportement des individus. Jacquillat *et al.* (2009) résumant les principaux aspects de cette théorie en trois aspects centraux :

- (1) Les individus évaluent l'utilité (ou la « valeur ») d'une situation financière future en comparaison avec un « point de référence ». C'est-à-dire, qu'ils estiment les bénéfices et les pertes d'un projet d'investissement par rapport à leur richesse actuelle. 1000 € n'ont pas la même valeur pour tous les individus et celle-ci dépend de la fortune initiale des investisseurs.
- (2) Les individus ont une grande aversion aux pertes (*loss aversion*).

À partir de preuves empiriques, la théorie des perspectives décrit comment les individus évaluent les pertes et les gains potentiels. En fait, elle atteste que les investisseurs ont une grande aversion aux pertes. Cela est interprété par le schéma suivant.



¹⁶ Kahneman a obtenu le Prix Nobel en sciences économiques en 2002, après la mort de Tversky.

Dans cette figure, les gains et les pertes sont placés en abscisse et la valeur est placée en ordonnée. Le point de référence est placé en 0. Même si la valeur subjective peut varier en fonction des agents, la théorie des perspectives suppose que, de manière générale, la fonction de la valeur est une courbe continue qui a une forme en S. Autrement dit, cette fonction est concave pour les gains et convexe pour les pertes. Par conséquent, la différence entre gagner 10 € et 20 € est plus forte que celle entre gagner 110 € et 120 €. On trouve une relation similaire pour les pertes.

En observant cette fonction, au point de référence, la pente de la tangente à la courbe est plus forte à gauche (pertes) qu'à droite (gains). Cela traduit une aversion plus forte aux pertes, du fait de la discontinuité de la pente de la tangente. Par conséquent, le fait de perdre une somme d'argent entraîne une insatisfaction plus forte que le plaisir ressenti lors d'un gain de même montant.

- (3) Les individus sous-évaluent les petites probabilités et surévaluent les fortes probabilités. Par exemple, pour 1 % de possibilité de perdre (ou gagner), les investisseurs traduisent cette probabilité comme aucune chance de perdre (ou gagner). En revanche, pour 99 % de possibilité de perdre (ou gagner), les investisseurs se comportent comme si la perte (ou la gain) était certaine.

En finance de marché, Henry (2008) introduit la théorie des perspectives, afin d'expliquer les réactions différenciées des investisseurs à travers le ton positif ou négatif de l'annonce des résultats. Il observe que les individus sont sensibles à la « tonalité » du discours et il conclut qu'un style de rédaction plus positif peut conduire les investisseurs à avoir des prévisions plus favorables sur la performance des entreprises. Nous concernant, nous mobilisons cette théorie afin d'étudier la relation entre le ton de l'annonce trimestrielle et la rentabilité anormale du marché financier en France. Les détails sont développés dans le chapitre 4.

De nombreuses autres théories, issues de la psychologie, permettent également d'expliquer le comportement des individus qui ne sont pas totalement rationnels du point de vue de la théorie néo - classique. Par exemple, la comptabilité mentale (*mental accounting* ou *narrow accounting*) suggère que l'être humain prend des décisions différenciées dans plusieurs compartiments mentaux (*mental compartment*). Par conséquent, au lieu de considérer l'ensemble du portefeuille, les investisseurs évaluent

chaque investissement et cherchent la meilleure décision, dans chaque compartiment mental, en négligeant la possibilité de diversifier le risque (Kahneman et Lovallo, 1993).

Une autre théorie très utilisée en finance comportementale est la théorie du regret, basée sur le concept de dissonance cognitive. Selon la théorie du regret, l'investisseur se préoccupe non seulement de son propre portefeuille, mais aussi de la rentabilité des autres portefeuilles qu'il aurait pu choisir. Le regret est ressenti lorsqu'il a choisi un projet d'investissement qui s'avère produire un résultat inférieur à celui d'un autre projet pour lequel il aurait pu opter. Cette théorie fournit une explication plausible sur « l'effet de disposition ». Selon ce dernier, les investisseurs ont tendance à vendre les titres rentables (*winner*s), mais gardent les titres perdants (*loser*s). Cet effet a été mis en évidence par de nombreuses recherches dans différents pays (Odean, 1998). Selon la théorie du regret, tant que l'investisseur ne vend pas ses titres perdants, il ne subit pas vraiment la perte et le regret associé par ce mauvais investissement.

Conclusion

Les pratiques en termes d'offre d'information volontaire permettent aux sociétés cotées d'améliorer la transparence financière et de se promouvoir auprès des divers intervenants du marché des capitaux. L'évaluation du gouvernement d'entreprise et les réglementations comptables de plus en plus exigeantes, conduisent les dirigeants à traiter la communication financière comme un outil stratégique, au service du développement des entreprises.

Dans ce chapitre introductif, nous commençons par expliquer l'importance et les pratiques de la publication d'information des firmes cotées en France. Nous exposons les contraintes législatives et les codes de bonne conduite sur la gouvernance, pour rappeler la nécessité de bien maîtriser et respecter les obligations légales en France ainsi qu'au niveau international. Ces rappels fournissent également des connaissances sur le nouvel environnement informationnel et concurrentiel dans lesquels les sociétés françaises cotées évoluent quotidiennement. Nous faisons ensuite la synthèse des études antérieures afin d'en donner une description générale et d'expliquer le positionnement de nos études empiriques dans ce domaine. Enfin, les théories importantes sur l'offre d'information volontaire sont présentées pour justifier les démarches des recherches empiriques développées dans les chapitres suivants.

La première étude empirique (Chapitre 2) se focalise sur l'examen des déterminants de la communication volontaire par Internet. Nous mettons en évidence les impacts du gouvernement d'entreprise sur les pratiques de publication en ligne. La deuxième recherche (Chapitre 3) illustre les effets de l'offre d'information volontaire par voie électronique sur le marché des capitaux français. Nous examinons notamment, comment la publication volontaire contribue à réduire l'asymétrie d'information et le risque. Après avoir étudié le contenu de l'information diffusée par Internet, nous adoptons une approche différente dans la troisième étude empirique (Chapitre 4), en analysant la présentation de l'information des annonces trimestrielles. Cette dernière étude nous permet de découvrir une vision différente des pratiques de divulgation d'information et de compléter le champ de recherche de cette thèse.

Chapitre 2. L'offre d'information volontaire par Internet et le gouvernement des entreprises françaises

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

Introduction

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

Face à ce media puissant, l'AMF a transposé la Directive européenne sur la transparence financière¹⁷ en modifiant le règlement général relatif aux obligations d'information financière, en vigueur à partir de janvier 2007. Pour les sociétés cotées sur Eurolist, l'information financière doit être diffusée intégralement par voie électronique en respectant les critères définis par le règlement général qui impose une diffusion auprès d'un large public. De plus, l'information réglementée doit être conservée au moins cinq ans sur le site Internet à compter de sa date de diffusion¹⁸. Ce changement législatif a pour objectif d'améliorer la transparence financière.

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

¹⁷ Directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Le texte de cette directive est disponible sur le site de la Commission européenne: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_fr.htm.

¹⁸ « Transposition de la Directive transparence dans le règlement général de l'AMF: les obligations d'information périodique des sociétés et les nouvelles modalités de diffusion et d'archivage de l'information réglementée », AMF, *Communiqué de presse*, 22 janvier 2007.

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

L'objet de cette étude est de prolonger ces recherches en analysant l'influence du gouvernement d'entreprise sur l'offre d'information par Internet sur la base d'un échantillon constitué d'entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. Comme dans les recherches de Deller *et al.*(1999), de Pirchegger et Wagenhofer (1999), d'Ashbaugh *et al.*(1999), d'Ettredge *et al.*(2001), et de Marston et Polei (2004), un indice est développé pour évaluer les sites des entreprises cotées. Cet indice tient compte de la quantité d'informations diffusées par Internet. Il permet également de prendre en compte la qualité de l'offre d'information au travers de la conception des sites et de la présentation de l'information. De plus, l'évaluation de l'offre d'information n'a pas pour objectif de savoir si sa diffusion par Internet satisfait certains groupes d'utilisateurs, mais de savoir si l'information en ligne est suffisamment exhaustive pour satisfaire la plupart des groupes d'utilisateurs.

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

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

Low (2000) montrent que le système législatif et la culture comptable peuvent influencer sur le niveau de communication financière. Compte tenu des différences entre le système anglo-saxon et le système français, l'objectif de cet article est de savoir si les résultats observés aux Etats-Unis restent valables dans le cas français, notamment pour les facteurs de gouvernance.

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

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

1. La synthèse de littérature et le développement des hypothèses

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

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

La deuxième théorie se concentre sur l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. La théorie du signal indique que les entreprises de bonne qualité ont intérêt à

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

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

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

recherches sont développées en examinant le rapport annuel, qui est un des médias traditionnels pour la communication.

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

1.2. Le développement des hypothèses

1.2.1. La dispersion de la propriété de l'entreprise

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

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

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

1.2.2. L'impact des investisseurs institutionnels

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

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

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

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

l'entreprise convergent bien avec les leurs. Ces arguments théoriques conduisent donc à formuler l'hypothèse 2 sans avoir de certitude quant au sens de la relation.

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

1.2.3. L'impact des investisseurs étrangers

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

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

1.2.4. Le régime de gouvernance

Il existe fondamentalement deux régimes de gouvernance pour les entreprises cotées : (a) conseil d'administration. C'est la forme de gouvernance des entreprises anglo-saxonnes. Le conseil d'administration est un organe collégial. Il dispose des pouvoirs les plus larges pour orienter la société, élaborer les stratégies et veiller à leur mise en œuvre. (b) directoire et conseil de surveillance. Cette forme est prédominante dans le centre de l'Europe. Elle est obligatoire dans les pays comme l'Allemagne, la Slovaquie, *etc.* Sous cette forme duale, la fonction exécutive de la société est remplie par le directoire tandis que le conseil de surveillance assure la fonction de contrôle. Le conseil de surveillance

représente en fait un moyen de pression très efficace sur le directoire car il possède le pouvoir de l'interroger à tout moment sur la gestion de l'entreprise. De plus, le conseil nomme les membres du directoire, fixe leur rémunération et désigne le président.

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

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

1.2.5. L'indépendance du conseil

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

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

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

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

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

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

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

En pratique, nous observons deux formes d'organisation dans les sociétés anonymes françaises dotées d'un conseil d'administration : certaines considèrent que la dissociation des fonctions au sein du conseil d'administration facilite le contrôle de la société et la surveillance des comportements des dirigeants. D'autres choisissent de conserver un PDG en créant des comités spécifiques efficaces (comité de comptes, comité de rémunération, comité de nomination, *etc.*) afin de renforcer la surveillance interne. Cette spécificité française conduit à examiner si le choix de gouvernance peut influencer sur la stratégie de communication volontaire par Internet.

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

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

1.2.7. Les comités de surveillance au sein du conseil

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

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

Les études concernant le gouvernement d'entreprise s'intéressent plutôt aux comités de surveillance et tout particulièrement aux comités d'audit. Le comité d'audit assiste le conseil pour assurer la qualité du contrôle interne et la fiabilité de l'information fournie aux actionnaires. Puisqu'une des principales missions d'un comité d'audit est de vérifier

les informations données au marché financier dans les communiqués officiels d'une société, la création des comités d'audit est donc supposée avoir une influence positive sur la transparence financière.

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

La séparation entre la gestion et la propriété dans les entreprises modernes entraîne un coût d'agence causé par l'opportunisme des dirigeants. Ces derniers tentent de détourner une partie des richesses de la firme à leur propre compte. La création de ces deux comités de surveillance peut renforcer l'efficacité du conseil d'administration, encourager les dirigeants à gouverner dans l'intérêt des actionnaires et, par conséquent, réduire les conflits d'intérêt. Piot (2006) indique dans sa recherche que : « *La définition et le contrôle des politiques de rémunération constituent un élément clé du dispositif d'encadrement des latitudes managériales* ». De plus, il propose de créer des comités séparés (rémunération et nomination) afin de maximiser leur efficacité respective. Au regard de ces théories et recherches, la mise en place de ces comités de surveillance doit renforcer la gouvernance et influencer positivement sur la transparence de l'information. Nous formulons donc l'hypothèse 7 :

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

2. La méthodologie

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

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

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

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

2.2. La mesure des variables

2.2.1. La variable dépendante

Il existe généralement deux méthodes pour évaluer le niveau de l'offre d'information. La première méthode est indirecte et considère un indice de divulgation créé par les chercheurs. La seconde méthode est directe et elle concerne les estimations publiées par les institutions professionnelles qui évaluent régulièrement l'offre d'information d'entreprises cotées. Par exemple, l'AIMR publie annuellement un rapport d'évaluation de transparence financière pour les sociétés cotées à la Bourse de New York. Les scores fournis par ce rapport sont utilisés par plusieurs travaux sur l'offre d'information (Lang et Lundholm, 1993 ; Gelb, 2000, *etc.*). En France, Labelle et Schatt (2005) utilisent « le prix du meilleur rapport annuel » comme un critère de bonne communication et présentent le niveau de diffusion d'information par une variable binaire. Pour l'offre volontaire d'information par voie électronique, il n'existe pas de mesure directe

comprenant toutes les entreprises françaises cotées dans notre échantillon, nous avons donc choisi de suivre la première méthode et de développer un indice d'évaluation.

De nombreuses recherches ont établi différents indices pour évaluer la communication financière par le rapport annuel, mais il n'y a pas de théorie générale pour définir la procédure et la constitution de l'indice. Le nombre d'items et le choix des items d'un indice changent d'une étude à l'autre selon l'objet de la recherche. De plus, il y a peu d'indices qui ont été spécialement construits pour analyser les sites des entreprises. Parmi ceux-ci, notons Deller *et al.*(1999), Pirchegger et Wagenhofer (1999), Ashbaugh *et al.*(1999), Ettredge *et al.*(2001), et Marston et Polei (2004), qui ont construit des indices sophistiqués, spécifiquement destinés à évaluer l'offre d'information par Internet. En nous inspirant de ces cinq recherches antérieures, nous avons établi un indice composé de 50 items qui ne concernent que l'information volontaire.¹⁹ Afin de mieux comprendre comment les différents types d'information sont liés aux facteurs de gouvernance, ces 50 items sont classés en plusieurs groupes :

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

Le calcul de l'indice se fait de la manière suivante : nous avons accordé un point pour chaque item présent sur le site et aucun dans le cas contraire. L'entreprise peut obtenir un score total (Score V) de 50 points maximum pour cet indice. Nous examinons non seulement le contenu du site, mais aussi la façon dont les informations sont présentées. Par conséquent, ce score total peut être divisé en 2 parties : le score relatif au contenu du site (Score C, Maximum : 29 points) et le score relatif à la présentation du site (Score P, Maximum : 21 points).²⁰

¹⁹ Les items relatifs à l'information obligatoire n'ont pas été pris en compte afin de rester dans la problématique de l'information volontaire.

²⁰ Score V=Score C+Score P

Tableau 2.1 - Indice d'évaluation de l'offre d'information par Internet

code	Items			
1	Chiffre d'affaires mensuel	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
2	Rapports trimestriels	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
3	Cours de l'action en direct	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
4	Evolution du cours et des volumes	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
5	Comparaison avec les indices de référence (CAC 40/ SBF 250)	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
6	Analystes financiers suivants	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
7	Rapports annuels 2004-2006	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
8	Rapports annuels 2001-2003	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
9	Lien direct vers Euronext	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
10	Espace actionnaires	<i>C</i>	<i>I</i>	<i>W</i>
11	Investissement pour l'innovation	<i>C</i>	<i>I</i>	
12	Biographies des membres de l'équipe dirigeante	<i>C</i>	<i>I</i>	
13	Agenda financier	<i>C</i>	<i>I</i>	
14	Gestion des risques financiers	<i>C</i>	<i>I</i>	
15	Fiche signalétique de l'action	<i>C</i>	<i>I</i>	
16	Evolution du dividende	<i>C</i>	<i>I</i>	
17	Actualités du dernier mois	<i>C</i>		<i>W</i>
18	Introduction générale de l'entreprise	<i>C</i>		
19	Perspectives des produits & services	<i>C</i>		
20	Démonstration des nouveaux produits	<i>C</i>		
21	Communication de presse extérieure/indépendante	<i>C</i>		
22	Rapport développement durable	<i>C</i>		
23	Rapport responsabilité sociale	<i>C</i>		
24	Communication non commerciale	<i>C</i>		
25	Adresse email des relations d'investissement	<i>C</i>		
26	Numéro de téléphone réservé aux relations financières	<i>C</i>		
27	Numéro vert pour les actionnaires	<i>C</i>		
28	Coordonnée postale du service financier	<i>C</i>		
29	Questions fréquentes	<i>C</i>		
30	Regroupement des informations financières réglementées AMF	<i>P</i>		<i>W</i>
31	Site en version anglaise	<i>P</i>		<i>W</i>
32	Site en version présentée dans une 3e langue au choix	<i>P</i>		<i>W</i>
33	Téléchargement des logiciels pratiques- Ex: Pdf/ lecteur RSS	<i>P</i>		<i>W</i>
34	Temps de chargement du site en moins de 5 secondes	<i>P</i>		<i>W</i>
35	Site du format texte	<i>P</i>		<i>W</i>
36	Accès rapide à la rubrique financière (un clic)	<i>P</i>		<i>W</i>
37	Flash	<i>P</i>		<i>W</i>
38	Dossiers vocaux	<i>P</i>		<i>W</i>
39	Vidéo	<i>P</i>		<i>W</i>
40	Recherche interne du site	<i>P</i>		<i>W</i>
41	Outlook-formulaire de contact à relation financière	<i>P</i>		<i>W</i>
42	Newsletters /abonnement des informations financières	<i>P</i>		<i>W</i>
43	Rapport annuel au format PDF	<i>P</i>		<i>W</i>
44	Rapport annuel au format HTML/ format texte	<i>P</i>		<i>W</i>
45	Rapport annuel-version interactive	<i>P</i>		<i>W</i>
46	Rapport financier au format Excel	<i>P</i>		<i>W</i>
47	Version imprimable du site	<i>P</i>		<i>W</i>
48	Image	<i>P</i>		
49	Plan du site	<i>P</i>		
50	Aide	<i>P</i>		

Les investisseurs sur les marchés financiers s'intéressent principalement aux informations financières et comptables (Marston et Polei, 2004). De plus, il peut leur être utile de disposer d'informations concernant la gouvernance afin de mieux comprendre l'évaluation et l'avenir de l'entreprise. C'est pourquoi nous avons regroupé, et représenté par le Score I, seize items appartenant au contenu du site. Au final, nous avons étudié l'avantage de la diffusion par Internet par rapport à la diffusion d'information par le rapport annuel. Les items concernant le caractère récent de l'information, sa simplicité et sa facilité d'utilisation ont été sélectionnés et représentés par le Score W (Maximum : 29 points). La description de cet indice est présentée dans le tableau 2.1.

2.2.2. Les variables indépendantes

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

Les variables de gouvernance

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

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

Nous avons également examiné l'influence de l'indépendance du conseil sur la diffusion d'information par voie électronique. La notion d'administrateur indépendant n'est pas la même dans tous les pays et elle est souvent confondue avec celle de « non exécutif » ou « externe ». Nous avons décidé d'utiliser la notion donnée par le rapport Bouton (2002) qui est beaucoup plus exigeante : « *Un administrateur est indépendant de la direction de la société lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société ou son groupe qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de*

jugement ». Toutes ces informations concernant la gouvernance ont été collectées à partir du site de l'entreprise et du rapport annuel.

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

Les variables de contrôle

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

La théorie de l'agence indique que les grandes entreprises subissent un coût d'agence plus élevé. Ce coût d'agence peut être réduit par l'offre volontaire d'information. Plus une société est importante, plus les investisseurs potentiels exigent des informations détaillées pour prendre des décisions d'investissement. D'ailleurs, Buzby (1975) suggère que les coûts de préparation et de distribution de l'information financière peuvent être onéreux pour des petites sociétés. Autrement dit, le coût de la communication serait relativement plus bas pour des grandes sociétés que pour des petites sociétés qui manquent peut-être de ressources nécessaires. De plus, les petites entreprises peuvent penser que l'offre d'information détaillée est nuisible à leur compétitivité (Singhvi et Desai, 1971). L'argument ci-dessus peut être résumé par une relation positive entre la taille de l'entreprise et la communication financière. Dans cette recherche, la taille est mesurée par la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique.

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

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

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

Les créanciers à long terme exigent d'avoir plus d'informations financières que les actionnaires (Wallace *et al.*, 1994). En d'autres termes, les entreprises ayant un taux d'endettement élevé sont obligées, en plus de s'adresser aux actionnaires, de fournir plus d'informations afin de satisfaire les besoins spécifiques des créanciers à long terme. Cependant, ces derniers sont souvent des professionnels qui possèdent certains réseaux informationnels. En conséquence, le recours à Internet pour obtenir des informations n'est pas aussi important pour ces professionnels. L'influence de l'endettement sur la transparence par voie électronique reste à tester. Nous utilisons le rapport de la dette à long terme à l'actif total pour représenter le taux d'endettement.

Tableau 2.2 - Définition et mesure des variables

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

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

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

Le tableau 2.2 récapitule la définition et la mesure de toutes les variables utilisées dans cette recherche.

2.3. Les statistiques descriptives

Les statistiques sont présentées dans le tableau 2.3. Les résultats sur l'offre volontaire d'information par Internet (*Score V*) indiquent que le plus haut score réalisé par une entreprise est de 44 points et le plus bas est de 8 points. Les valeurs moyenne et médiane sont respectivement de 20,96 et 20,00. Ces résultats suggèrent qu'il existe une grande variation de la quantité de communication volontaire par Internet sur les 190 sociétés de notre échantillon.

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

Au regard de leurs homologues américaines, les entreprises françaises de notre échantillon ont un capital beaucoup plus concentré : Kelton et Yang (2008) mettent en évidence un pourcentage du capital détenu par les actionnaires principaux de 20 % en

moyenne, ce taux est de 48,60 % dans notre étude. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels et les investisseurs étrangers détiennent respectivement 25,71 % et 21,44 % du capital des sociétés étudiées.

Tableau 2.3 - Statistiques descriptives

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

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

3. La présentation des résultats empiriques

3.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation

L'analyse univariée fournit un certain nombre d'indices préliminaires à l'impact du régime de gouvernance, de la dissociation des fonctions et de la mise en place du comité de surveillance sur l'offre d'information volontaire par voie électronique (Tableau 2.4). On constate que les entreprises dotées d'un conseil d'administration offrent davantage d'information sur leur site web que celles en régime dualiste. Ce résultat est contraire à notre hypothèse 2 indiquant une relation positive entre le régime dual et la communication volontaire. Cela peut être dû au fait que les actionnaires d'entreprises dotées d'un conseil d'administration anticipent sur la passivité de leur système en renforçant la surveillance. Ainsi, les dirigeants de sociétés à conseil d'administration peuvent traiter la communication volontaire comme un mécanisme substitutif et diffuser plus d'informations afin de réduire les coûts de surveillance. La transparence peut être, par conséquent, positivement liée au régime du conseil d'administration. Nous allons approfondir ces résultats grâce à une analyse de régression.

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

Les résultats de l'analyse de corrélation entre les variables sont présentés dans le tableau 2.5. À la lecture de ce tableau, la communication volontaire par Internet est positivement liée à la part de capital détenue par les investisseurs étrangers, à l'indépendance du conseil et à la mise en place des comités de surveillance. En revanche, elle est négativement liée à la concentration du capital et au régime dual. Il faut remarquer que les trois variables binaires : *Audit*, *Rémunération* et *Nomination* sont fortement corrélées entre elles. Cela risque d'entraîner un problème de multicollinéarité dans l'analyse de régression et doit être pris en compte.

Tableau 2.4 - Analyse univariée

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

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

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

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ;

Score C : Score relatif au contenu du site ;

Score P : Score relatif à la présentation du site ;

Score I : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ;

Score W : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web.

Tableau 2.5 - Corrélation de Pearson

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

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Tableau 2.5 – Suite

Score V : Score relatif aux informations volontaires ;
Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ;
Etranger : La part de capital détenue par les investisseurs étrangers ;
Institution : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ;
Régime : 0 = Entreprise en régime moniste, 1 = Entreprise en régime dual ;
Indépendance : Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre total d'administrateurs ;
Dissociation : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 sinon ;
Audit : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 Sinon ;
Rémunération : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 sinon ;
Nomination : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 sinon ;
Comités : la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination » ;
LnCap : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique
CA étranger : Chiffre d'affaires à l'étranger / Chiffre d'affaires total ;
ROA : Rentabilité économique ;
Endettement : Dette à long terme / Actif total ;
Bêta : le risque systématique ;
Multi-coté : 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger, 0 sinon ;
IT : 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie, 0 sinon.

3.2. L'analyse de régression

Quatre régressions (Tableau 2.6, Modèles 1-4) sont effectuées afin d'examiner l'impact du mécanisme de gouvernance sur l'offre d'information volontaire par Internet. Les variables de contrôle sont introduites dans un deuxième temps pour tester l'effet des caractéristiques des entreprises sur la diffusion volontaire (Tableau 2.7, Modèle 5). Ensuite, nous utilisons respectivement le *Score C*, le *Score P*, le *Score W* et le *Score I* comme variables dépendantes afin d'analyser et comprendre comment les différents types d'information sont liés aux facteurs de gouvernance et aux variables de contrôle (Tableau 2.7, Modèles 6-9). À la fin, nous effectuons des tests de robustesse des modèles.

3.2.1. Les variables de gouvernance

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

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

Nous observons une relation positive, mais non significative, entre le pourcentage de capital détenu par les investisseurs étrangers et la diffusion d'information par voie électronique. Ce résultat non significatif peut être dû au fait qu'il est plus difficile pour les actionnaires étrangers de s'engager dans la gouvernance d'une société cotée et d'influencer sa stratégie de communication.

Tableau 2.6 - Régression : L'impact de la gouvernance sur la publication volontaire par Internet

Variable indépendante	Modèle 1			Modèle 2			Modèle 3			Modèle 4		
	Coeff.	t	Score V	Coeff.	t	Score V	Coeff.	t	Score V	Coeff.	t	Score V
<i>(constante)</i>	21,632	12,882 ***		21,735	12,371 ***		22,716	12,940 ***		23,483	14,871 ***	
<i>Bloc</i>	-0,085	-4,446 ***		-0,087	-4,412 ***		-0,091	-4,560 ***		-0,091	-4,803 ***	
<i>Institution</i>	-0,029	-1,183		-0,026	-1,017		-0,024	-0,937		-0,032	-1,322	
<i>Etranger</i>	0,026	1,262		0,029	1,401		0,032	1,497		0,027	1,323	
<i>Régime</i>	-4,251	-3,836 ***		-4,414	-3,885 ***		-4,412	-3,800 ***		-3,548	-3,212 ***	
<i>Indépendance</i>	0,922	0,492		1,594	0,838		2,022	1,047		0,878	0,472	
<i>Dissociation</i>	2,595	2,614 ***		2,702	2,663 ***		2,811	2,717 ***		2,288	2,312 **	
<i>Comités</i>	1,753	4,966 ***										
<i>Audit</i>				3,850	3,962 ***							
<i>Rémunération</i>							2,647	2,891 ***				
<i>Nomination</i>										4,211	5,214 ***	
R² ajusté	0,316			0,285			0,257			0,324		
F	13,453			11,742			10,34			13,934		

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ; *Bloc* : La part de capital détenue par les Blocs ; *Etranger* : La part de capital détenue par les investisseurs étrangers ; *Institution* : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ; *Régime* : 1= Entreprise en régime dual, 0 = Entreprise en régime moniste ; *Indépendance* : Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre total d'administrateurs ; *Dissociation* : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 sinon ; *Audit* : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 sinon ; *Rémunération* : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 sinon ; *Nomination* : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 sinon ; *Comités* : la somme des variables « *Audit*, *Rémunération*, *Nomination* ».

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

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

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

Nous constatons dans le Modèle 1 que la mise en place des comités de surveillance (*Comités*) est positivement liée à la diffusion d'information volontaire. Cela suggère que les comités de surveillance au sein du conseil améliorent la transparence de l'information. Afin de connaître le rôle spécifique joué par chaque comité, nous avons remplacé la variable *Comités* par les variables *Audit*, *Rémunération* et *Nomination*. La

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

3.2.2. Les variables de contrôle

Après avoir examiné l'impact de la gouvernance sur la diffusion d'information par Internet, nous effectuons les régressions sur l'ensemble des variables (Tableau 2.7). Le coefficient de la variable *LnCap* est positif et significatif au seuil de 1 % dans tous les modèles. Ce résultat montre que les entreprises les plus importantes diffusent plus d'informations sur leur site web. Il est également conforme aux résultats obtenus par Debreceny *et al.* (2002), Ettredge *et al.* (2002), Oyelere *et al.* (2003), Marston et Polei (2004) et Xiao *et al.* (2004).

La performance des entreprises est négativement liée à l'offre d'information volontaire par Internet. Ceci peut s'expliquer par le fait que les entreprises ayant des performances modestes sont relativement transparentes de manière à rassurer leurs actionnaires. L'impact des variables *CA étranger*, *Risque*, *Endettement*, *Multi-coté* et *IT* n'est pas statistiquement prouvé par la régression.

Tableau 2.7 - Régressions : L'effet des caractéristiques des entreprises sur la publication volontaire par Internet

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

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ; Score C : Score relatif au contenu du site ; Score P : Score relatif à la présentation du site ; Score I : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ; Score W : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web ; Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ; Etranger : La part de capital détenue par les investisseurs étrangers ; Institution : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ; Régime : 1 = Entreprise en régime dual, 0 = Entreprise en régime moniste ; Indépendance : Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre total d'administrateurs ; Dissociation : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 sinon ; Comités : la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination » ; LnCap : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; CA étranger : Chiffre d'affaires à l'étranger / Chiffre d'affaires total ; ROA : Rentabilité économique ; Endettement : Dette à long terme / Actif total ; Bêta : Risque systématique ; Multi-coté : 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger, 0 sinon ; IT : 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie, 0 sinon.

3.2.3. Les tests de robustesse des modèles

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

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

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

Conclusion

Aujourd'hui, Internet est devenu un moyen de plus en plus utilisé par les entreprises pour la communication financière. Selon les nouvelles dispositions de l'AMF, la communication financière par voie électronique devient obligatoire pour toutes les entreprises cotées sur Eurolist à partir de janvier 2007. L'objet de cette recherche est

d'analyser les déterminants de l'offre d'information volontaire par Internet en France et surtout d'examiner l'impact du gouvernement d'entreprise sur celle-ci. En prolongeant les recherches précédentes, nous développons sept hypothèses concernant les facteurs du gouvernement d'entreprise et des modèles de régression pour effectuer une étude quantitative.

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

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

Cette étude n'est pas sans avoir certaines limites. Les données recueillies concernent une seule année d'exercice (2007). De plus, nous n'avons pas couvert tous les facteurs qui peuvent avoir une influence sur l'offre d'information volontaire, comme, par exemple, l'intensité concurrentielle.

Malgré ces limites, notre recherche permet d'avoir une première approche des pratiques de diffusion d'information par voie électronique en France. Les analyses sur les déterminants de la communication peuvent être utiles, pour les autorités de régulation

afin de comprendre les raisons des différentes stratégies adoptées par les sociétés cotées, en termes de communication. Cela peut permettre en particulier d'affiner la réglementation en vigueur. De futures recherches pourront davantage explorer l'impact de la communication financière par Internet sur l'asymétrie d'information et les risques sur les marchés financiers.

Chapitre 3. L'impact de l'offre d'information volontaire par Internet sur le marché des capitaux

Résumé : Après avoir examiné les déterminants de l'offre d'information par Internet dans le chapitre 2, nous étudions ses effets sur le marché financier français. Ce chapitre s'inscrit dans le courant de recherche portant sur l'impact de l'offre d'information volontaire sur les marchés de capitaux, et ce, tant en termes d'asymétrie d'information que de risques. Nous constatons dans celui-ci que peu de recherches se sont penchées sur l'offre d'information diffusée par Internet, et plus particulièrement sur les effets que cette diffusion peut avoir sur les marchés. Il s'agit donc ici d'analyser si une meilleure diffusion d'information par Internet peut diminuer les risques encourus par les entreprises. Dans cette perspective, ce chapitre vise à répondre à deux questions : est-ce que les entreprises peuvent diminuer le degré d'asymétrie d'information en publiant plus d'informations sur leur site Internet ? Quels sont les effets de l'offre d'information volontaire par Internet sur les risques subis par les entreprises ?

Introduction

À partir des années 1990, des recherches ont commencé à s'intéresser à la communication par voie électronique. Cependant, la majorité des travaux dans ce domaine ont porté sur les déterminants de la diffusion d'information par voie électronique. Les influences de ce nouveau vecteur de communication ont rarement été abordées. Par conséquent, il semble pertinent de vérifier les effets de la communication par Internet sur les marchés financiers. Cette démarche peut fournir des renseignements utiles aux dirigeants d'entreprises et aux régulateurs quant à l'efficacité de la communication par Internet. Comme les dirigeants sont motivés par une meilleure communication avec leurs actionnaires, la mesure de l'efficacité d'un site Internet peut leur permettre de comparer les avantages et les coûts de la mise en place et du maintien d'un tel site. Les régulateurs peuvent être intéressés par la transparence offerte par ce nouveau support de communication. Cette recherche étudie donc la réaction des marchés financiers à la diffusion d'information volontaire par Internet. Nous tentons d'apprécier si une meilleure transparence de l'information sur les sites permet de réduire l'asymétrie d'information sur les marchés et de diminuer certains risques.

L'asymétrie d'information entre les différents participants du marché financier génère un problème de sélection adverse, qui affaiblit l'efficacité du marché des capitaux. Une des solutions pour réduire cette asymétrie consiste à inciter les entreprises à améliorer leur politique en matière de communication. De nombreuses recherches ont étudié la relation entre l'asymétrie d'information et la diffusion d'information par les médias traditionnels. Par exemple, Amihud et Mendelson (1986) prouvent que les entreprises cotées peuvent réduire la fourchette de prix par une diffusion d'informations plus conséquente. Schrand et Verrecchia (2004) indiquent qu'une communication financière plus détaillée est négativement liée à la sous-évaluation des cours. Hail (2002) observe qu'il existe un lien négatif entre le coût du capital et le niveau de l'offre d'information. Petersen et Plenborg (2006) et Welker (1995) fournissent des évidences empiriques sur la relation négative entre la divulgation d'information dans le rapport annuel et l'asymétrie d'information.

L'objet de ce chapitre consiste, tout d'abord, à examiner les effets de la politique de communication des entreprises sur l'asymétrie d'information dans le contexte français. Plus précisément, nous essayons de déterminer si et comment l'usage d'Internet affecte

l'asymétrie d'information. À partir des recherches de Deller *et al.*(1999), de Pirchegger et Wagenhofer (1999), d'Ashbaugh *et al.*(1999), d'Ettredge *et al.*(2001), et de Marston et Polei (2004), nous établissons un indice afin d'évaluer les sites des entreprises cotées. Cet indice tient compte de la quantité d'informations diffusées par Internet. Il permet également de prendre en compte la qualité de la communication financière en jugeant la conception des sites et la présentation de l'information.

Nos résultats empiriques démontrent que la fourchette de prix, qui est un indicateur largement utilisé pour évaluer le degré d'asymétrie d'information, est négativement liée à l'offre d'information par voie électronique. De plus, les titres des entreprises diffusant plus d'information sur leur site sont relativement plus liquides. Ces résultats restent valables même après avoir contrôlé un certain nombre de caractéristiques des entreprises, comme la structure de propriété, la volatilité et le niveau de prix. Notre résultat est cohérent avec le fait qu'une meilleure communication peut réduire l'asymétrie d'information et améliorer la liquidité des titres.

Dans un deuxième temps, nous analysons l'impact de l'offre d'information volontaire par Internet sur le risque. Trois types de risques sont analysés, le risque total, le risque systématique et le risque spécifique. L'objectif est de voir dans quelle mesure la communication financière par Internet peut diminuer le risque des entreprises cotées. En outre, plusieurs variables liées à la gouvernance des entreprises sont introduites afin d'examiner la relation entre le risque et le mécanisme de gouvernance. Les variables identifiées sont la structure de propriété, la taille du conseil, la mise en place des comités de surveillance, la séparation des fonctions de président et de directeur général et le régime de gouvernance. Afin de renforcer la validité des résultats, des variables de contrôle sont introduites, la capitalisation, l'endettement, la performance et les opportunités de croissance. Nos résultats empiriques montrent qu'un niveau élevé d'offre d'information par voie électronique peut réduire la volatilité et le risque spécifique calculé à partir du modèle de marché.

Une limite des recherches antérieures sur la communication financière réside dans le fait que l'évaluation de l'offre d'information a été réalisée à partir d'un seul média, le rapport annuel, moyen le plus utilisé pour représenter l'étendue de l'offre d'information. En pratique, les entreprises cotées emploient souvent plusieurs médias pour diffuser des informations. Cette constatation nous conduit à nous demander si les informations

apportées par un seul média peuvent représenter le niveau global de l'information diffusée par les différents canaux. Comme Botosan (1997) l'indique dans son étude : « *Nous n'avons pas trouvé une relation significative entre le coût du capital et l'offre d'information financière. Ce résultat non significatif peut être causé par le fait que l'évaluation de l'offre d'information est effectuée en examinant un seul média, le rapport annuel. Cependant, on ignore si les informations financières apportées par le rapport annuel peuvent représenter le niveau global de la communication financière* ».

Notre recherche sur les effets de la politique de communication se distingue des recherches existantes par le fait qu'elle examine la diffusion d'information par voie électronique. En effet, Internet est devenu un des médias les plus importants pour gérer la relation entre les investisseurs et les entreprises cotées. Par comparaison avec des moyens traditionnels, tel que le rapport annuel imprimé, Internet fournit aux sociétés cotées plus de flexibilité pour communiquer avec leurs investisseurs. De plus, il offre la possibilité de diffuser tous types d'information avec une grande latitude en termes de temps et de format. Par exemple, sur un site d'entreprise, les investisseurs peuvent télécharger un rapport annuel, regarder une vidéo de l'assemblée générale ou consulter les présentations faites par les analystes financiers, *etc.* Par conséquent, ces pratiques rendent le niveau de diffusion par voie électronique, globalement plus pertinent que les supports classiques pour représenter la politique de communication adoptée par une société cotée.

De plus, beaucoup de travaux dans ce domaine examinent l'impact de la diffusion d'information en choisissant une période courte. Ce type d'étude permet de comprendre l'effet immédiat d'une diffusion d'information (par exemple, l'annonce des résultats trimestriels) sur le marché des capitaux. Pour notre part, nous analysons l'offre d'information sur une période relativement longue. Ce changement d'horizon temporel permet d'avoir une vision globale de la stratégie de communication sur le marché financier. Cette approche est particulièrement intéressante pour les dirigeants qui ont besoin de contrôler les effets négatifs causés par l'asymétrie d'information et l'incertitude des investisseurs.

En outre, la plupart des recherches empiriques sur l'asymétrie d'information et la communication d'information ont été réalisées à partir d'échantillons américains. Peu de recherches ont été développées sur les entreprises européennes, et encore moins sur

les entreprises françaises. Jaggi et Low (2000) prouvent que le système législatif et la culture comptable peuvent influencer sur le niveau de communication financière. Compte tenu des différences entre le système anglo-saxon et le système européen, nous nous posons la question de savoir si les résultats obtenus par les recherches empiriques basées sur des échantillons américains sont validés dans le cas français.

Enfin, les travaux antérieurs, portant sur le lien entre le risque et la diffusion d'information, se concentrent principalement sur les sociétés du secteur financier. Par exemple, sur la base d'un échantillon de banques anglaises, Sullivan et Spong (2007), prouvent que la part de capital détenue par les dirigeants est positivement associée au niveau de risque. Kim *et al.* (2007) observent une relation positive entre le risque des banques japonaises et la concentration du capital. Cependant, le risque reste aussi un facteur important pour les sociétés non financières, l'intérêt de cette recherche consiste également à vérifier si les résultats obtenus dans le cas du secteur financier restent valides dans le cas d'un échantillon composé de sociétés non financières.

La suite est organisée de la manière suivante : la section 1 passe en revue les recherches antérieures et permet de développer des hypothèses relatives à l'asymétrie d'information et aux risques. Dans la section 2 sont présentées la méthodologie retenue pour l'étude empirique, les mesures des variables et la procédure de sélection des données. La section 3 présente et interprète les résultats empiriques obtenus. La dernière section permet de conclure.

1. L'offre d'information volontaire sur le marché financier et les hypothèses

1.1. La nouvelle organisation des marchés financiers en France

Cette étude examine les effets de l'offre d'information par voie électronique sur le marché financier français. Avant de faire une revue de la littérature et de poser les hypothèses, il est nécessaire de rappeler les modalités d'organisation du marché financier. Étant donné que le marché financier français est généralement considéré comme un marché dirigé par les ordres, nous exposons davantage les caractéristiques de ce type de marché au travers des différents types d'ordres et des risques sous-jacents. Enfin, l'impact de la directive MIF sur les modalités de négociation est présenté afin d'intégrer les développements récents des marchés financiers Européen.

1.1.1. Les marchés dirigés par les prix versus les marchés dirigés par les ordres

Dans les marchés dits réglementés, une distinction doit être opérée selon les caractéristiques des intermédiaires financiers. En général, il existe deux grandes catégories de marchés financiers :

- Marchés dirigés par les prix (marchés de contreparties) ;
- Marchés dirigés par les ordres (marchés d'agences).

Sur un marché dirigé par les prix, les teneurs de marché (*market makers* selon la terminologie anglo-saxonne) jouent un rôle essentiel car ils se portent contrepartie des échanges. Un tel marché offre un grand avantage en termes de liquidité. En effet, il est aisé pour un client de trouver une contrepartie pour acheter ou vendre ses titres grâce aux participations des *market makers*. Toutefois, ce type d'organisation manque de transparence par rapport au marché dirigé par les ordres. Il peut y avoir un décalage entre les transactions et le report de celles-ci sur le marché central.

À l'inverse, sur un marché gouverné par les ordres, il n'existe pas de teneurs de marché. Les différents membres du marché communiquent des ordres d'achat ou de vente, en précisant le montant et, éventuellement, un prix limite (prix maximum à l'achat, minimum à la vente). Par conséquent, les prix de transaction sont déterminés par la confrontation directe des ordres d'achat et de vente au sein d'un carnet d'ordres centralisé. Sur un tel marché, les intermédiaires financiers ne prennent pas de position pour leur propre compte. Lorsqu'un client leur adresse un ordre d'achat ou de vente, ils cherchent un vendeur ou un acheteur proposant un prix compatible. Ils assurent donc la confrontation des ordres d'achat et de vente et sont rémunérés grâce aux frais de courtage. En outre, deux méthodes de gestion des transactions peuvent être utilisées. Il s'agit des procédés à la criée ou automatisé. À l'heure actuelle, le développement de la technologie informatique contribue à la disparition des marchés gérés à la criée et au renforcement des marchés automatisés.

La tendance de ces dernières années est clairement en faveur des marchés centralisés dotés d'un carnet d'ordres électronique, avec quelques exceptions comme le NASDAQ, car ils semblent garantir une meilleure transparence de l'information. Ce type d'organisation permet d'assurer à tous les participants du marché une transparence totale et la certitude de l'exécution de leurs ordres si les conditions qu'ils ont fixées sont

compatibles avec le carnet d'ordres. Cependant, les marchés dirigés par les prix ou les marchés hybrides continuent à subsister pour les titres les moins liquides.

1.1.2. La bourse de Paris – un marché doté d'un carnet d'ordres

À l'issue du rapprochement entre NYSE Group et Euronext, NYSE Euronext a été créée le 4 avril 2007 et est devenue la société-mère des filiales de ces deux derniers. NYSE Euronext est un prestataire international de services de cotation, négociation, vente de données de marché, logiciels et de services technologiques. En tant que filiale de NYSE Euronext, la bourse de Paris est régie par le Code monétaire et financier français. Euronext Paris est le marché officiel des actions en France. Par le passé, les échanges se réalisaient traditionnellement à la criée. Grâce à la mise en place du système de cotation assistée en continu (remplacé par la technologie NSC dans les années 1990 et UTP en 2009²¹), Euronext Paris devient, grâce à l'utilisation d'un système électronique, un marché dématérialisé et informatisé. Les prix des titres sont déterminés par la confrontation directe des ordres d'achat et de vente au sein d'un carnet d'ordres électronique centralisé.

À l'origine, le marché français est un marché gouverné par les ordres. Cependant, il a migré comme de nombreux marchés vers une structure hybride. Dans certains cas, des intermédiaires spécifiques (tels que des animateurs de marchés ou des *listing sponsor* à l'introduction en Bourse de certains titres) peuvent intervenir pour alimenter la cotation de certaines valeurs. Ils assurent un rôle de spécialistes, prêts à se porter contreparties de certains ordres.

Le type de négociation à la Bourse de Paris dépend de la liquidité des valeurs. Les titres à forte liquidité sont cotés en continu tandis que ceux à faible liquidité (pour lesquels il y a moins de 2500 transactions par an) sont cotés au « *fixing* » électronique, et donc, négociés qu'une ou deux fois par jour. Pour ces titres, les ordres sont accumulés dans le carnet d'ordres pendant toute la séance, jusqu'aux heures de *fixing*, où il y a échange.

Pour les titres cotés en continu, le déroulement d'une séance se fait de la manière suivante :

²¹ NSC=Nouveau Système de Cotation; UTP=*Universal Trading Platform*.

- la pré-ouverture : de 7h15 à 9h en continu : le marché est ouvert mais aucune transaction n'est réalisée. Les ordres transmis sont accumulés dans un carnet. Le marché calcule et affiche en continu le cours d'équilibre théorique et les cinq meilleures limites de prix à l'achat et à la vente ;
- l'ouverture au *fixing*, réalisée à 9 h 00 : l'offre et la demande en carnet sont confrontées pour obtenir le premier cours de la séance ;
- la séance de 09h00 à 17h30 : les nouveaux ordres sont transmis sur le marché en continu et cumulés en carnet. Les valeurs cotées en continu sont échangées ;
- la pré-clôture de 17h 30 à 17 h 35 : les ordres s'accumulent en carnet mais aucune transaction ne peut être réalisée. On calcule un cours de clôture théorique par la confrontation de ces différents ordres ;
- le *fixing* de clôture à 17h 35 : tous les ordres en carnet sont confrontés et le dernier cours d'équilibre est calculé.

1.1.3. Les types d'ordres sur le marché d'agence

Sur les marchés d'agence, différents types d'ordres existent. Notons les trois principaux : les ordres à cours limité (*limit orders*), les ordres à la meilleure limite (*marketable limit orders*) et les ordres au marché (*market orders*). Les investisseurs qui placent des ordres à cours limité sont considérés comme offreurs de liquidité tandis que les investisseurs qui soumettent des ordres au marché sont considérés comme demandeurs de liquidité. Nous allons présenter ces différents types d'ordres dans les paragraphes suivants :

➤ Les ordres à cours limité

L'ordre à cours limité est un des ordres les plus utilisés. Il permet à l'investisseur de fixer un prix d'achat ou de vente qui génère une transaction uniquement s'il existe une contrepartie dans le carnet compatible avec l'ordre. Si les ordres à cours limité ne sont pas immédiatement exécutés, ils s'accumulent dans le carnet d'ordres selon une priorité de prix et de temps. Un ordre à cours limité peut ne jamais être exécuté s'il n'arrive pas à trouver une contrepartie.

Selon la recherche de Moinas (2008), les ordres à cours limité sont influencés par trois principaux types de risques : (1) Le risque de non-exécution. Comme nous l'avons mentionné, l'exécution des ordres à cours limité n'est pas garantie. Handa et Schwartz

(1996) examinent empiriquement les coûts de non-exécution des ordres à cours limité et démontrent que ces derniers ne sont pas toujours significatifs. (2) Le risque d'anti-sélection. Un ordre à cours limité subit également un risque d'anti-sélection en raison du fait que certains participants du marché possèdent des informations privées. Glosten (1994) développe une mesure théorique du risque d'anti-sélection supporté par les émetteurs de l'ordre à cours limité. Harris et Hasbrouck (1996) comparent les ordres à cours limité aux ordres au prix du marché et concluent que les premiers sont plus exposés au risque d'anti-sélection. (3) Le risque d'option gratuite. Lorsqu'une nouvelle information arrive sur le marché, les participants réagissent plus rapidement que les émetteurs des ordres à cours limité (Biais *et al.*, 2005). Par conséquent, les ordres à cours limité fournissent des opportunités de profit aux autres participants du marché (Copeland et Galai, 1983). Les ordres à cours limité ressemblent donc à la vente gratuite d'options (Moinas, 2008). Les émetteurs de ce type d'ordre ont besoin de surveiller fréquemment l'évaluation du marché afin de modifier voire annuler leurs ordres.

➤ Les ordres au marché

L'ordre au marché, appelé aussi « à tout prix », ne comporte pas de limite de prix. Il permet à l'investisseur de négocier l'ordre dans sa totalité, mais à n'importe quel prix. L'ordre dégarnit le carnet de sens opposé jusqu'à ce qu'il soit entièrement exécuté. Par exemple, un investisseur passe un ordre d'achat de 200 titres de la société Y à 17h15. Si, à ce moment, *les meilleurs prix des vendeurs sont* 100 titres à 20 € et 300 titres à 22 €, l'ordre sera exécuté entièrement pour les 200 titres : 100 titres à 20 € et 100 titres à 22 €.

➤ Les ordres à la meilleure limite

Les ordres à la meilleure limite sont exécutés en fonction des prix et des quantités disponibles sur le marché et confrontés à la meilleure limite de sens opposé. Autrement dit, lorsqu'un investisseur place ce type d'ordre sur le marché, il obtient le meilleur prix disponible. Ce type d'ordre permet donc aux investisseurs de réaliser rapidement une transaction sans pour autant être exposés au fait d'acheter ou de vendre à n'importe quel prix. Cependant, l'exécution de l'ordre peut être partielle. En effet, si la quantité totale disponible à ce prix est inférieure à la taille de l'ordre entrant, la quantité non exécutée est transformée en ordre à cours limité avec comme limite de prix celui de la transaction. Par exemple, un investisseur veut acheter 1000 titres de la société X à la meilleure limite à 16h. Si le meilleur vendeur, à 55 €, ne propose qu'une quantité de 700. Cet

ordre à la meilleure limite est exécuté partiellement à hauteur de 700 titres et la quantité demandée restante est transformée en ordre à cours limité. Ainsi, le carnet d'ordres de la société X sera composé d'un ordre à cours limité de 55 € sur 300 titres qui, en fonction de l'évolution du marché, sera absorbé lorsqu'un nouveau vendeur proposera ses actions à ce prix.

En dehors de ces trois types d'ordres, il existe également d'autres ordres qui répondent aux différentes attentes des investisseurs (ordres à seuil ou plage de déclenchement). Par exemple, les ordres cachés (aussi appelés ordres 'Iceberg') donnent la possibilité de passer des ordres en grand volume, tout en ne divulguant qu'une partie du volume total. Ce type d'ordre est notamment intéressant pour les professionnels qui ont besoin de traiter des titres peu liquides en grande quantité.

1.1.4. Les nouvelles modalités de négociation

La directive MIF (Marchés d'Instruments Financiers²²) ou MiFID en anglais (*Markets in Financial Instruments Directive*) a entraîné une forme de libéralisation des modalités de négociation. Elle reconnaît, en parallèle des marchés réglementés, deux modalités alternatives de négociation : les systèmes multilatéraux de négociation de titres (MTF-*Multilateral Trading Facility*) et les internalisateurs systématiques (SI-*Systematic Internaliser*). Par conséquent, la MIF a instauré la mise en concurrence des différents modes de négociation des instruments financiers, en donnant un cadre réglementaire et met fin au monopole des marchés financiers traditionnels. Désormais, les trois modes de négociation sont réglementés. Les investisseurs ont le choix entre différentes plateformes de négociation, et donc, entre plusieurs prix de transaction.

Un MTF est un système électronique de confrontation des ordres qui fonctionne comme un marché central. Il gère la rencontre de l'offre et de la demande de titres et détermine un prix auquel la transaction est réalisée. Quant au SI, l'exécution de la transaction est faite par un prestataire de services d'investissement, sans avoir recours au marché central ou à un marché satellite sur son propre stock de titres. Cela permet à ces intermédiaires de croiser les ordres d'achat et de vente de leurs clients et d'exécuter les ordres de bourse en interne.

²² La MIF est publiée au *Journal officiel de l'Union européenne* le 30 avril 2004 et entrée en application en 2007 en France.

1.2. L'asymétrie d'information et la publication volontaire par Internet

L'asymétrie d'information correspond à l'idée que la même information n'est pas partagée également par tous les acteurs du marché. Même si cela était le cas, il ne serait pas certain qu'une même information puisse être perçue de manière identique par tous les acteurs. Par ailleurs, certains investisseurs (comme les dirigeants d'une société) disposent d'une meilleure information et sont donc susceptibles d'avoir des comportements opportunistes. Cette possibilité, risque d'entraîner un effet d'anti-sélection et de compromettre l'efficacité du marché. Dans son article « *The Market for Lemons* », Akerlof (1970) montre comment l'asymétrie d'information peut conduire à la disparition d'un marché de voitures d'occasion. En effet, en supposant que les acheteurs sont en situation d'asymétrie d'information (ils ne distinguent pas les bons produits des mauvais produits) par rapport aux vendeurs de voitures d'occasion, ils ne seront prêts à payer comme prix d'achat, qu'un prix moyen résultant de la moyenne des prix des bonnes et des mauvaises occasions. Or, si les vendeurs des mauvaises occasions sont satisfaits, les vendeurs des bonnes occasions sortent de ce marché.

Les recherches antérieures suggèrent que la communication financière peut réduire le degré d'asymétrie d'information par des moyens directs ou indirects. D'une part, la divulgation peut réduire directement la quantité d'informations privées au sein d'une entreprise. D'autre part, elle limite indirectement l'asymétrie d'information soit en attirant plus d'investisseurs non-informés, soit en réduisant l'incitation à acquérir des informations privées (Diamond, 1985 ; Verrecchia, 2001 ; Welker, 1995 ; *etc.*).

Les investisseurs sur les marchés financiers préfèrent choisir des titres avec lesquels ils sont familiers (Merton, 1987). Par conséquent, une meilleure divulgation d'information accroît la visibilité de l'entreprise et attire plus d'investisseurs non-informés à négocier (Fishman et Hagerty, 1989). Si l'offre d'information stimule l'activité de négociation en provenance d'agents non-informés, la proportion d'ordres en provenance d'agents informés diminue. Le niveau d'asymétrie d'information s'en trouve donc réduit (Kyle, 1985 ; Brown et Hillegeist, 2007).

L'offre d'information peut aussi réduire l'incitation à chercher des informations privées. Les études existantes suggèrent que la publication d'information dissuade les investisseurs de collecter de l'information privée dans un but spéculatif (Fama et Laffer, 1971 ; Hakansson, 1977). Verrecchia (1982) indique que la diffusion d'information est

un substitut à l'information privée. Lorsque les sociétés cotées renforcent la publication d'information auprès d'un public plus large, la motivation des investisseurs à acquérir de l'information privée coûteuse est limitée (Diamond, 1985).

Les recherches théoriques montrent qu'il y a un effet positif de la politique de communication sur la réduction de l'asymétrie d'information. Sur les marchés de contrepartie, Diamond et Verrecchia (1991) prouvent qu'une meilleure information peut réduire la fourchette de prix ainsi que la rétribution des teneurs de marché. Néanmoins, cela risque de pousser certains teneurs de marché à retirer leurs services et à réduire la profondeur du marché (*market depth*). Gajewski (2000) étudie de manière théorique, comment les prix se forment sur un marché d'agences, en tenant compte de l'inégalité des investisseurs face à la communication financière. Il observe que l'asymétrie d'information entre les donneurs d'ordres à cours limité et les donneurs au prix de marché entraîne la formation d'une fourchette de prix croissante avec le coût d'asymétrie d'information.

Les études empiriques aboutissent également à la conclusion d'une relation inverse entre la diffusion d'information et l'asymétrie d'information. Par exemple, Welker (1995) étudie le phénomène d'anti-sélection au cours des périodes pendant lesquelles aucune information nouvelle relative à l'entreprise n'est publiée ou n'est sur le point de l'être. Il prouve l'existence d'une relation négative entre la politique de communication et la fourchette de prix²³. Cette relation reste significative même après le contrôle de la volatilité, du volume de transaction et du niveau de prix. Par conséquent, il conclut qu'une meilleure transparence de l'information réduit l'asymétrie d'information et augmente la liquidité des marchés d'actions.

À partir des travaux de Welker (1995), Petersen et Plenborg (2006) approchent l'asymétrie d'information par la fourchette de prix et le volume de transaction en utilisant un échantillon Danois. Ils observent que le niveau de diffusion de l'information est positivement lié au volume de transaction mais négativement lié à la fourchette de prix. Ces résultats restent valables même après avoir contrôlé l'effet des caractéristiques des entreprises, telles que la taille, la performance, la concentration du capital *etc.* Ils concluent que la fourchette de prix et le taux de rotation des titres sont des indicateurs efficaces pour mesurer l'asymétrie d'information.

²³ Spread = *ask-bid spread* divisé par le prix

Sur le marché français, Gajewski (2000) analyse empiriquement l'ajustement des cours à la diffusion de nouvelles informations. Il observe que l'accumulation d'information pendant la période de fermeture provoque l'arrivée d'un flux important à l'ouverture. L'asymétrie d'information est donc plus importante en début de séance. Cheng *et al.* (2006) examinent l'offre d'information volontaire et l'asymétrie d'information sur la base d'un échantillon Singapourien. En prolongeant les études précédentes, ils distinguent les négociations provenant d'agents informés de celles provenant d'agents non informés afin d'examiner plus précisément l'impact de la diffusion volontaire sur le marché des capitaux. Les résultats prouvent que les négociations en provenance d'agents informés ont un effet conduisant à un accroissement de la fourchette de prix, du volume de transaction et de la volatilité. En revanche, les négociations en provenance des agents non informés peuvent réduire la fourchette de prix. Ils concluent qu'une meilleure politique de communication peut réduire le degré de sélection adverse, le nombre de transactions initiées par des informés, le coût des transactions et le niveau de risque.

Le développement d'Internet renforce la capacité des entreprises cotées à réduire l'asymétrie d'information. En effet, les documents archivés en ligne fournissent un flux d'information continu qui permet aux investisseurs de comparer et d'analyser l'évaluation d'une entreprise. Le moteur de recherche interne du site facilite la collecte des données, surtout pour les investisseurs non sophistiqués. De plus, Internet rend les informations publiques accessibles simultanément pour tous les utilisateurs d'information. Cela est particulièrement important pour les investisseurs étrangers qui ont plus de difficultés à recueillir des informations en utilisant les médias traditionnels, comme le rapport annuel qui est imprimé et acheminé par voie postale.

Plusieurs recherches ont examiné l'impact de la communication par voie électronique en étudiant l'adoption du XBRL²⁴. Les résultats montrent que la technique XBRL améliore la transparence financière et diminue l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux (Debreceeny *et al.*, 2005 ; Pinsker et Li, 2008 ; Yoon *et al.*, 2010). Par comparaison avec ces recherches généralement plus ciblées, notre étude porte sur une approche globale du phénomène de l'offre d'information par voie électronique.

²⁴ **XBRL** (sigle de *eXtensible Business Reporting Language*) est un langage informatique pour décrire les données financières. Il fournit une manière puissante de modéliser les sémantiques d'un rapport.

Dans cette perspective, nous avons développé un indice sophistiqué qui comprend non seulement les caractéristiques techniques de la communication par Internet, mais aussi la qualité et la quantité d'informations incluses sur le site de l'entreprise. En nous fondant sur les arguments théoriques et empiriques qui viennent d'être abordés ci-dessus, nous développons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : Il existe une relation négative entre l'offre d'information volontaire par Internet et l'asymétrie d'information.

Lorsque nous analysons la relation entre l'asymétrie d'information et la politique de communication, la simultanéité entre les deux facteurs doit être prise en compte. Comme cela a été développé ci-dessus, une meilleure transparence réduit le problème de l'asymétrie d'information. Cependant, le degré d'asymétrie d'information peut également inciter les sociétés cotées à avoir une politique proactive en matière de communication.

La perception qu'ont les investisseurs d'une entreprise est essentielle pour les dirigeants, surtout lorsque ces derniers souhaitent financer un projet grâce à des capitaux externes. Dans cette situation, l'asymétrie d'information risque de générer un problème d'anti-sélection qui augmente le coût du financement externe. Si les dirigeants n'arrivent pas à résoudre les effets négatifs causés par l'asymétrie d'information, l'entreprise subit un coût du capital plus élevé (Myers et Majluf, 1984). Par conséquent, les dirigeants qui ont besoin de faire appel public à l'épargne adoptent une stratégie de communication plus active dans l'intention de limiter les problèmes causés par l'asymétrie d'information et de contrôler le coût du financement externe (Healy et Palepu, 2001).

Une série de travaux théoriques et empiriques indique qu'il existe une relation de simultanéité entre l'asymétrie d'information et la diffusion d'informations. Par exemple, Dye (1985) explique théoriquement que l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs peut modifier la politique de communication d'une entreprise. Lang et Lundholm (1993) fournissent des preuves empiriques concernant l'existence de la simultanéité entre les déterminants de la fourchette de prix et la stratégie de communication. Welker (1995) suggère que la politique de communication peut être altérée par le niveau de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. Heflin *et al.* (2005) analysent l'effet simultané entre l'asymétrie d'information et la diffusion de l'information en utilisant la méthodologie des doubles moindres carrés ordinaires (2SLS)

et prouvent l'existence d'une relation négative entre ces deux facteurs. Compte tenu de ces résultats, nous contrôlons l'effet simultané entre l'asymétrie d'information et la politique de communication par la méthode 2SLS qui est généralement utilisée dans les situations similaires. Les détails de cette démarche sont présentés dans la section 3.1.

1.3. Les risques et la publication volontaire par Internet

Les recherches sur l'offre d'information indiquent généralement que les entreprises peuvent réduire l'asymétrie d'information en étant plus transparentes. Ceci peut avoir pour effet d'éviter les surprises négatives liées à la performance et favoriser la stabilité des prix (Lang et Lundholm, 1993). Quant au lien entre la diffusion d'information et le risque, les résultats sont plus nuancés, voire contradictoires, à la fois sur le plan théorique et empirique.

De nombreuses études montrent que le risque est négativement lié à la communication d'information. Patell (1976) prouve que les sociétés cotées peuvent atténuer la volatilité des titres en publiant volontairement des prévisions de résultat. McNichols et Manegold (1983) indiquent que les entreprises cotées sont en mesure de réduire la volatilité si elles publient les rapports financiers semestriels en plus des rapports financiers annuels. Ils montrent également que le risque systématique ne varie pas avec le niveau de diffusion d'informations financières. Cependant, Barry et Brown (1985) démontrent théoriquement que les sociétés cotées risquent de subir un risque systématique plus élevé lorsqu'elles diffusent peu d'information. Par conséquent, ils suggèrent de réduire le risque de marché en renforçant la transparence financière.

D'autres recherches examinent l'impact de nouveaux règlements financiers sur le risque (par exemple, l'introduction de la loi SOX). Stigler (1964), indique que l'adoption de la loi sur les titres (« Securities Act ») augmentant les exigences en matière de transparence financière auprès des sociétés cotées, a pour effet de réduire significativement la variance du prix de l'introduction en bourse. Akhigbe et Martin (2008), comparent le niveau de risque (risque total, systématique et spécifique) avant et après l'adoption de la SOX, en utilisant un échantillon de sociétés anglaises du secteur financier. Ils concluent que le marché financier favorise les sociétés cotées qui améliorent la transparence financière et renforcent le gouvernement d'entreprise. Au regard de ces éléments théoriques et empiriques, nous développons les trois hypothèses suivantes :

Hypothèse 2a : l'offre d'information volontaire par Internet est négativement liée au risque spécifique.

Hypothèse 2b : l'offre d'information volontaire par Internet est négativement liée au risque total.

Hypothèse 2c : l'offre d'information volontaire par Internet est négativement liée au risque systématique.

Toutefois, il ne faut pas ignorer les études qui indiquent une relation positive entre le risque et l'offre d'information. Par exemple, Lang et Lundholm (1993) montrent que les dirigeants qui tentent de réduire l'asymétrie d'information en diffusant plus d'informations, s'exposent parallèlement à une augmentation de la volatilité. Jorgensen et Kirschenheiter (2003) étudient théoriquement le lien entre l'offre d'information obligatoire et le risque. Comme ils le suggèrent dans leur recherche, les sociétés cotées sont supposées générer un risque plus élevé lorsqu'elles renforcent la diffusion d'information réglementée. Bushee et Noe (2000) analysent la relation entre la publication d'information et la volatilité, en contrôlant l'effet des actionnaires institutionnels. Ils suggèrent que ces investisseurs préfèrent les sociétés qui diffusent plus d'informations. Ces investisseurs institutionnels sont cependant capables d'effectuer des opérations agressives, avec un volume de transaction élevé. Ces transactions peuvent alors entraîner une hausse de la volatilité.

2. La méthodologie

2.1. Les mesures des variables principales

2.1.1. L'asymétrie d'information

Pour étudier la relation entre l'offre d'information volontaire et l'asymétrie d'information, il faut tout d'abord mesurer cette seconde variable car elle n'est pas directement observable. En effet, la mesure de l'asymétrie d'information est complexe et pose souvent un problème quant au choix de l'instrument de mesure approprié. Dans les recherches existantes, nous trouvons deux principaux procédés pour étudier l'asymétrie d'information : des mesures calculées à partir de variables sur les marchés financiers et des mesures extraites de la finance d'entreprise. Nous allons faire la synthèse des différentes approches dans la partie suivante.

Asymétrie d'information approchée par la microstructure des marchés financiers

La fourchette de prix est une mesure de microstructure largement utilisée par les études portant sur l'asymétrie d'information (Welker, 1995 ; Petersen et Plenborg, 2006 ; Leuz et Verrecchia, 2000 ; Yoon *et al.*, 2010 ; *etc.*). La taille de la fourchette est un reflet de la divergence entre les acheteurs et les vendeurs pour un titre. Comme nous l'avons mentionné dans la partie précédente, l'asymétrie d'information génère un phénomène de sélection adverse qui aggrave le désaccord entre les investisseurs. Autrement dit, la taille de la fourchette varie positivement avec l'asymétrie d'information. Elle est donc un indicateur pertinent pour représenter le degré d'asymétrie d'information. Notre recherche adopte donc une méthode microstructurelle pour approcher l'asymétrie d'information. En suivant les études existantes (Petersen et Plenborg, 2006 ; Yoon *et al.*, 2010 ; *etc.*), nous calculons la fourchette de prix à l'aide de la formule suivante :

$$\text{Fourchette de prix (Spread)} = \frac{\text{Prix de vente} - \text{Prix d'achat}}{\frac{\text{Prix de vente} + \text{Prix d'achat}}{2}}$$

Au sein de la littérature, la fourchette de prix est utilisée non seulement comme mesure de l'asymétrie d'information, mais aussi comme un indicateur inverse de la liquidité des titres (Heflin *et al.*, 2005). De plus, selon Clarke et Shastri (2001), la fourchette de prix est plus puissante que les autres mesures disponibles en finance d'entreprise (par exemple, les opportunités de croissance, la volatilité *etc.*), pour expliquer la variation de l'asymétrie d'information.

En outre, il est nécessaire de signaler que la fourchette de prix ne porte pas la même signification dans les deux types de marchés mentionnés dans la section précédente. Sur les marchés de contrepartie, chaque teneur de marché annonce le prix auquel il est prêt immédiatement à acheter (prix offert - *bid*) ou vendre (prix demandé - *ask*) une quantité minimale. Les prix retenus sont le prix demandé le plus faible et le prix offert le plus élevé. Le prix offert est naturellement inférieur au prix demandé. La fourchette de prix, *l'inside bid-ask spread*, reflète donc l'écart entre le meilleur prix à l'offre et le meilleur prix à la demande auquel les transactions sont effectuées auprès des teneurs de marché.

En parallèle, sur les marchés d'agences, il existe deux grandes catégories d'ordres : les ordres à tout prix et les ordres à cours limité. Les ordres à tout prix sont émis par des investisseurs n'ayant aucune exigence en termes de prix et représentent par conséquent

la demande de liquidité. En revanche, les ordres à cours limité sont émis par les investisseurs qui émettent des conditions sur les prix. Ce type d'ordre est exécuté sur la limite en attente. Les donneurs d'ordres à cours limité sont donc, de fait, offreurs de liquidité et se comportent, dans un sens, comme des teneurs de marché sur les marchés de contrepartie. La notion de fourchette de prix sur les marchés de contrepartie peut donc être transposable aux marchés d'agences. Sur ces derniers, où la transaction se fait par le biais d'un carnet d'ordres, la fourchette de prix correspond à l'écart des meilleures limites proposées à l'achat et à la vente.

Une avancée significative sur la mesure d'asymétrie d'information a été le développement de modèles qui décomposent la fourchette de prix. Dans la littérature liée à la microstructure des marchés financiers, la fourchette de prix s'explique par trois composantes : le coût d'inventaire, le coût de traitement des ordres et le coût d'anti-sélection. Concernant le coût de traitement des ordres, ce dernier est subi par les fournisseurs de liquidité (Demsetz, 1968). Compte tenu de l'organisation des marchés de contrepartie, il est inévitable pour les teneurs du marché.

Le coût d'inventaire représente le risque de stockage supporté par les offreurs de liquidité. Sur les marchés de contrepartie, les teneurs de marché sont obligés de répondre aux ordres émis par les investisseurs. En revanche, sur les marchés d'agences, les opérateurs à cours limité n'ont pas l'obligation de fournir de la liquidité. Par conséquent, le coût d'inventaire sur les marchés d'agence est potentiellement inférieur à celui observé sur les marchés de contrepartie (Maghraoui, 2008).

En parallèle, l'asymétrie d'information entraîne un risque potentiel de sélection adverse. La présence de certains investisseurs dotés d'informations supérieures sur la valeur des titres, peut générer un coût d'anti-sélection pour le teneur de marché sur des marchés dirigés par les prix. C'est le même risque que subissent les offreurs de liquidité sur les marchés d'agence. Les teneurs de marché sont rémunérés pour ce risque en élargissant la fourchette de prix (Kyle, 1985). En effet, le coût d'anti-sélection représente une part significative de la fourchette de prix dans les deux types de marchés (Handa *et al.*, 1998). Par exemple, Brockman et Chung (1999) observent que ce coût représente environ 33 % de la fourchette de prix sur le marché financier de Hong Kong. Ce pourcentage monte jusqu'à 95 % sur le marché mexicain dans la recherche effectuée par Silva et Chavez (2002).

La composante d'anti-sélection peut être traitée comme une fonction du degré d'asymétrie d'information (Van Ness *et al.*, 2001). Certaines recherches utilisent directement la composante d'anti-sélection alors que d'autres emploient la fourchette de prix comme proxy de l'asymétrie d'information. Si la mobilisation de la composante d'anti-sélection de la fourchette de prix a un meilleur potentiel explicatif, les modèles de sélection adverse devraient fournir une performance explicative plus puissante que celle utilisant directement la fourchette de prix. La recherche de Van Ness *et al.* (2001) prouve en utilisant cinq modèles de décomposition de la fourchette de prix (Glosten et Harris, 1988 ; George *et al.*, 1991 ; Huang et Stoll, 1977 ; Lin *et al.*, 1995 ; Madhavan *et al.*, 1997), que ces derniers ne donnent pas de meilleurs résultats que la fourchette de prix pour mesurer l'asymétrie d'information. Il n'existe pas de différence significative entre ces modèles et la fourchette de prix. De plus, il semble que certains modèles se présentent comme une transformation de la fourchette de prix. Par conséquent, les auteurs suggèrent d'utiliser ces modèles avec prudence.

Asymétrie d'information approchée par les mesures en finance d'entreprise

En dehors des approches courantes mentionnées ci-dessus, il existe également des mesures diverses, issues de la finance d'entreprise. Parmi celles-ci, notons les comportements des analystes financiers, les opportunités de croissance, l'endettement, les dépenses pour la recherche et le développement (R&D) et les actifs intangibles.

➤ Les analystes financiers

Une autre approche pour mesurer l'asymétrie d'information consiste à étudier le nombre d'analystes financiers suivant le titre et la dispersion de leurs prévisions. En effet, les analystes financiers jouent un rôle d'autant plus important dans la communication financière que leur nombre augmente, la production d'information devenant plus active. La recherche de Brennan et Subrahmanyam (1995) prouve que la présence de spécialistes financiers réduit la composante d'anti-sélection de la fourchette de prix. De plus, les titres suivis par un plus grand nombre d'analystes financiers réagissent plus rapidement (Brennan *et al.*, 1993). Ces recherches indiquent une relation positive entre le nombre d'analystes financiers et le niveau de l'asymétrie d'information. Cependant, l'étude de Chung *et al.* (1995) fournit des résultats contradictoires. En examinant l'effet du nombre d'analystes financiers sur la taille de la fourchette de prix et en utilisant des modèles simultanés, ils prouvent que l'augmentation du nombre d'analystes aboutit à un

élargissement de la taille de la fourchette de prix. Une explication possible consisterait à penser que les analystes financiers ont une préférence pour les titres qui leurs permettent d'accéder à une source d'information supplémentaire. Ces spécialistes profiteraient de cet avantage informationnel pour en tirer plus de bénéfice.

Plus l'asymétrie d'information est forte, plus la dispersion des prévisions des analystes financiers devrait être grande. Lang et Lundholm (1996) et Healy *et al.* (1999) examinent l'impact de la politique de communication sur le nombre d'analystes financiers suivant le titre et la dispersion des prévisions faites par ces derniers. Les résultats empiriques font apparaître d'abord une relation positive entre la diffusion d'information et le nombre d'analystes. Cela peut être lié au fait qu'une meilleure diffusion de l'information attire davantage les analystes et leur demande une plus grande attention de leur part pour interpréter cette information. Les résultats prouvent également que les prévisions concernant les sociétés adoptant une meilleure politique de communication restent plus précises et homogènes. Sur un échantillon d'entreprises appartenant à 22 pays, Hope (2003) prouve l'existence d'un lien négatif entre la diffusion d'information par le rapport annuel et l'erreur de prévision des analystes financiers. Cela confirme l'idée qu'une information plus détaillée peut réduire l'incertitude sur les titres et améliorer la précision des prévisions des analystes financiers. Autrement dit, plus la diffusion d'information s'améliore, plus l'erreur de prévision diminue.

➤ Les opportunités de croissance

La finance d'entreprise utilise souvent le rapport entre la valeur boursière de l'action et la valeur comptable (*market to book*), comme indicateur des opportunités de croissance. Les sociétés qui ont de grandes opportunités de croissance sont généralement jeunes et se situent dans des secteurs plus concurrentiels. Les informations détaillées publiées risquent d'avoir comme résultante l'entrée de nouveaux concurrents dans le marché, entraînant de ce fait une réduction des bénéfices. Par conséquent, les dirigeants de ces entreprises sont plutôt réservés quant à la diffusion volontaire d'information. Cette réaction leur permet de garder des avantages dans un marché concurrentiel. De plus, Smith et Watts (1992) suggèrent que les projets d'investissement des entreprises en phase de croissance sont souvent plus risqués. Il est plus difficile pour les investisseurs

de mesurer la valeur des entreprises en croissance. Le problème potentiel de l'asymétrie d'information est donc plus prononcé dans ces entreprises.

➤ L'endettement

Le niveau d'endettement est un des facteurs qui déterminent les charges fixes des entreprises et, par conséquent, leurs résultats d'exploitation. Van Ness *et al.* (2001) supposent qu'il existe une relation positive entre la volatilité des résultats et le ratio d'endettement. En effet, une volatilité plus élevée peut signifier que les actionnaires s'exposent davantage aux problèmes d'asymétrie d'information. Cependant, ces hypothèses ne sont pas validées par les résultats empiriques.

➤ La recherche et développement (R&D)

Les frais de recherche et de développement représentent une dépense significative pour certaines sociétés. Étant donné que les résultats de ces projets ne sont pas certains, il est difficile d'évaluer la valeur future des entreprises qui investissent fortement dans cette voie. De plus, les sociétés peuvent être soucieuses de préserver les détails du projet de recherche afin d'en garder les avantages concurrentiels. Pour ces entreprises, cette situation peut donc contribuer à augmenter l'asymétrie d'informations.

➤ L'actif intangible

De la même façon, il est difficile d'estimer la valeur de l'actif incorporel (par exemple, écart d'acquisition ou brevet) de manière totalement objective. Lorsque ce type d'actif prend une part importante de l'actif total, l'incertitude sur la valeur de l'entreprise augmente. Tout comme l'effet de la Recherche et Développement, l'incertitude entourant les actifs intangibles peut influencer le niveau d'asymétrie d'information.

Cependant, ce ne sont pas des mesures directes de l'asymétrie d'information. Ils révèlent plutôt dans quelles circonstances l'asymétrie d'information est supposée être plus ou moins élevée (Van Ness *et al.*, 2001). C'est pourquoi Clarke et Shastri (2001) indiquent que la fourchette de prix est plus puissante pour expliquer la variation de l'asymétrie d'information que les mesures disponibles en finance d'entreprise.

2.1.2. Le risque total, spécifique et systématique

Selon Vernimmen *et al.* (2011), « la notion de risque en finance est très proche de celle d'incertitude. Le risque d'un titre financier peut ainsi avoir plusieurs origines. Quelle

que soit sa nature, tout risque se traduit par une fluctuation de la valeur du titre financier ». Par conséquent, le risque d'un titre financier est souvent représenté par sa volatilité. Dans notre recherche, ce risque (appelé « risque total » pour le distinguer du risque systématique et du risque spécifique dans la partie suivante) est calculé par la variance des rentabilités des titres. Cette volatilité représente l'importance des fluctuations de valeur d'un actif : pour un titre, plus la volatilité est forte, plus le risque est élevé.

Dans la théorie moderne du portefeuille, nous distinguons souvent le risque de marché et le risque spécifique. Le risque de marché (appelé aussi « risque systématique ») est le risque qui résulte des fluctuations des prix des instruments financiers composant un portefeuille. Il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêts, de l'inflation *etc.* Ce risque influence tous les titres financiers du marché. Le risque de marché est inévitable, c'est pourquoi nous l'appelons également « risque non-diversifiable » (Vernimmen *et al.*, 2011). Le risque systématique est la part du risque total qui touche tous les titres financiers du marché.

Contrairement au risque systématique, le risque spécifique est lié à un titre financier en particulier. Il est indépendant des événements qui touchent l'ensemble du marché financier et englobe uniquement les risques induits par l'entreprise elle-même. Le risque spécifique est imprévisible mais diversifiable. On l'appelle également « risque intrinsèque » ou « risque idiosyncrasique ».

Dans notre recherche, le risque de marché et le risque spécifique, sont calculés à partir du modèle de marché qui est à l'origine des travaux de Markowitz (1959) et qui par la suite a été développé par Sharpe (1964). Il s'agit d'une fonction à un seul facteur qui simplifie la réalité en supposant que la variation des rentabilités d'un titre est due à l'influence du marché, en général, et à des causes purement spécifiques à chaque entreprise. Par conséquent, le modèle de marché décompose la rentabilité d'un titre en deux parties : une partie due à la variation du marché, l'autre partie due à la variation spécifique du titre. En effet, il suppose que le facteur de marché est le seul facteur commun à tous les titres et que les rentabilités spécifiques du titre sont indépendantes de celles du marché. Le modèle de marché se présente sous la forme suivante :

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

Dans cette équation :

- R_{it} est le taux de rentabilité du titre i , pendant la période t ;
- R_{mt} est le taux de rentabilité du marché pendant la période t . En pratique, ce taux est représenté généralement par le taux de rentabilité d'un indice global. Dans notre recherche, c'est le taux de rentabilité journalier de l'indice SBF en 2007 ;
- Bêta exprime la sensibilité des variations du titre i à celles du marché ;
- Alpha représente l'intersection de la droite de régression avec l'axe des ordonnées ; C'est la rentabilité spécifique du titre i lorsque la rentabilité du marché est nulle ;
- Epsilon est le terme d'erreur.

Pour notre recherche, le risque spécifique est calculé par l'écart-type des résidus (ε) tandis que le risque systématique est représenté par le coefficient bêta.

Il faut signaler que le problème principal du modèle de marché est qu'il tend à expliquer une réalité complexe en un seul facteur. En réalité, le facteur de marché n'est pas le seul qui puisse influencer simultanément sur tous les titres. Cette simplification importante de la réalité a été critiquée par plusieurs recherches (Fama et French, 1992). Malgré ces limites, le modèle de marché reste un modèle de référence pour la gestion de portefeuille. Il est largement mobilisé dans les recherches existantes pour comprendre le lien entre la rentabilité et le risque.

2.1.3. L'offre d'information volontaire par Internet

Il existe généralement deux méthodes pour évaluer le niveau de l'offre d'information. La première méthode est indirecte et considère un indice de divulgation créé par les chercheurs. La seconde méthode est directe et elle mobilise les estimations publiées par les institutions professionnelles qui évaluent régulièrement l'offre d'information d'entreprises cotées. Par exemple, l'AIMR publie annuellement un rapport d'évaluation de transparence financière pour les sociétés cotées à la Bourse de New York. Les scores fournis par ce rapport sont utilisés par plusieurs travaux sur l'offre d'information (Lang et Lundholm, 1993 ; Gelb, 2000, *etc.*). En France, Labelle et Schatt (2005) utilisent « le

prix du meilleur rapport annuel » comme un critère de bonne communication et présentent le niveau de diffusion d'information par une variable binaire. Pour l'offre volontaire d'information par voie électronique, il n'existe pas de mesure directe comprenant toutes les entreprises françaises cotées de notre échantillon. Nous avons donc choisi de suivre la première méthode en développant un indice d'évaluation.

De nombreuses recherches ont établi différents indices pour évaluer la communication financière par le rapport annuel. Cependant, il n'y a pas de théorie générale pour définir la procédure et la constitution de l'indice. Le nombre et le choix des items le composant changent d'une étude à l'autre selon l'objet de la recherche. De plus, il y a peu d'indices qui ont été spécialement construits pour analyser les sites des entreprises. Parmi ceux-ci, notons Deller *et al.* (1999), Pirchegger et Wagenhofer (1999), Ashbaugh *et al.* (1999), Ettredge *et al.* (2001), et Marston et Polei (2004), qui ont construit des indices sophistiqués, spécifiquement destinés à évaluer l'offre d'information par Internet. En nous inspirant de ces cinq recherches antérieures, nous avons établi un indice composé de 50 items qui ne concernent que l'information volontaire.²⁵ Afin de mieux comprendre comment les différents types d'information sont liés aux facteurs de gouvernance, ces 50 items sont classés en plusieurs groupes :

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

Le calcul de l'indice se fait de la manière suivante : nous avons accordé un point pour chaque item présent sur le site et aucun dans le cas contraire. L'entreprise peut obtenir un score total (Score V) de 50 points maximum pour cet indice. Nous examinons non seulement le contenu du site, mais aussi la façon dont les informations sont présentées. Par conséquent, ce score peut être divisé en 2 parties : le score relatif au contenu du site

²⁵ Les items relatifs à l'information obligatoire n'ont pas été pris en compte afin de rester dans la problématique de l'information volontaire.

(Score C, Maximum : 29 points) et le score relatif à la présentation du site (Score P, Maximum : 21 points).²⁶

Les investisseurs s'intéressent principalement aux informations financières et comptables (Marston et Polei, 2004). De manière complémentaire, il peut leur être utile de disposer d'informations concernant la gouvernance afin de mieux comprendre l'évaluation et l'avenir de l'entreprise. Nous avons donc regroupé, et représenté par le Score I, seize items appartenant au contenu du site. Au final, nous avons étudié l'avantage de la diffusion par Internet par rapport à la diffusion d'information par le rapport annuel. Les items concernant le caractère récent de l'information, la simplicité et la facilité d'utilisation ont été sélectionnés et représentés par le Score W (Maximum : 29 points). La description de cet indice est présentée dans le tableau 2.1.

2.2. Les modèles d'analyse

Dans cette section, nous détaillons les trois modèles d'analyse utilisés pour tester l'impact de l'offre d'information sur le marché financier français.

2.2.1. Le modèle de l'asymétrie d'information

En plus de l'offre d'information volontaire par Internet (*Score V*), des variables additionnelles sont incluses dans le modèle pour analyser les déterminants de la fourchette de prix. Celles-ci comprennent le taux de rotation des titres, la volatilité, le prix du titre, la concentration du capital et la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels. Ces variables sont généralement utilisées dans les études relatives à l'asymétrie d'information (Botosan, 1997 ; Lang et Lundholm, 1993 ; Leuz et Verrecchia, 2000 ; Petersen et Plenborg, 2006).

➤ La liquidité (*Turnover*)

Le volume de transaction traduit la volonté des acteurs sur les marchés financiers de négocier et de réaliser des transactions. Les investisseurs préfèrent des titres qu'ils connaissent bien. Par conséquent, le volume de transaction reflète la popularité des titres sur le marché des capitaux (Leuz et Verrecchia, 2000). Les titres les plus liquides sont relativement plus attractifs tandis que les titres les moins liquides sont souvent sous-

²⁶ Score V=Score C+Score P

estimés. Autrement dit, des entreprises peuvent subir un coût du capital plus élevé. En réaction à cette situation, si ces entreprises diffusent plus d'information financière, elles ont la possibilité d'attirer plus facilement des investisseurs, de limiter l'effet négatif généré par le phénomène d'anti-sélection et de réduire le degré d'asymétrie d'information (Botosan et Plumlee, 2002 ; Diamond et Verrecchia, 1991). La liquidité des titres est donc supposée être négativement liée à l'asymétrie d'information. Plusieurs recherches (Petersen et Plenborg, 2006 ; Cheng *et al.*, 2006 ; *etc.*) ont utilisé le volume de transaction comme un indicateur de l'asymétrie d'information. Dans notre étude, la liquidité est représentée par le taux de rotation des titres.

➤ La volatilité des taux de rentabilité (*Volatilité*)

Sur les marchés de capitaux, la volatilité représente le niveau de l'incertitude et permet de mesurer le risque. L'asymétrie d'information accroît l'incertitude perçue par les investisseurs financiers. Lorsque le niveau de l'asymétrie d'information est faible, le marché financier est plus efficace et la volatilité devient relativement plus faible. Yoon *et al.* (2010) prouvent empiriquement que la fourchette de prix est négativement liée à la volatilité. Dans nos travaux, la volatilité est mesurée par l'écart type des rentabilités des titres.

➤ Le prix du titre (*Prix*)

Les recherches empiriques fournissent des résultats mitigés concernant la relation entre la fourchette de prix et le niveau de prix. Certaines prouvent empiriquement que le prix est positivement associé à la fourchette de prix (Amihud et Mendelson, 1986 ; Glosten et Harris, 1988 ; Yoon *et al.*, 2010). D'autres arguent que le prix du titre est le reflet des coûts fixes des activités sur les marchés financiers. Par conséquent, ce dernier est supposé être négativement lié à la fourchette de prix (Stoll, 1978 ; Welker, 1995 ; Venkatesh et Chiang, 1986). Dans le but d'essayer d'éclaircir ces nuances, nous allons vérifier la relation entre la fourchette de prix et le prix du titre, en mobilisant la moyenne des prix de clôture de l'année 2007.

➤ La concentration du capital (*Bloc*)

Les études sur l'asymétrie d'information, suggèrent que les investisseurs minoritaires, sont dans une position défavorable par rapport aux dirigeants et aux actionnaires majoritaires qui, de par leur avantage informationnel, peuvent être tentés de les spolier.

L'accès à l'information devient donc pour eux crucial. Lorsque la structure de propriété de l'entreprise est concentrée, les actionnaires majoritaires possèdent relativement plus d'influence sur la stratégie de communication des entreprises. Étant donné que ces investisseurs peuvent tirer plus facilement des bénéfices en conservant des informations privées, ils ont tendance à diminuer l'intensité de la communication et par conséquent aggravent le problème de l'asymétrie d'information. Une relation positive entre la concentration du capital et l'asymétrie d'information est donc présumée. La concentration du capital est mesurée par la part de capital détenue par le Bloc. Nous entendons par « Bloc » un groupe d'actionnaires détenant une part significative du capital (au moins 5 %).

➤ Les investisseurs institutionnels (*Institution*)

L'influence des investisseurs institutionnels sur l'asymétrie d'information, dépend de leur horizon d'investissement, et surtout de leur capacité à rassembler des informations. Certains investisseurs institutionnels, possédant un horizon d'investissement de long terme et un portefeuille très diversifié, peuvent traiter la diffusion d'information comme un mécanisme de surveillance. La présence de ce type d'investisseur est supposée avoir une influence positive sur la politique de communication, et diminuer le niveau de l'asymétrie d'information. Cependant, il existe également des investisseurs institutionnels qui réalisent des opérations sur la base d'informations privées. Ce type d'investisseur tire un bénéfice des asymétries d'information. La relation entre les investisseurs institutionnels et l'asymétrie d'information est donc à évaluer. Dans cette perspective, nous mesurons la propriété institutionnelle par la part de capital détenue par ceux-ci.

Nous résumons le modèle par l'équation suivante :

$$\text{Asymétrie d'information (Spread)} = f(\text{Score } V, \text{ Turnover}, \text{ Volatilité}, \text{ Prix}, \text{ Bloc}, \text{ Institution})$$

2.2.2. Le modèle du risque

En suivant le travail de Akhigbe et Martin (2008), nous avons choisi la problématique de la gouvernance pour aborder les déterminants du risque des entreprises cotées. Dans les faits, les recherches existantes fournissent généralement des résultats nuancés concernant l'impact du gouvernement d'entreprise sur le niveau de risque. Dans la partie suivante, nous réalisons une synthèse de la littérature et exposons les mesures concernant huit variables de gouvernance et cinq variables de contrôle.

Les variables de gouvernance

Selon le Rapport Viénot I, le conseil d'administration doit « demeurer une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise ». De plus, il précise la mission du conseil d'administration en notant : « Il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes ». Le conseil d'administration peut donc jouer un rôle prépondérant dans le management du risque. Comme Raber (2003) l'indique dans son étude, le conseil est chargé d'observer et de surveiller les stratégies des dirigeants en matière de gestion des risques.

À partir de ces observations, la question liée à l'efficacité des conseils à travers la conception du gouvernement d'entreprise émerge. À celle-ci, il n'existe pas de réponse arrêtée. Pathan (2009) souligne que l'efficacité du conseil pour surveiller le risque du management et limiter l'opportunisme managérial, est déterminée par la taille et la composition du conseil. Dans un premier temps nous analysons et faisons la synthèse de l'impact des caractéristiques du conseil sur le risque.

➤ La taille du conseil (*Board*)

Globalement, les études antérieures montrent qu'un conseil de grande taille est moins efficace qu'un conseil de petite taille. Un conseil de trop grande taille dilue le pouvoir du vote de chacun de ses membres. Par conséquent, les administrateurs deviennent de moins en moins décisifs. Cette situation peut entraîner des problèmes d'agence de type « *director free-riding* » (Jensen, 1993 ; Lipton et Lorsch, 1992). Yermack (1996)

indique qu'un conseil avec peu d'administrateurs est plus efficace qu'un conseil de grande taille. Lipton et Lorsch (1992) suggèrent de prendre 10 membres comme référence d'efficacité. Selon ces auteurs, un conseil comprenant plus de 10 administrateurs n'est pas en mesure de fonctionner efficacement.

Les intérêts des actionnaires étant mieux pris en compte sous la direction d'un conseil efficace, les recherches empiriques considèrent généralement que les actionnaires ont plus d'intérêts à accroître le risque d'activité de la firme, afin d'augmenter leur richesse (par exemple, Akhigbe et Martin, 2008). Un conseil de petite taille devrait imposer aux dirigeants la décision d'investir dans des projets risqués mais rentables. La taille du conseil peut donc être négativement liée au risque de la firme. D'ailleurs, Pathan (2009) valide empiriquement cette hypothèse.

➤ La dissociation des fonctions de président et de directeur général (*Dissociation*)

Le pouvoir possédé par le président du conseil influe fortement sur l'indépendance et l'efficacité de celui-ci. Les codes de bonne conduite du gouvernement d'entreprise suggèrent de séparer les fonctions de président et de directeur général, afin de ne pas trop concentrer de pouvoirs entre les mains d'un responsable exécutif. La séparation des fonctions est favorable à l'indépendance du conseil, tandis que le cumul des fonctions risque d'accélérer le problème d'opportunisme managérial et, par voie de conséquence, nuire à la performance de l'entreprise.

Parallèlement, Akhigbe et Martin (2008) indiquent qu'un engagement élevé du PDG dans les activités de management, peut nuire au fonctionnement du conseil et de ses comités spécifiques dans la réalisation de leur mission de surveillance. Smith et Stulz (1985) suggèrent également que les dirigeants de banques y compris le PDG, ont plus d'intérêts à limiter le risque en raison de la recherche de sécurité professionnelle. Lorsque le directeur général préside aussi le conseil, il détient assez de pouvoirs et d'influence pour convaincre les membres du conseil d'accepter des stratégies moins risquées. Par la suite, Pathan (2009) prouve que le cumul des fonctions de président et de directeur général, est négativement lié au niveau de risque dans le secteur bancaire.

➤ Les comités de surveillance au sein du conseil (*Comités*)

Comme cela a été recommandé par les codes de bonne conduite du gouvernement d'entreprise, de plus en plus d'entreprises ont créé des comités spécifiques au sein de

leur conseil. Ces comités *ad hoc* permettent aux administrateurs possédant certaines compétences spécifiques, de se concentrer sur une dimension particulière de leur mission. Cette disposition organisationnelle permet *in fine*, l'amélioration de l'efficacité du travail du conseil. De plus, ces comités ont pour rôle, de protéger les intérêts des actionnaires et d'effectuer un contrôle de la performance des dirigeants.

La création de comités au sein du conseil est supposée être en mesure d'augmenter l'efficacité de la gouvernance et de réduire les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, lorsque les intérêts des dirigeants et des actionnaires se confondent, la prise de risque de ces deux types d'acteurs étant égale, les dirigeants participent pleinement à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Par conséquent, nous pouvons supposer une relation positive entre la mise en place des comités de surveillance et le niveau de risque des activités de l'entreprise.

Lorsque l'on étudie les comités de surveillance séparément, leur effet sur le risque peut être différent. Le comité d'audit assure le contrôle interne et la fiabilité de l'information fournie aux actionnaires. Une mission importante du comité des comptes consiste à surveiller et à contrôler le niveau de risque. La mise en place de ce type de comité peut donc pénaliser le niveau de risque. Le comité de rémunération a pour mission quant à lui d'émettre des avis sur la politique de rémunération des dirigeants. Lorsqu'il souligne le lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants, ces derniers sont susceptibles d'augmenter la performance en prenant davantage de risques. Par conséquent, une relation positive entre le comité de rémunération et le risque est supposée. Concernant le comité de nomination, le rapport Bouton insiste sur l'importance de sa mission concernant le plan de succession des mandataires et la sélection des nouveaux administrateurs. Ce comité doit donc pousser les dirigeants à gouverner dans l'intérêt des actionnaires pour la succession de leur mandat.

➤ Le régime de gouvernance (*Régime*)

En comparaison avec le régime moniste, le régime dualiste est considéré comme un mécanisme plus efficace car il permet une meilleure séparation des pouvoirs et un meilleur fonctionnement des instances de gouvernance. En effet, le conseil de surveillance des sociétés en régime dualiste est en mesure d'examiner et de donner son point de vue sur toutes les décisions relatives à la stratégie de l'entreprise. De plus, le directoire a besoin d'autorisations de la part du conseil de surveillance lorsqu'il souhaite

mener une action. Par conséquent, les actionnaires du régime dualiste contrôlent davantage les comportements des dirigeants et sont mieux protégés contre le risque d'opportunisme managérial.

Comme les études antérieures l'indiquent, les dirigeants essaient d'éviter le risque afin de préserver leur sécurité professionnelle, tandis que les actionnaires cherchent à l'augmenter pour accroître leur richesse. Les sociétés en régime dualiste sont donc susceptibles de présenter un niveau de risque plus élevé que les sociétés monistes.

Par ailleurs, les recherches dans ce domaine montrent la nécessité de retenir des critères liés à la structure de propriété de l'entreprise. Pour ces raisons, nous introduisons deux variables concernant la propriété des firmes cotées, la concentration du capital et l'actionnariat institutionnel.

➤ La concentration du capital (*Bloc*)

Selon la théorie de l'agence, la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise génère des conflits d'intérêts entre les propriétaires et les dirigeants. La structure de propriété influençant la motivation des dirigeants pour la prise de risque (Caprio *et al.*, 2007), de nombreuses recherches ont observé une relation significative entre la concentration du capital et le niveau du risque d'activité. Cependant, il n'existe pas de consensus quant au sens de la relation (Demsetz et Strahan, 1997 ; Chen *et al.*, 1998 ; Anderson et Fraser, 2000).

Selon l'étude de Pathan (2009), les propriétaires de banques, favorisent les activités risquées dans le but de couvrir les dépenses liées au dépôt, et dans l'optique de réaliser un bénéfice. En revanche, les dirigeants de banques ont une aversion plus prononcée pour le risque car ils craignent de perdre leur poste ou de mettre en danger leur réputation professionnelle si les projets risqués échouent (Saunders et Cornett, 2006). Même si les actionnaires possèdent la banque, c'est bien les dirigeants qui contrôlent directement le niveau de risque en intervenant quotidiennement sur le management. Par conséquent, les actionnaires majoritaires sont tentés de faire pression sur le dirigeant pour accroître la valeur de l'entreprise et aussi le risque sous-jacent. Cependant, les dirigeants tentent simultanément de limiter le risque en raison de leur attachement à la sécurité professionnelle (Anderson et Fraser, 2000 ; Guay, 1999 ; Pathan, 2009).

Par rapport aux actionnaires minoritaires, les actionnaires majoritaires peuvent s'engager plus facilement dans le management au quotidien et avoir une influence plus prononcée sur la stratégie de l'entreprise. Le degré de concentration du capital est un reflet de la puissance des actionnaires majoritaires. Plus la propriété est concentrée, plus les actionnaires majoritaires possèdent de pouvoir pour contrôler et orienter les dirigeants. Étant donné que ces actionnaires ont plus d'intérêt à accroître le risque d'activité de la firme afin d'augmenter leur richesse, une relation positive entre la concentration du capital et le niveau de risque est supposée.

➤ Les investisseurs institutionnels (*Institution*)

Les recherches existantes fournissent des conclusions contradictoires quant à l'impact des investisseurs institutionnels sur la volatilité. Certaines indiquent que les investisseurs institutionnels préfèrent choisir des titres peu volatiles afin de garder une image prudente auprès de leurs clients (Badrinath *et al.*, 1989). De plus, les investisseurs institutionnels sont souvent considérés comme étant plus raisonnables que les investisseurs individuels, en raison de leurs connaissances financières et de leur expérience professionnelle (Lakonishok *et al.*, 1994).

Cependant, certaines recherches arguent que la volatilité d'un titre peut être augmentée en raison de la présence d'investisseurs institutionnels sur les marchés car ils sont capables d'opérer en grande quantité. En effet, les investisseurs institutionnels préfèrent des titres volatiles lorsque les échanges « informés » se dissimulent facilement (Sias, 1996). La recherche de Potter (1992) confirme empiriquement une relation positive entre la part de capital détenue par des actionnaires institutionnels et la volatilité.

En outre, les investisseurs institutionnels sont plus attachés à des titres liquides et à des sociétés diffusant plus d'information (Gompers et Metrick, 1998 ; Healy *et al.*, 1999). À partir de ce constat, Bushee et Noe (2000) développent des recherches tenant compte de l'impact potentiel de la communication financière. Leurs résultats mettent en lumière le fait que les actionnaires institutionnels de long terme, ayant un taux de rotation de portefeuille relativement plus faible que la moyenne, s'intéressent à la publication financière. Par conséquent, réussir à attirer ce type d'investisseurs, pourrait permettre de réduire la volatilité des titres. En revanche, les investisseurs institutionnels, qui achètent des titres à court terme en réalisant des opérations en grand volume sur le marché

financier, peuvent accroître la volatilité. Ils concluent donc que l'impact global des investisseurs institutionnels sur la volatilité des titres est presque neutre.

Les variables de contrôle

En suivant le travail d'Akhigbe et Martin (2008), quatre variables de contrôle sont également introduites dans le modèle d'analyse :

- La taille de l'entreprise (*Ln Cap*)

La taille de l'entreprise est mesurée par la transformation logarithmique de sa capitalisation boursière.

- La performance (*ROA*)

La performance de l'entreprise est représentée par la rentabilité économique.

- Le taux d'endettement (*Endettement*)

Le taux d'endettement est représenté par le rapport de la dette à long terme sur l'actif total.

- Les opportunités de croissance (*MB*)

Les opportunités de croissance sont mesurées par le rapport entre la valeur boursière de l'action et la valeur comptable.

Nous résumons ce modèle par l'équation suivante :

$$\mathbf{Risque} = f(\mathbf{Board, Dissociation, Comités, Régime, Bloc, Institution, Ln Cap, ROA, Endettement, MB})$$

2.2.3. Le modèle de l'offre d'information par Internet

Les déterminants de l'offre d'information volontaire ont été examinés dans de nombreuses recherches. La plupart étudient la diffusion par les médias traditionnels, tel que le rapport annuel. À partir des travaux de Pirchegger et Wagenhofer (1999) et Deller *et al.*(1999), des recherches ont commencé à s'interroger sur la publication d'information par voie électronique. En nous fondant sur l'étude empirique du chapitre 2, nous avons établi un modèle de l'offre d'information volontaire par Internet, en introduisant sept variables de gouvernance et sept variables caractérisant l'entreprise :

➤ La concentration de la propriété (*Bloc*)

Les actionnaires majoritaires ont généralement recours à des sources d'information internes à l'entreprise et dépendent moins de la communication financière publique. De plus, ils ont intérêt à préserver leur avantage informationnel afin de continuer à en tirer des bénéfices privés. Par conséquent, les sociétés dont la structure de propriété est concentrée sont susceptibles de diffuser moins d'informations sur leur site.

➤ Les investisseurs institutionnels (*Institution*)

L'horizon d'investissement des investisseurs institutionnels ainsi que leur capacité à rassembler des informations, déterminent leur attitude vis à vis de la stratégie de communication (Bushee et Noe, 2000). Lorsque les actionnaires institutionnels détiennent une part importante du capital à long terme, ils peuvent obtenir des informations privées grâce à leur réseau et leur influence au sein de l'entreprise. Ils n'ont donc pas besoin d'information publique pour surveiller la gestion de l'entreprise. Ils peuvent même être tentés de ralentir la diffusion de certaines informations. En revanche, les investisseurs institutionnels de long terme qui détiennent des portefeuilles très diversifiés, s'intéressent eux à la communication d'information et tiennent à renforcer la transparence afin de s'assurer que les intérêts de l'entreprise convergent bien avec les leurs.

➤ Les investisseurs étrangers (*Etranger*)

En effet, il est plus difficile pour les investisseurs étrangers, par rapport aux nationaux, de collecter des informations concernant les entreprises. Tout comme les petits investisseurs, ils essaient de renforcer leur surveillance à l'égard des entreprises. En réaction, les dirigeants ont tendance à diffuser plus d'informations financières pour anticiper les problèmes d'agence sous-jacents.

➤ Le régime de gouvernance (*Régime*)

Grâce à une meilleure séparation des pouvoirs et à un contrôle renforcé au sein de l'entreprise, la forme dualiste peut être considérée comme la plus efficace pour se protéger de l'opportunisme managérial et encourager les dirigeants à renforcer la transparence. Cependant, les résultats empiriques du chapitre 1 démontrent que les sociétés monistes diffusent plus d'informations par Internet. Il semble donc que l'offre

d'information volontaire constitue un mécanisme substitutif de surveillance pour les actionnaires des entreprises dotées d'un conseil d'administration.

➤ L'indépendance du conseil (*Indépendance*)

Du point de vue de la théorie de l'agence, les administrateurs indépendants jouent un rôle important pour le contrôle interne et la surveillance des équipes de direction. Weisbach (1988) et Shivdasani (1993) indiquent que les administrateurs externes, en raison de leur indépendance, sont plus efficaces pour se prémunir de l'opportunisme des équipes managériales et permettent une meilleure maximisation de la valeur de firme. D'après les travaux de Fama et Jensen (1983), une proportion élevée d'administrateurs indépendants peut conduire à exercer une surveillance plus efficace sur le conseil d'administration et encourager davantage les dirigeants à diffuser des informations aux actionnaires. Ayant conscience de ces éléments, nous définissons donc une variable *Indépendance* correspondant au rapport du nombre d'administrateurs indépendants sur l'effectif total du conseil.

➤ La dissociation des fonctions de président et de directeur général (*Dissociation*)

Du point de vue de la théorie de l'agence, le cumul des fonctions de président et de directeur général est une source potentielle de conflits qui augmentent les coûts d'agence. Dans la mesure où le PDG dispose d'une influence élevée au sein du conseil d'administration, il peut en réduire l'indépendance, en émietter le contrôle et en limiter le bon fonctionnement (Fama et Jensen, 1983). Étant donné que le pouvoir et la fonction de ce dernier influent sur la stratégie de la communication financière, le cumul des fonctions de président et de directeur général peut avoir un impact négatif sur le niveau de l'offre d'information.

➤ Les comités de surveillance au sein du conseil (*Comités*)

La séparation entre la gestion et la propriété dans les entreprises modernes entraîne un coût d'agence causé par l'opportunisme des dirigeants. Ces derniers tentent de détourner une partie des richesses des entreprises pour leur propre compte. La création de comités de surveillance peut renforcer l'efficacité du conseil d'administration, encourager les dirigeants à gouverner dans l'intérêt des actionnaires et influencer positivement sur la transparence de l'information.

➤ La taille de l'entreprise (*Ln Cap*)

Plus une société est importante, plus les investisseurs potentiels exigent des informations détaillées pour prendre des décisions d'investissement. Le coût de la communication serait relativement plus faible pour les grandes sociétés que pour les petites sociétés. En effet, ces dernières sembleraient plus exposées au manque de ressources nécessaires à la gestion efficace de la diffusion d'information (Buzby, 1975). De plus, les petites entreprises sont susceptibles de penser que l'offre d'information détaillée est nuisible à leur compétitivité (Singhvi et Desai, 1971).

➤ Le degré d'internationalisation (*CA étranger*)

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

➤ Le risque de marché (*Bêta*)

Le risque de marché peut être une variable explicative de la communication financière par Internet (Marston et Polei, 2004). Lorsqu'une société cotée diffuse plus d'informations sur son site, l'incertitude est supposée être réduite. En effet, cela peut améliorer l'évaluation du risque de l'entreprise. Par exemple, les entreprises à risque, peuvent avoir la tentation de garder certaines informations négatives ou sensibles, afin d'éviter des réactions négatives du marché financier. Par conséquent, nous retenons le coefficient bêta pour la mesure du risque.

➤ La performance (*ROA*)

Lev et Penman (1990) arguent que des informations non communiquées doivent être considérées comme des sources de risque par les investisseurs. Par conséquent, les dirigeants de sociétés ayant de bons résultats devraient être motivés pour fournir des informations détaillées afin d'améliorer l'opinion des investisseurs sur leurs performances. Nous mesurons donc la performance par la rentabilité économique de l'entreprise.

➤ L'endettement (*Endettement*)

Dans les faits, les créanciers de long terme exigent d'avoir plus d'informations financières que les actionnaires (Wallace *et al.*, 1994). En d'autres termes, les entreprises ayant un taux élevé d'endettement sont obligées, en plus de s'adresser aux actionnaires, de fournir plus d'informations afin de satisfaire les besoins spécifiques des créanciers de long terme. Nous mesurons donc l'endettement par le rapport de la dette à long terme sur l'actif.

➤ Multi-cotation (*Multi-coté*)

Particulièrement à l'étranger, les entreprises cotées dans plusieurs pays ont intérêt à diffuser plus d'informations si elles souhaitent attirer plus d'investisseurs. Étant donné qu'Internet est un moyen plus rapide, plus efficace et moins coûteux que les vecteurs de diffusion d'information traditionnels, la multi-cotation peut avoir un effet positif sur la qualité et la quantité d'information diffusée par Internet. En outre, les entreprises multi-cotées peuvent être soumises à un degré de transparence plus exigeant. Nous définissons donc la variable binaire Multi-coté par la valeur 1 lorsque l'entreprise est cotée sur plusieurs places et 0 sinon.

➤ Informatique et Technologie (*IT*)

Par ailleurs, comme Internet représente une nouvelle technologie de communication, il est plus aisé pour les entreprises du secteur de l'Informatique et des Technologie (IT) de s'adapter à cette évolution. Pour ces dernières, le coût d'adaptation est relativement plus faible et cela leur permet de valoriser leur savoir-faire dans ce domaine. Nous introduisons donc une variable binaire pour examiner la différence en termes de communication d'information volontaire par voie électronique entre les entreprises IT et les autres.

Nous résumons ce modèle par l'équation suivante :

Offre d'information volontaire par Internet (*Score V*)

$= f(\text{Bloc, Institution, Etranger, Régime, Indépendance, Dissociation, Comités, Ln Cap, CA étranger, ROA, Endettement, Bêta, Multi-coté, IT})$

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

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

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

2.4. Les statistiques descriptives

Les statistiques sont présentées dans le tableau 3.1. Nous constatons que la moyenne et la médiane de la fourchette de prix (*Spread*) sont respectivement de 0,006 et de 0,005. Le taux de rotation des titres (*Turnover*) est en moyenne de 0,3 %. Nous observons également que les moyenne et médiane de la volatilité sont respectivement de 0,018 et 0,017. Le niveau de volatilité de notre échantillon est relativement plus bas que celui composé de banques américaines dans la recherche d'Anderson et Fraser (2000)²⁷. En moyenne, le risque spécifique et systématique est respectivement de 0,016 et de 0,634.

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

²⁷ La moyenne et la médiane sont respectivement de 0,021 et 0,019.

Tableau 3.1 - Statistiques descriptives

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Minimum	Maximum
<i>Spread</i>	0,006	0,005	0,006	0,000	0,048
<i>Turnover</i>	0,003	0,002	0,003	0,000	0,017
<i>Volatilité</i>	0,018	0,017	0,005	0,009	0,046
<i>Prix</i>	59,540	45,604	76,824	1,193	723,123
<i>Score V</i>	20,963	20,000	6,208	8,000	44,000
<i>Score C</i>	11,989	11,000	4,149	2,000	27,000
<i>Score P</i>	8,974	9,000	2,675	4,000	17,000
<i>Score I</i>	6,026	6,000	2,805	0,000	15,000
<i>Score W</i>	11,900	12,000	3,854	4,000	24,000
<i>RT</i>	0,018	0,017	0,005	0,009	0,046
<i>RS</i>	0,016	0,015	0,005	0,008	0,046
<i>RM</i>	0,634	0,625	0,357	-0,152	1,559
<i>Bloc</i>	48,604	51,224	24,264	0,163	99,850
<i>Institution</i>	25,712	20,390	19,521	0,080	96,950
<i>Etranger</i>	21,439	13,760	21,215	0,010	90,320
<i>Régime</i>	0,284	0,000	0,452	0,000	1,000
<i>Board</i>	10,153	10,000	4,237	3,000	22,000
<i>Indépendance</i>	0,306	0,333	0,235	0,000	0,900
<i>Dissociation</i>	0,479	0,000	0,501	0,000	1,000
<i>Audit</i>	0,768	1,000	0,423	0,000	1,000
<i>Rémunération</i>	0,721	1,000	0,450	0,000	1,000
<i>Nomination</i>	0,432	0,000	0,497	0,000	1,000
<i>Comités</i>	1,921	2,000	1,159	0,000	3,000
<i>Ln Cap</i>	7,049	6,553	1,769	3,849	11,908
<i>CA étranger</i>	49,204	49,905	25,148	0,000	100,000
<i>ROA</i>	6,728	6,116	6,719	-22,888	49,251
<i>Endettement</i>	16,979	14,608	18,508	0,003	202,731
<i>MB</i>	2,892	2,173	4,594	-1,856	61,424
<i>Bêta</i>	0,700	0,689	0,343	-0,073	1,614
<i>Multi-coté</i>	0,142	0,000	0,350	0,000	1,000
<i>IT</i>	0,200	0,000	0,401	0,000	1,000

Spread : la fourchette de prix ; *Score V* : Score relatif aux informations volontaires ; *Score C* : Score relatif au contenu du site ; *Score P* : Score relatif à la présentation du site ; *Score I* : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ; *Score W* : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web ; *Turnover* : le taux de rotation des titres ; *Volatilité* : l'écart type des rentabilités des titres ; *Prix* : la moyenne des prix de clôture de l'année 2007 ; *RT* : risque total ; *RM* : risque de marché ; *RS* : risque spécifique ; *Bloc* : La part de capital détenue par les Blocs ; *Institution* : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ; *Etranger* : La part de capital détenue par les investisseurs étrangers ; *Board* : la taille du conseil = le nombre total d'administrateurs ; *Régime* : 1 = Entreprise en régime dualiste, 0 = Entreprise en régime moniste ; *Indépendance* : Nombre d'administrateurs indépendants / Nombre total d'administrateurs ; *Dissociation* : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 dans le cas contraire ; *Audit* : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Rémunération* : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Nomination* : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Comités* : la somme des variables « Audit, Rémunération, Nomination » ; *LnCap* : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; *CA étranger* : Chiffre d'affaires à l'étranger / Chiffre d'affaires total ; *Bêta* : Risque de marché ; *ROA* : Rentabilité économique ; *Endettement* : Dette à long terme / Actif total ; *Multi-coté* : 1 si l'entreprise est cotée à l'étranger, 0 dans le cas contraire ; *IT* : 1 si l'entreprise est dans le secteur Informatique et Technologie, 0 dans le cas contraire ; *MB* : rapport entre la valeur boursière de l'action et sa valeur comptable.

3. La présentation des résultats empiriques

Dans cette section, nous présentons dans un premier temps, les résultats empiriques concernant l'impact de la communication volontaire par Internet sur l'asymétrie d'information (Section 3.1). Après avoir exposé des indications sur l'analyse de corrélation, nous effectuons des régressions en utilisant la méthode OLS (*Ordinary Least Squares*). En raison de la simultanéité potentielle entre l'asymétrie d'information et la politique de communication, la méthode 2SLS (*Two-Stage Least Squares*) est ensuite introduite ; sa procédure est détaillée dans cette même section.

Dans un deuxième temps, nous examinons le lien existant entre la communication volontaire par voie électronique et les risques financiers (Section 3.2). En nous appuyant sur les résultats de corrélation, nous effectuons des régressions linéaires afin d'observer l'impact de la communication par voie électronique sur le risque total, le risque spécifique et le risque systématique. Par la suite, des analyses factorielles sur les variables de gouvernance sont effectuées et les régressions sont actualisées en mobilisant les résultats générés par les analyses factorielles. Enfin, des tests de robustesse sont effectués pour vérifier la stabilité des modèles d'estimation.

3.1. Asymétrie d'information & Publication volontaire par Internet

3.1.1. L'analyse de corrélation

Le tableau 3.2 présente les coefficients de corrélation de Pearson entre les différentes variables. À la lecture de ce tableau, plusieurs constatations émergent. La fourchette de prix est négativement liée à la diffusion volontaire d'information. Il en est de même si l'on considère séparément chaque type d'information (non reportés dans le tableau). Ces résultats sont cohérents avec l'argument selon lequel les entreprises cotées peuvent réduire l'asymétrie d'information, en diffusant plus d'information volontaire.

Par ailleurs, nous observons, que la fourchette de prix est négativement liée à la liquidité et à la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels. En revanche, elle est positivement liée à la concentration du capital et à la volatilité. Tous ces résultats sont statistiquement significatifs au seuil de 1 %. La relation entre l'asymétrie d'information et le niveau de prix n'est pas statistiquement prouvée par l'analyse de corrélation.

Tableau 3.2 - Corrélations de Pearson - Asymétrie d'information

	Spread	Score V	Turnover	Volatilité	Prix	Bloc
<i>Score V</i>	-0,580 ***					
<i>Turnover</i>	-0,441 ***	0,512 ***				
<i>Volatilité</i>	0,244 ***	-0,158 **	0,365 ***			
<i>Prix</i>	0,027	-0,014	-0,051	-0,032		
<i>Bloc</i>	0,343 ***	-0,417 ***	-0,702 ***	-0,202 ***	0,150 **	
<i>Institution</i>	-0,255 ***	0,211 **	0,456 ***	0,121 *	0,028	-0,477 ***

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Spread : la fourchette de prix ; *Score V* : Score relatif aux informations volontaires ; *Turnover* : le taux de rotation des titres ; *Volatilité* : l'écart type des rentabilités des titres ; *Prix* : la moyenne des prix de clôture de l'année 2007 ; *Bloc* : La part de capital détenue par les Blocs ; *Institution* : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels.

3.1.2. L'analyse de régression

En nous fondant sur l'analyse des corrélations, nous avons dans un premier temps, effectué des régressions en utilisant la méthode OLS afin d'examiner les déterminants de la fourchette de prix et d'obtenir des résultats de référence (Tableau 3.3). À ce stade, nous constatons que lorsque la publication volontaire est la seule variable explicative de la fourchette de prix, le coefficient est négatif et significatif au seuil de 1 % (Modèle a). Les variables de contrôle du modèle d'asymétrie d'information sont ensuite incluses dans les 5 régressions linéaires suivantes (Modèles b-f).

Par ailleurs, nous observons que la relation négative entre la fourchette de prix et la diffusion d'information volontaire reste significative même après avoir contrôlé les variables de marché. Lorsque l'on remplace le Score V par les Scores C, P, I et W, le coefficient est toujours négatif et reste significatif. De plus, nous trouvons que l'asymétrie d'information est négativement liée à la liquidité mais positivement liée à la volatilité. L'impact du prix du titre et de la structure de propriété n'est pas statistiquement prouvé par les régressions OLS.

Tableau 3.3 - OLS Régression - Variable dépendante : Fourchette de prix

	Modèle a		Modèle b		Modèle c		Modèle d		Modèle e		Modèle f	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
(constante)	0,018	14,302 ***	0,00841	3,161 ***	0,00568	2,338 **	0,00687	2,580 **	0,00340	1,525 ***	0,00760	2,939 ***
Score V	-0,001	-9,751 ***	-0,00031	-4,597 ***								
Score C					-0,00038	-3,934 ***						
Score P							-0,00060	-3,845 ***				
Score I									-0,00044	-3,238 ***		
Score W												
Turnover			-0,81907	-4,097 ***	-0,93662	-4,779 ***	-0,92191	-4,641 ***	-1,04729	-5,459 ***	-0,00047	-4,435 ***
Volatilité			0,42699	5,111 ***	0,47979	5,877 ***	0,45385	5,362 ***	0,51134	6,283 ***	0,43576	5,219 ***
Prix			0,00000	0,365	0,00000	0,315	0,00000	0,347	0,00000	0,130	0,00000	0,278
Bloc			-0,00001	-0,388	-0,00001	-0,281	-0,00001	-0,282	0,00000	-0,161	-0,00001	-0,512
Institution			-0,00002	-1,029	-0,00002	-0,926	-0,00002	-0,913	-0,00002	-0,809	-0,00002	-0,786
R ² ajusté	0,332		0,430		0,414		0,412		0,399		0,426	
F	95,087		24,788		23,258		23,070		21,905		24,393	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ; Score C : Score relatif au contenu du site ; Score P : Score relatif à la présentation du site ; Score I : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ; Score W : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web ; Turnover : le taux de rotation des titres ; Volatilité : l'écart type des rentabilités des titres ; Prix : la moyenne des prix de clôture de l'année 2007 ; Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ; Institution : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels.

Tableau 3.4 - 2SLS Régression - Variable dépendante : Fourchette de prix

	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3		Modèle 4		Modèle 5	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
<i>(constante)</i>	0,00278	1,570	0,00226	1,285	0,00323	1,770 *	0,00178	1,010	0,00277	1,545
<i>Score V</i>	-0,00314	-7,350 ***								
<i>Score C</i>			-0,00305	-7,297 ***						
<i>Score P</i>					-0,00301	-6,863 ***				
<i>Score I</i>							-0,00286	-7,110 ***		
<i>Score W</i>									-0,00309	-7,036 ***
<i>Turnover</i>	-0,54972	-2,901 ***	-0,56329	-2,978 ***	-0,61216	-3,214 ***	-0,62269	-3,328 ***	-0,58991	-3,102 ***
<i>Volatilité</i>	0,37427	4,924 ***	0,39919	5,328 ***	0,36115	4,594 ***	0,42349	5,693 ***	0,37796	4,912 ***
<i>Prix</i>	0,00001	1,499	0,00000	1,221	0,00001	1,750 *	0,00000	1,135	0,00001	1,480
<i>Bloc</i>	-0,00003	-1,411	-0,00002	-1,209	-0,00003	-1,531	-0,00002	-0,945	-0,00003	-1,511
<i>Institution</i>	-0,00003	-1,457	-0,00003	-1,448	-0,00003	-1,358	-0,00003	-1,422	-0,00002	-1,075
<i>R² ajusté</i>	0,509		0,508		0,495		0,502		0,500	
<i>F</i>	33,696		33,485		31,822		33,759		32,473	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ; *Score C* : Score relatif au contenu du site ; *Score P* : Score relatif à la présentation du site ; *Score I* : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ; *Score W* : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web ; *Turnover* : le taux de rotation des titres ; *Volatilité* : l'écart type des rentabilités des titres ; *Prix* : la moyenne des prix de clôture de l'année 2007 ; *Bloc* : La part de capital détenue par les Blocs ; *Institution* : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels.

Comme cela a été expliqué lors du développement de l'hypothèse, une relation simultanée peut exister entre l'asymétrie d'information et la politique de communication. En effet, une meilleure diffusion d'information peut réduire l'asymétrie d'information et à l'inverse, les sociétés cotées présentant un degré élevé d'asymétrie d'information, peuvent être tentées de résoudre ce problème en diffusant plus d'information. Les résultats de la méthode par les moindres carrés ordinaires (OLS) risquent donc d'être biaisés. En suivant les recherches existantes (Welker, 1995 ; Brown et Hillegeist, 2007), nous introduisons donc la méthode 2SLS pour étudier la relation de simultanéité entre l'offre d'information par Internet et l'asymétrie d'information. Pour cela, nous avons besoin, dans un premier temps, d'établir un modèle de régression afin d'obtenir la valeur de prévision de l'offre d'information par Internet. Ensuite, nous devons effectuer une régression sur l'asymétrie d'information en utilisant la prévision obtenue dans l'étape précédente. Les détails des deux modèles pour les régressions 2SLS sont exposés dans les paragraphes suivants.

Dans un premier temps, nous effectuons le test de Hausman (1978) afin de vérifier si le problème d'endogénéité existe entre l'asymétrie d'information et la publication volontaire. Nous réalisons une première régression qui nous permet, en prenant le niveau de l'offre d'information volontaire par Internet comme variable dépendante, de récupérer le résidu. Puis, une deuxième régression est effectuée en considérant l'asymétrie d'information comme une variable dépendante à laquelle on ajoute la variable résiduelle de l'étape précédente comme variable explicative. Si le résidu n'est pas nul et reste significatif, le problème d'endogénéité est bien présent. Dans notre cas, nous trouvons que le coefficient du résidu est significatif au seuil de 1%. Par conséquent, la méthode 2SLS est nécessaire afin d'éviter les biais causés par la simultanéité.

Le tableau 3.4 présente les estimations de la méthode 2SLS. Dans le modèle 1, nous observons une relation négative entre la fourchette de prix et l'offre d'information volontaire. Cette relation négative reste toujours significative même lorsque l'on remplace le Score V par les Scores C, P, I et W (Modèles 2-5). Conformément aux études précédentes (Welker, 1995 ; Brown et Hillegeist, 2007 ; Petersen et Plenborg, 2006), les résultats indiquent qu'une meilleure diffusion d'information par Internet peut diminuer la fourchette de prix. L'hypothèse de notre recherche est donc validée : il

existe une relation négative entre l'offre d'information par Internet et l'asymétrie d'information.

Nous prouvons également que la liquidité des titres est négativement liée à la fourchette de prix. Ce résultat confirme l'hypothèse selon laquelle les investisseurs préfèrent négocier des titres qu'ils connaissent bien. Lorsque les entreprises renforcent la diffusion d'informations, elles ont la possibilité d'attirer plus facilement des investisseurs, de limiter l'effet négatif causé par l'anti-sélection et de réduire le niveau d'asymétrie d'information (Diamond et Verrecchia, 1991, Petersen et Plenborg, 2006).

La fourchette de prix est aussi positivement associée à la volatilité qui représente le risque et l'incertitude du marché financier. Il est donc possible, pour les sociétés cotées, de rassurer leurs actionnaires en améliorant la transparence de l'information. Enfin, l'impact de la propriété de l'entreprise n'est pas statistiquement prouvé par les résultats de régression.

3.2. Risques & Publication volontaire par Internet

3.2.1. L'analyse de corrélation

L'analyse de corrélation fournit un certain nombre d'indices préliminaires quant à l'impact de l'offre d'information par Internet et de la gouvernance d'entreprise sur les trois mesures du risque. À la lecture du tableau 3.5, la communication volontaire par Internet est négativement liée aux risques total et spécifique, mais positivement corrélée au risque systématique. La concentration du capital évolue inversement avec le risque total et le risque de marché. En revanche, cette variable n'est pas statistiquement liée au risque spécifique. La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels est positivement associée aux risques total et systématique. Parallèlement, la création des comités de surveillance (audit, rémunération et nomination) est liée uniquement au risque systématique.

En outre, nous observons une relation négative entre la taille du conseil et le niveau de risque. Enfin, nous notons que certaines variables explicatives sont corrélées entre elles (*Audit, Rémunération et Nomination*). Par conséquent, le test de VIF est nécessaire afin de vérifier la présence de multi-colinéarités dans l'analyse de régression.

Tableau 3.5 - Corrélation de Pearson - Risque

	<1>	<2>	<3>	<4>	<5>	<6>	<7>	<8>	<9>	<10>	<11>	<12>	<13>	<14>	<15>
<1> <i>RS</i>	1,000														
<2> <i>RT</i>	0,941	***													
<3> <i>RM</i>	0,086	0,403	***												
<4> <i>Score V</i>	-0,373	-0,158	0,501	***											
<5> <i>Bloc</i>	-0,011	-0,202	-0,568	-0,417	***										
<6> <i>Institution</i>	0,012	0,121	0,334	0,211	-0,477	***									
<7> <i>Régime</i>	-0,008	-0,033	-0,060	-0,147	-0,026	0,013	**								
<8> <i>Board</i>	-0,385	-0,244	0,299	0,516	-0,220	0,118	0,234	***							
<9> <i>Dissociation</i>	-0,127	-0,137	-0,059	0,033	-0,015	0,038	0,657	0,242	***						
<10> <i>Audit</i>	-0,031	0,079	0,341	0,363	-0,290	0,225	0,097	0,427	0,077	***					
<11> <i>Rémunération</i>	-0,061	0,040	0,293	0,281	-0,249	0,190	0,106	0,389	0,056	0,744	***				
<12> <i>Nomination</i>	-0,199	-0,065	0,338	0,448	-0,244	0,253	-0,054	0,436	0,037	0,478	0,518	***			
<13> <i>Ln Cap</i>	-0,420	-0,192	0,549	0,751	-0,295	0,198	-0,079	0,631	0,057	0,355	0,305	0,531	***		
<14> <i>ROA</i>	-0,257	-0,272	-0,076	-0,069	0,091	-0,029	-0,018	-0,028	0,029	-0,085	-0,082	-0,027	0,067	***	
<15> <i>MB</i>	0,029	0,009	-0,062	-0,042	0,149	0,008	-0,087	-0,011	-0,099	0,029	0,009	0,058	0,121	0,056	*
<16> <i>Endettement</i>	-0,135	-0,144	-0,054	0,037	0,011	0,184	-0,072	0,062	-0,023	0,009	0,062	0,145	0,110	0,258	0,208
	*	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**	**

Tableau 3.5 - Suite

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

RT : risque total ;

RM : risque de marché ;

RS : risque spécifique ;

Score V : Score relatif aux informations volontaires ;

Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ;

Institution : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ;

Board : la taille du conseil = le nombre total d'administrateurs ;

Régime : 1 = Entreprise en régime dualiste, 0 = Entreprise en régime moniste ;

Dissociation : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 dans le cas contraire ;

Audit : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Rémunération : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Nomination : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Ln Cap : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ;

ROA : Rentabilité économique ;

Endettement : Dette à long terme / Actif total ;

MB : rapport entre la valeur boursière de l'action et la valeur comptable de l'action.

3.2.2. L'analyse de régression

Pour examiner la relation entre l'offre d'information volontaire et le risque, nous avons mobilisé deux méthodes. Dans un premier temps, nous effectuons trois régressions linéaires afin d'en avoir une première estimation (Tableau 3.6, Modèles 1-3). Ensuite, l'analyse factorielle est effectuée pour les variables de gouvernance afin de réduire le problème potentiel de multi-colinéarité entre elles et de résumer la présentation des résultats. Dans un second temps, nous reproduisons les régressions en utilisant les facteurs principaux obtenus lors de l'étape précédente, respectivement les Scores V, C, P, W et I. Cette démarche permet d'observer comment les différents types d'information sont liés aux différents risques (Tableau 3.8, Modèles 4-18). Enfin, au terme de cette procédure, nous effectuons des tests de robustesse.

Les résultats du tableau 3.6 indiquent que la diffusion d'information volontaire par Internet est négativement liée au risque spécifique et total (significatif au seuil de 5 %). On observe également une influence négative de la diffusion sur le risque systématique. Cependant, ce résultat n'est pas significatif.

Parallèlement, nous constatons que la variable *Bloc* est négativement liée aux risques total, spécifique et systématique. Cette observation met en évidence une relation négative entre la concentration du capital et le niveau de risque sur les marchés. Lorsque la propriété est plus dispersée, les investisseurs sont davantage motivés pour prendre plus de risque pour accroître la valeur de l'action. Ce résultat est cohérent avec la recherche de Iannotta *et al.* (2007).

Le coefficient de la taille du conseil est négatif et significatif dans les modèles 1 - 3. Ce résultat traduit le fait que le risque est relativement plus faible dans les sociétés gérées par un « grand » conseil. Cette observation corrobore l'intuition selon laquelle un conseil de petite taille, est plus efficace pour contraindre les dirigeants à s'engager dans des projets risqués mais rentables. Cette dynamique vise la maximisation rapide de la richesse de la firme.

Tableau 3.6 - OLS Régression – Variable dépendante : Risque

	RS		RT		RM	
	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
<i>(constante)</i>	0,02743	15,128 ***	0,02657	13,901 ***	0,31551	2,710 ***
<i>Score V</i>	-0,00019	-2,367 **	-0,00016	-1,899 *	-0,00056	-0,111
<i>Bloc</i>	-0,00003	-2,027 **	-0,00005	-3,282 ***	-0,00559	-5,796 ***
<i>Institution</i>	0,00001	0,356	0,00001	0,567	0,00122	1,088
<i>Régime</i>	0,00033	0,359	0,00043	0,440	0,04264	0,723
<i>Board</i>	-0,00026	-2,625 ***	-0,00028	-2,644 ***	-0,01087	-1,702 *
<i>Dissociation</i>	-0,00066	-0,847	-0,00093	-1,129	-0,08006	-1,589
<i>Comités</i>	0,00048	1,577	0,00052	1,607	0,02799	1,422
<i>Ln Cap</i>	-0,00046	-1,592	0,00000	0,004	0,10085	5,382 ***
<i>ROA</i>	-0,00016	-3,509 ***	-0,00016	-3,397 ***	-0,00202	-0,689
<i>MB</i>	0,00008	1,174	0,00006	0,837	-0,00440	-1,020
<i>Endettement</i>	-0,00002	-0,915	-0,00002	-1,249	-0,00182	-1,668 *
<i>R² ajusté</i>	0,280		0,199		0,490	
<i>F</i>	7,697		5,273		17,484	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

RT : risque total ;

RM : risque de marché ;

RS : risque spécifique ;

Score V : Score relatif aux informations volontaires ;

Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ;

Institution : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ;

Board : la taille du conseil = le nombre total des administrateurs ;

Régime : 1= Entreprise en régime dualiste, 0 = Entreprise en régime moniste ;

Dissociation : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 dans le cas contraire ;

Audit : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Rémunération : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Nomination : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 dans le cas contraire ;

Comités : la somme des variables « *Audit, Rémunération, Nomination* » ;

Ln Cap : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ;

ROA : Rentabilité économique ;

Endettement : Dette à long terme / Actif total ;

MB : le rapport entre la valeur boursière de l'action et la valeur comptable de l'action.

Dans le but de simplifier la lecture des résultats empiriques, nous introduisons les analyses factorielles qui permettent de mettre en évidence une mesure qui différencie mieux les variables. Cette méthode permet de détecter des liaisons entre variables et de limiter l'impact négatif causé par la multi-colinéarité.

Le tableau 3.7 représente la matrice factorielle utilisant Varimax comme méthode de rotation. Nous observons que les variables de gouvernance sont réparties en trois dimensions (facteurs). Nous définissons ces trois facteurs principaux selon les variables les plus collectées. Le premier facteur (*Efficacité*) représente l'efficacité du conseil car il est fortement corrélé avec la mise en place des comités de surveillance et la taille du conseil. Le deuxième facteur (*System*) indique le mécanisme du gouvernement d'entreprise. Il est influencé par le régime de gouvernance et la présence du PDG au conseil d'administration. Le dernier facteur (*Propriété*) expose la structure de propriété de l'entreprise puisqu'il souligne la part de capital détenue par les actionnaires majoritaires et les investisseurs institutionnels.

Tableau 3.7 - Analyse factorielle

	Efficacité	System	Propriété
<i>Bloc</i>	-0,220	-0,011	-0,627
<i>Institution</i>	0,128	0,009	0,712
<i>Régime</i>	0,062	0,835	-0,009
<i>Board</i>	0,510	0,250	0,129
<i>Audit</i>	0,813	0,045	0,162
<i>Rémunération</i>	0,838	0,029	0,106
<i>Nomination</i>	0,606	-0,040	0,223
<i>Dissociation</i>	0,058	0,786	0,019

Bloc : La part de capital détenue par les Blocs ; *Institution* : La part de capital détenue par les investisseurs institutionnels ; *Board* : la taille du conseil = le nombre total d'administrateurs ; *Régime* : 1 = Entreprise en régime dualiste, 0 = Entreprise en régime moniste ; *Audit* : 1 si des comités d'audit ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Rémunération* : 1 si des comités de rémunération ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Nomination* : 1 si des comités de nomination ont été créés, 0 dans le cas contraire ; *Dissociation* : 1 s'il y a dissociation des fonctions de président et de directeur général, 0 dans le cas contraire ;

Le tableau 3.8 expose les estimations des régressions en utilisant les coefficients de l'analyse factorielle obtenus lors de l'étape précédente. Une fois de plus, nous observons que la diffusion volontaire est négativement liée au risque spécifique et à la volatilité. Ce résultat confirme les études de Patell (1976) qui indiquent une relation négative entre la volatilité et l'offre d'information volontaire. Il est en cohérence aussi avec la recherche d'Akhigbe et Martin (2008) qui indique un lien négatif entre le risque spécifique et la publication d'information.

En renforçant la publication d'information, les entreprises cotées peuvent donc limiter la volatilité des titres et l'incertitude des investisseurs. Par conséquent, nous pouvons valider l'hypothèse 2a (l'offre d'information volontaire par Internet est négativement liée au risque spécifique) et 2b (l'offre d'information volontaire par Internet est négativement liée à la volatilité). Quant à la relation entre la divulgation volontaire et le risque systématique, nous trouvons un coefficient positif mais non significatif. McNichols et Manegold (1983) indiquent aussi que le risque systématique ne varie pas avec l'offre d'information. L'hypothèse 2c n'est donc pas validée.

Le facteur *Propriété*, représentant la structure de propriété, est positivement et significativement lié aux trois mesures de risque. L'analyse factorielle indique également que le capital détenu par les investisseurs institutionnels est positivement lié au facteur *Propriété*. Ce constat suggère une relation positive entre le niveau de risque et les actionnaires institutionnels. En revanche, la concentration du capital est négativement corrélée au facteur *Propriété*. Elle varie donc dans le sens inverse du risque. Cette observation confirme la relation négative entre les variables *Bloc* et le risque, comme indiqué par les modèles 1-3 du tableau 3.6.

Après avoir examiné l'impact de l'offre d'information volontaire (*Score V*) sur le risque, nous remplaçons le Score V respectivement par les Scores C, P, I et W afin de savoir comment les différents types de diffusion sont liés au risque. Nous observons que les coefficients des différents types d'information restent toujours négatifs dans les modèles de risques spécifique et total. Cette constatation conforte la validation des hypothèses 2a et 2b. Par ailleurs, il est remarquable que le Score W (relatif aux avantages de la diffusion par voie électronique, modèle 16) explique mieux la variation du risque spécifique que les autres scores. Ce résultat souligne l'importance de la diffusion par Internet pour réduire le risque et l'incertitude sur le marché des capitaux.

Globalement, les résultats semblent similaires pour le risque spécifique et le risque total. Les R^2 ajustés et les valeurs de F sont relativement plus élevés dans les modèles utilisant le risque spécifique comme variable dépendante. Il est possible pour les sociétés cotées, de réduire le risque spécifique et la volatilité en améliorant la transparence de l'information. Néanmoins, l'influence de la publication sur le risque systématique n'est pas prouvée par les régressions.

3.2.3. Les tests de robustesse

Dans un premier temps, nous effectuons le calcul des VIF afin de nous assurer qu'il n'existe pas de problèmes de multi-colinéarité susceptibles de biaiser les résultats. En effet, aucune variable ne présente de VIF excédant 3, soit une valeur très éloignée de la limite critique de 10 (Neter *et al.*, 1989).

En parallèle, nous observons une simultanéité entre les déterminants de l'offre d'information et le risque financier. Cette situation, risque de biaiser les estimations des régressions OLS. Le test de Hausman (1978) est donc introduit pour vérifier ce problème potentiel. Le coefficient du résidu de l'offre d'information n'est pas significatif dans la régression du risque financier. Par conséquent, les résultats de la régression linéaire restent fiables.

Par ailleurs, nous effectuons aussi trois estimations en éliminant toutes les variables de gouvernance. Les résultats montrent que l'offre d'information volontaire est négativement liée au risque spécifique après que nous ayons contrôlé les variables financières. Le coefficient de la publication volontaire reste négatif mais non significatif dans le modèle du risque total et du risque de marché.

Tableau 3.8 - OLS Régression – Variable dépendante : Risque

	RS		RT		RM	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
	Modèle 4		Modèle 5		Modèle 6	
<i>(constante)</i>	0,02661	<i>18,323</i> ***	0,02478	<i>16,054</i> ***	0,10565	<i>1,104</i>
<i>Score V</i>	-0,00019	<i>-2,511</i> **	-0,00016	<i>-1,910</i> *	0,00084	<i>0,167</i>
<i>Efficacité</i>	0,00039	<i>1,055</i>	0,00050	<i>1,275</i>	0,04546	<i>1,871</i> *
<i>System</i>	-0,00052	<i>-1,566</i>	-0,00063	<i>-1,767</i> *	-0,03310	<i>-1,510</i>
<i>Propriété</i>	0,00098	<i>2,457</i> **	0,00159	<i>3,722</i> ***	0,16382	<i>6,203</i> ***
<i>Ln Cap</i>	-0,00078	<i>-2,885</i> ***	-0,00036	<i>-1,242</i>	0,08263	<i>4,614</i> ***
<i>MB</i>	0,00008	<i>1,234</i>	0,00006	<i>0,808</i>	-0,00548	<i>-1,231</i>
<i>Endettement</i>	-0,00002	<i>-1,231</i>	-0,00003	<i>-1,681</i> *	-0,00255	<i>-2,271</i> **
<i>ROA</i>	-0,00015	<i>-3,341</i> ***	-0,00016	<i>-3,207</i> ***	-0,00186	<i>-0,608</i>
<i>R² ajusté</i>	0,257		0,159		0,445	
<i>F</i>	9,168		5,451		19,946	
	Modèle 7		Modèle 8		Modèle 9	
<i>(constante)</i>	0,02615	<i>18,182</i> ***	0,02438	<i>15,983</i> ***	0,10189	<i>1,084</i>
<i>Score C</i>	-0,00019	<i>-1,843</i> *	-0,00014	<i>-1,280</i>	0,00322	<i>0,475</i>
<i>Efficacité</i>	0,00036	<i>0,974</i>	0,00047	<i>1,198</i>	0,04460	<i>1,837</i> *
<i>System</i>	-0,00054	<i>-1,599</i>	-0,00063	<i>-1,760</i> *	-0,03145	<i>-1,417</i>
<i>Propriété</i>	0,00091	<i>2,263</i> **	0,00152	<i>3,559</i> ***	0,16268	<i>6,201</i> ***
<i>Ln Cap</i>	-0,00098	<i>-3,909</i> ***	-0,00053	<i>-2,017</i> **	0,07998	<i>4,904</i> ***
<i>MB</i>	0,00009	<i>1,384</i>	0,00007	<i>0,945</i>	-0,00527	<i>-1,188</i>
<i>Endettement</i>	-0,00002	<i>-1,208</i>	-0,00003	<i>-1,659</i> *	-0,00254	<i>-2,264</i> **
<i>ROA</i>	-0,00015	<i>-3,213</i> ***	-0,00015	<i>-3,097</i> ***	-0,00174	<i>-0,570</i>
<i>R² ajusté</i>	0,245		0,149		0,446	
<i>F</i>	8,674		5,145		19,992	
	Modèle 10		Modèle 11		Modèle 12	
<i>(constante)</i>	0,02654	<i>18,218</i> ***	0,02481	<i>16,065</i> ***	0,11894	<i>1,243</i>
<i>Score P</i>	-0,00036	<i>-2,301</i> **	-0,00032	<i>-1,947</i> *	-0,00392	<i>-0,380</i>
<i>Efficacité</i>	0,00033	<i>0,906</i>	0,00046	<i>1,177</i>	0,04646	<i>1,922</i> *
<i>System</i>	-0,00038	<i>-1,133</i>	-0,00050	<i>-1,434</i>	-0,03309	<i>-1,519</i>
<i>Propriété</i>	0,00093	<i>2,336</i> **	0,00156	<i>3,679</i> ***	0,16623	<i>6,340</i> ***
<i>Ln Cap</i>	-0,00090	<i>-3,589</i> ***	-0,00042	<i>-1,584</i>	0,08857	<i>5,381</i> ***
<i>MB</i>	0,00010	<i>1,414</i>	0,00007	<i>0,923</i>	-0,00583	<i>-1,321</i>
<i>Endettement</i>	-0,00002	<i>-1,193</i>	-0,00003	<i>-1,657</i> *	-0,00255	<i>-2,280</i> **
<i>ROA</i>	-0,00015	<i>-3,201</i> ***	-0,00015	<i>-3,130</i> ***	-0,00203	<i>-0,667</i>
<i>R² ajusté</i>	0,253		0,159		0,445	
<i>F</i>	8,996		5,473		19,973	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Tableau 3.8 - Suite

	RS		RT		RM	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
	Modèle 13		Modèle 14		Modèle 15	
<i>(constante)</i>	0,02579	<i>18,224 ***</i>	0,02413	<i>16,075 ***</i>	0,10807	<i>1,167</i>
<i>Score I</i>	-0,00027	<i>-1,970 *</i>	-0,00022	<i>-1,487</i>	0,00417	<i>0,463</i>
<i>Efficacité</i>	0,00033	<i>0,894</i>	0,00045	<i>1,154</i>	0,04520	<i>1,870 *</i>
<i>System</i>	-0,00054	<i>-1,599</i>	-0,00064	<i>-1,785 *</i>	-0,03167	<i>-1,431</i>
<i>Propriété</i>	0,00087	<i>2,177 **</i>	0,00149	<i>3,532 ***</i>	0,16351	<i>6,284 ***</i>
<i>Ln Cap</i>	-0,00101	<i>-4,358 ***</i>	-0,00055	<i>-2,216 **</i>	0,08098	<i>5,319 ***</i>
<i>MB</i>	0,00008	<i>1,238</i>	0,00006	<i>0,819</i>	-0,00516	<i>-1,151</i>
<i>Endettement</i>	-0,00002	<i>-1,210</i>	-0,00003	<i>-1,664 *</i>	-0,00254	<i>-2,265 **</i>
<i>ROA</i>	-0,00015	<i>-3,229 ***</i>	-0,00015	<i>-3,125 ***</i>	-0,00175	<i>-0,573</i>
<i>R² ajusté</i>	0,247		0,152		0,446	
<i>F</i>	8,756		5,232		19,989	
	Modèle 16		Modèle 17		Modèle 18	
<i>(constante)</i>	0,02650	<i>18,614 ***</i>	0,02478	<i>16,388 ***</i>	0,11259	<i>1,193</i>
<i>Score W</i>	-0,00033	<i>-2,935 ***</i>	-0,00030	<i>-2,513 **</i>	-0,00117	<i>-0,159</i>
<i>Efficacité</i>	0,00033	<i>0,904</i>	0,00046	<i>1,179</i>	0,04609	<i>1,908 *</i>
<i>System</i>	-0,00049	<i>-1,488</i>	-0,00061	<i>-1,737 *</i>	-0,03381	<i>-1,550</i>
<i>Propriété</i>	0,00104	<i>2,601 **</i>	0,00166	<i>3,898 ***</i>	0,16558	<i>6,243 ***</i>
<i>Ln Cap</i>	-0,00079	<i>-3,124 ***</i>	-0,00031	<i>-1,175</i>	0,08638	<i>5,168 ***</i>
<i>MB</i>	0,00008	<i>1,140</i>	0,00005	<i>0,683</i>	-0,00576	<i>-1,290</i>
<i>Endettement</i>	-0,00002	<i>-1,254</i>	-0,00003	<i>-1,712 *</i>	-0,00255	<i>-2,279 **</i>
<i>ROA</i>	-0,00015	<i>-3,318 ***</i>	-0,00016	<i>-3,228 ***</i>	-0,00197	<i>-0,649</i>
<i>R² ajusté</i>	0,266		0,170		0,445	
<i>F</i>	9,560		5,856		19,945	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Score V : Score relatif aux informations volontaires ;

Score C : Score relatif au contenu du site ;

Score P : Score relatif à la présentation du site ;

Score I : Score relatif aux informations importantes pour les investisseurs ;

Score W : Score relatif aux avantages de la diffusion sur le site web ;

Ln Cap : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ;

ROA : Rentabilité économique ;

MB : le rapport entre la valeur boursière de l'action et la valeur comptable de l'action ;

Endettement : Dette à long terme / Actif total ;

Propriété représente la structure de la propriété ;

Efficacité mesure le fonctionne du conseil ;

System indique le mécanisme du gouvernement d'entreprise.

Conclusion

La politique de communication est un élément important de la détermination de l'efficacité d'un marché financier (Shaw, 2003). Cette recherche se concentre sur l'impact des pratiques de diffusion d'information par voie électronique sur le marché des capitaux. Le premier objectif vise à examiner si un niveau plus élevé de l'offre d'information volontaire par Internet peut réduire l'asymétrie d'information (mesurée par la fourchette de prix). Le deuxième objectif consiste à étudier l'impact de l'offre d'information par voie électronique sur le risque.

La théorie du signal indique que les entreprises les plus performantes essaient de se distinguer en diffusant plus d'information. L'asymétrie d'information est un sujet primordial pour les dirigeants car elle influence le coût du financement externe. En effet, la sélection adverse générée par l'asymétrie d'information augmente le coût du capital. Les sociétés cotées ont donc intérêt à renforcer la transparence, dans l'objectif de réduire l'asymétrie d'information, ce qui permettra d'affaiblir les effets négatifs causés par l'anti-sélection. Cette étude fournit des évidences empiriques concernant l'impact de la communication sur l'asymétrie d'information. Ces résultats sont précieux pour les sociétés cotées qui souhaitent anticiper le problème de l'asymétrie d'information, en renforçant la diffusion d'information par Internet.

Sur la base d'un échantillon de 190 entreprises françaises cotées appartenant à l'indice SBF 250, nous observons qu'une diffusion d'information volontairement plus détaillée peut réduire la fourchette de prix, et donc l'asymétrie d'information. Ces résultats sont homogènes avec ceux obtenus par Petersen et Plenborg (2006) sur un échantillon d'entreprises danoises. Ils sont aussi conformes aux études réalisées sur des échantillons américains (Heflin *et al.*, 2005 ; Welker, 1995).

Les résultats empiriques indiquent que la diffusion d'information volontaire varie en sens inverse du risque spécifique (calculé à partir du modèle de marché). Cette relation négative reste valable même après avoir contrôlé les variables de marché. De plus, nous observons un lien négatif entre l'offre d'information volontaire par Internet et le risque total (mesuré par la volatilité). Néanmoins, nous n'avons pas trouvé de relation significative entre le risque systématique et la communication par Internet.

Concernant les risques sur les marchés, représentant l'incertitude des investisseurs, nos résultats conduisent à penser que les sociétés peuvent réduire la volatilité et rassurer les

investisseurs en renforçant la transparence. De plus, le Score W mesurant les avantages de la diffusion par voie électronique, varie inversement avec les risques spécifique et total. Ce résultat met en évidence l'effet positif de la communication par Internet pour réduire l'incertitude du marché financier.

Concernant les variables du gouvernement d'entreprise, la concentration du capital est négativement associée au risque spécifique et à la volatilité. En revanche, la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels a une influence positive sur le risque. De plus, les entreprises gérées par un grand conseil semblent présenter un niveau de risque plus faible.

Cette recherche présente certaines limites. Tout d'abord, nous utilisons uniquement le modèle de marché pour le calcul du risque spécifique. Par conséquent, une mobilisation de modèles plus sophistiqués est susceptible d'améliorer les résultats empiriques. De plus, les variables de gouvernance pourraient faire l'objet d'une dichotomie plus précise qui permettrait d'affiner leurs déterminants. Il serait également intéressant d'analyser le lien entre l'indépendance des comités de surveillance et le niveau du risque. Cependant, l'accessibilité aux données rend cette analyse délicate à mener.

Nonobstant ces limites, cette recherche fournit des résultats intéressants quant à l'impact de la divulgation volontaire par Internet sur le marché financier français. En effet, il informe les dirigeants, ainsi que les régulateurs financiers, à propos des évidences empiriques relatives aux effets de la communication par voie électronique, sur la réduction de l'asymétrie d'information et du risque.

Chapitre 4. La « tonalité » des annonces en ligne, la performance future des entreprises et le comportement des investisseurs

Résumé : La politique de communication concernant tant le contenu de l'information que sa présentation, nous complétons à présent notre étude par l'analyse de ce deuxième volet. En effet, après avoir étudié au cours des deux chapitres précédents le contenu de la communication financière par voie électronique, nous examinons dans ce chapitre la présentation de la publication financière en mobilisant une analyse lexicale. Suite à la présentation des techniques subtiles de rédaction observées dans les communiqués de presse financiers, nous cherchons à savoir si le degré d'optimisme d'une publication financière peut être un bon indicateur de la performance future des entreprises. Ensuite, nous examinons comment le marché financier français réagit à la « tonalité » de l'information financière. Nos résultats empiriques prouvent l'existence d'un lien positif entre le degré d'optimisme de l'annonce et la rentabilité économique future. De plus, les annonces présentées de manière plus favorable conduisent les investisseurs à former de meilleures anticipations sur la valeur de l'entreprise.

Introduction

La publication financière trimestrielle est un outil appréciable de la communication financière. Elle rend compte de l'activité et de la situation financière de l'entreprise et fait le point, en principe, sur les évolutions stratégiques. Ce document s'adresse aux intervenants importants présents sur les marchés de capitaux (analystes financiers, gérants de fonds et journalistes financiers *etc.*) et vise également les actionnaires et les investisseurs individuels. De par l'image qu'elle véhicule des entreprises auprès du public, l'annonce financière trimestrielle, est censée jouer un rôle significatif dans la diffusion de l'information et dans l'influence qu'elle exerce sur les décisions d'investissement.

Les études sur la communication financière attribuent généralement deux objectifs à l'offre d'information volontaire. Le premier est l'enrichissement en informations, qui contribue à l'amélioration de la transparence et à la réduction des effets négatifs générés par l'asymétrie d'information. Le deuxième est d'ordre promotionnel, car il a pour objectif d'influencer les opinions des investisseurs, d'améliorer l'image de l'entreprise et même de défendre la réputation professionnelle des dirigeants. Ces deux objectifs et plus spécifiquement le second, se retrouvent dans les deux dimensions de l'offre d'information : la présentation de l'information (lisibilité, thématique et rhétorique *etc.*) et contenu de l'information (étendue et nature de l'information).

Les recherches en matière de communication financière se focalisent généralement sur le contenu de l'information et traitent peu de la forme du discours. La présentation de l'information joue cependant un rôle non négligeable dans la perception et la compréhension de l'information (Morris *et al.*, 2005). Un des facteurs importants pour la rédaction des textes concerne le choix des termes car il détermine la « tonalité » du discours et transmet l'information au-delà du contenu linguistique.

Dans cette recherche, nous nous focalisons sur la forme du discours, et plus précisément, sur la « tonalité » des annonces financières trimestrielles et son influence sur les marchés de capitaux. Nous commençons par une analyse qualitative afin de mettre en avant la présence de techniques variées dans la rédaction des discours. Dans un deuxième temps, nous employons des méthodes quantitatives pour examiner deux problématiques concernant la forme du discours financier.

L'efficacité des annonces financières dépend non seulement du fond, mais aussi de la forme du discours (Davis *et al.*, 2007). Compte tenu de l'importance du style linguistique, il est possible, voire probable, que les dirigeants choisissent un style de rédaction précis afin de communiquer aux investisseurs, de manière très discrète, des informations complémentaires. L'intérêt de cette étude réside dans le fait de savoir si le degré d'optimisme, fourni discrètement par les dirigeants, peut être un indice des prévisions des performances futures de l'entreprise. Le lien entre la « tonalité » de l'annonce et la performance future des entreprises a donc été examiné en adoptant le logiciel Diction 5. Cet outil nous permet d'évaluer, de manière relativement objective, le degré d'optimisme contenu dans chaque annonce.

Ensuite, nous étudions la réaction du marché financier à la forme du discours financier à travers les questions suivantes : est-ce que les investisseurs du marché sont influencés par l'information de type *soft*²⁸ ? Si la réponse est positive, comment sont-ils influencés par l'information de type *soft*, qui apparaît entre les lignes ? Dans cette perspective, nous utilisons ici la méthodologie de l'étude d'événement afin de mesurer la réaction du marché financier français à la « tonalité » de l'annonce trimestrielle. Cette méthode est généralement utilisée dans les études financières, pour comprendre l'effet d'une annonce, ou l'impact d'une décision sur les marchés de capitaux.

Les résultats empiriques attestent l'existence d'un lien positif entre le degré d'optimisme de l'annonce financière trimestrielle et la performance future de l'entreprise. Autrement dit, le style de rédaction de l'annonce révèle aux investisseurs, de manière détournée, des informations supplémentaires concernant les résultats futurs des sociétés. Concernant la réaction du marché financier à la « tonalité » de l'annonce trimestrielle, nous prouvons que le caractère optimiste est positivement lié aux rentabilités anormales cumulées. Le marché financier apprécie donc les annonces qui présentent les informations sous un angle plus favorable. Ces résultats confirment le fait que la présentation de l'information, en plus de son contenu, est un élément non négligeable lorsque l'on considère la communication financière.

²⁸ Petersen (2004) définit « *hard information* » comme les données quantitatives qui peuvent être facilement conservées, transmises et vérifiées par des utilisateurs individuels. En revanche, « *soft information* » est souvent communiquée par le texte. Ce type d'information ne peut pas être documenté de manière claire et non équivoque. La recherche de Demers et Vega (2010) considère la tonalité du discours financier comme un genre de « *soft information* ».

Les recherches lexicales utilisent généralement des mesures fondées sur le jugement individuel des chercheurs. Nous nous différencions de cette méthodologie en mobilisant le logiciel Diction 5. Cette évolution permet d'étendre l'échantillon et de minimiser le risque de subjectivité lors des mesures. En adoptant un logiciel informatique permettant le traitement d'un large échantillon, notre recherche complète donc les études antérieures et fournit des résultats relativement plus objectifs.

Un nombre conséquent de recherches en communication d'information sont fondées sur la théorie financière classique, avec pour hypothèses l'efficacité des marchés financiers et la rationalité parfaite des investisseurs. Pour la construction des hypothèses de notre recherche, nous marquons une seconde distinction en ayant recours à la finance comportementale (*Behavioral Finance*), qui suppose que les investisseurs ne se comportent pas de manière totalement rationnelle. De plus, la théorie des perspectives (*Prospect Theory*) qui décrit la façon dont l'humain forme sa décision en face d'alternatives risquées, est adoptée pour expliquer les réponses des investisseurs à la « tonalité » des annonces financières. Selon cette théorie, le choix humain est dépendant du mode d'expression avec lequel les alternatives risquées sont présentées.

En outre, la plupart des études lexicales dans ce domaine examinent les rapports sur l'environnement, le message du président ou le rapport annuel. Pour notre part, nous avons choisi l'annonce financière trimestrielle, qui a un lien plus proche avec les activités et les opérations économiques de l'entreprise. À notre connaissance, cette recherche est une des premières à analyser la « tonalité » des annonces financières trimestrielles et son impact sur le marché financier français.

Globalement, notre recherche tente d'améliorer notre connaissance du rôle joué par la forme du texte dans la communication, entre l'entreprise et les investisseurs. Les résultats indiquent certaines voies d'amélioration possibles aux autorités de régulation, concernant les techniques subtiles de rédaction adoptées par les sociétés cotées. Ils donnent également aux entreprises cotées une vision plus claire de la réaction des marchés à la « tonalité » des documents financiers. Cette étude prouve également que les investisseurs peuvent formuler une meilleure prévision, s'ils s'intéressent à l'analyse du ton des annonces financières.

La suite est organisée de la manière suivante : la section 1 présente les techniques de promotion subtile observées dans les annonces financières trimestrielles. La section 2

passé en revue les recherches antérieures et développe des hypothèses concernant la forme du discours financiers. Dans la section 3, la méthodologie retenue pour l'étude empirique et la procédure de sélection des données sont présentées. La section 4 expose et interprète les résultats empiriques obtenus. Enfin, la dernière section permet de conclure.

1. La publication financière trimestrielle et les techniques de rédaction

Dans cette partie essentiellement qualitative, nous abordons d'abord les réglementations relatives à la publication financière trimestrielle en France (1.1). Ensuite, les objectifs et les caractéristiques de l'annonce financière trimestrielle sont exposés dans la section 1.2. Enfin dans la section 1.3, nous présentons les techniques de rédaction utilisées par les entreprises françaises dont la promotion subtile fait partie.

1.1. La réglementation sur la publication des informations financières en France

Plusieurs semaines après la fin du trimestre, de nombreuses sociétés cotées délivrent des annonces financières, dans l'objectif de communiquer aux actionnaires et aux investisseurs potentiels les performances et événements majeurs du trimestre. La publication financière trimestrielle joue un rôle important dans le processus de communication des sociétés cotées. Cette constatation est appuyée, en particulier, par l'accroissement du volume des communiqués de presse, liés à la publication financière trimestrielle, au cours de cette dernière décennie (Kross et Kim, 2000 ; Lo et Lys, 2001 ; Collins *et al.*, 2005 ; *etc.*). À titre d'exemple, le nombre de mots dans un communiqué de presse financier trimestriel était en moyenne de 517 en 1980, il a augmenté pour atteindre plus de 2400 en 1999 (Francis *et al.*, 2002).

La publication financière trimestrielle est non seulement, essentielle pour les entreprises cotées et leurs investisseurs, mais aussi pour les analystes financiers et les médias financiers. À ce sujet, un ancien responsable de la relation avec les investisseurs d'Enron a témoigné que les prévisions des analystes financiers dépendent davantage des communiqués de presse des résultats, que des informations issues de la SEC (Emshwiller et McWilliams, 2006).

Par comparaison avec le rapport financier annuel ou semestriel, la publication financière trimestrielle se concentre sur les événements économiques d'une firme. Cela constitue le fond de l'information et aussi une forme plus succincte. De plus, elle délivre des

informations trimestrielles plus fraîches que celles contenues dans les rapports annuels ou semestriels et fournit aux investisseurs les dernières informations concernant les changements économiques importants de l'entreprise.

Compte tenu de son importance, les régulateurs ont développé des règles précises pour la publication financière trimestrielle. En France, l'AMF²⁹ et le Code Monétaire et Financier³⁰, exigent que les sociétés cotées publient une information financière trimestrielle dans les 45 jours qui suivent la fin du 1^{er} et du 3^{ème} trimestre de l'exercice. Cette information financière doit être déposée auprès de l'AMF et comprend :

- (1) une explication des opérations et événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée, ainsi qu'une explication de leur incidence sur la situation financière de l'entreprise ;
- (2) le montant par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé. Ce montant doit être indiqué pour le trimestre écoulé et peut également être indiqué pour les trimestres précédents, ainsi que de manière cumulée. Selon l'AMF, l'information quantitative sur le chiffre d'affaires doit être présentée par branche et pour l'ensemble des périodes visées (8 colonnes au titre du 3^{ème} trimestre et 2 colonnes au titre du 1^{er} trimestre) ;
- (3) une description générale sur la situation financière et les résultats concernant (a) les éléments majeurs de l'activité, tel que lancement d'un nouveau produit, (b) les facteurs clés extérieurs qui peuvent sensiblement influencer sur l'activité de l'entreprise, telle que la variation du prix du pétrole brut ou une modification de l'environnement concurrentiel *etc.*

Au sens de la Directive Transparence, l'offre d'information financière trimestrielle n'est requise que pour le premier et le troisième trimestre de l'exercice. De plus, la publication de comptes trimestriels n'est pas obligatoire. Autrement dit, les sociétés cotées n'ont pas l'obligation de publier leurs résultats trimestriels ou leurs soldes intermédiaires. Par conséquent, la publication d'information trimestrielle est marquée

²⁹AMF, Livre II, Article 221-1.

³⁰Code monétaire et financier-Article L451-1-2, Modifié par l'Ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009-art.29.

par son caractère narratif et descriptif. Selon le rapport de l'OCF³¹, « *Un communiqué de presse, si son contenu répond aux exigences de la réglementation, peut faire offre d'information financière trimestrielle* ».

1.2. Les objectifs et la structure de la publication financière trimestrielle

Comme Henry (2008) l'indique dans sa recherche, le communiqué de presse financier a deux principaux objectifs : informer sur l'entreprise et la promouvoir. Le premier but consiste à communiquer aux investisseurs des informations sur l'activité de l'entreprise, les résultats réalisés pendant le trimestre passé et aussi les prévisions des performances futures. Il permet de réduire les effets négatifs générés par l'asymétrie d'information entre les sociétés cotées et les investisseurs du marché. L'objet promotionnel a pour but, quant à lui, d'améliorer l'image de l'entreprise. Cela permet aux journalistes de commenter favorablement la performance de l'entreprise et d'améliorer les prévisions des analystes financiers et d'attirer des investisseurs potentiels.

Il est à remarquer que ces deux objectifs ne sont pas contradictoires. Par exemple, souligner la performance d'une branche d'activité particulière (souvent la branche la plus bénéficiaire) peut aider les investisseurs à mieux comprendre quels sont les domaines d'activités stratégiques d'une entreprise.

Les informations incluses dans une annonce trimestrielle se présentent sous deux formes : (1) les termes numériques, principalement des résultats comptables et financiers, exposés souvent dans un tableau ; (2) les termes verbaux, principalement les textes résumant les opérations importantes du trimestre, expliquant les tableaux comptables et interprétant les prévisions de performance.

Dans la préparation d'une annonce, les dirigeants sont plus discrets sur les termes verbaux que sur les termes numériques. Premièrement, il est relativement aisé pour les dirigeants de modifier ou même de manipuler le corps textuel d'une annonce financière en employant des tons différents (plutôt optimistes ou pessimistes pour expliquer l'exercice de l'entreprise), en changeant la longueur des phrases ou en réformant la

³¹OCF: L'Observatoire de la Communication Financière a été créé en 2005 sous la forme d'une structure collégiale. Il est un point d'observation en matière de communication financière ainsi qu'un lieu d'échanges entre professionnels des marchés financiers. Le document est réalisé par Bredin Prat, CLIFF (Association Française des Investor Relations), Price waterhouse Coopers, SFAF (Société Française des Analystes Financiers) avec la participation de NYSE Euronext.

structure de présentation. Par contre, il n'existe pas autant de moyens pour retoucher les termes numériques.

Deuxièmement, l'information financière trimestrielle fait l'objet d'un contrôle strict de la part de l'AMF. Les entreprises cotées qui faussent le fonctionnement normal du marché financier et orientent mal les investisseurs, en délivrant des informations financières frauduleuses, sont sanctionnées selon les règlements (n°98-07). En effet, de nombreuses règles précises ont été développées concernant la divulgation des résultats comptables et financiers dans un document financier. Cependant, pour le style de rédaction des textes, il n'existe que quelques recommandations qui demeurent relativement floues. Par exemple, les communications doivent être clairement reconnaissables en tant que telles (AMF, Livre II, Article 212-28). Ou encore, selon les recommandations de la SEC, il est préférable d'utiliser des phrases courtes pour faciliter la compréhension des investisseurs. Globalement, la forme du discours est laissée à la discrétion des émetteurs, sous réserve du respect des dispositions du régulateur du marché financier.

Troisièmement, les dirigeants courent moins de risques d'être jugés sur la forme du discours que sur les termes numériques, qui peuvent être évalués, mesurés et comparés en utilisant les règles comptables ou des benchmarks différents. Par conséquent, la rédaction du texte fournit aux dirigeants plus d'opportunités d'influencer discrètement l'opinion des investisseurs, sur la performance des entreprises et les prévisions des résultats. Notre recherche se focalise donc sur les aspects textuels d'une annonce financière trimestrielle.

1.3. Les techniques de rédaction de la publication financière trimestrielle

Comme nous l'avons mentionné, l'annonce financière trimestrielle a deux objectifs, informationnel et persuasif. Le second consiste à influencer positivement les opinions des récepteurs de l'information. Dans les passages suivants, nous allons présenter certaines techniques subtiles utilisées par les dirigeants des firmes françaises lors de la rédaction des annonces trimestrielles.

Technique 1 - Passage sous silence de certains résultats négatifs

Dans la partie du texte d'un communiqué de presse, certaines entreprises ne commentent que les items favorables des tableaux comptables. Autrement dit, les sociétés passent les mauvaises nouvelles sous silence et ne présentent que les bonnes. Dans sa recherche, Shin (1994) appelle cette technique « *sanitization strategy* ». Nous citons à titre d'exemple deux annonces faites par le groupe Rallye et SOPRA.

Dans l'annonce financière trimestrielle du groupe Rallye, le chiffre d'affaires augmente globalement de manière significative. Cependant, une filiale, 'Go Sports', a enregistré une diminution de ses ventes. Dans les commentaires du tableau, la société souligne les performances de la filiale 'Casino', qui a réalisé une croissance importante (+25.2 %) et ne fait aucun commentaire sur la décroissance de 'Go Sport'.

Consolidated net sales €m	Q 1 2008	Q 1 2007	Change
Casino	6,861.8	5,480.4	+25.2%
Groupe Go Sport	180.1	183.4	-1.8%
Other (*)	4.7	1.6	-
Total Rallye Group	7,046.6	5,665.4	+24,4%

“Consolidated net sales at Casino for the first quarter of 2008 rose a very strong 25.2 % from the prior period, led by faster organic growth of 7.6 % and the full consolidation of Exito in Colombia and Super de Boer in the Netherlands.”

Source : Rallye Group, le 23 avril, 2008

Un autre exemple, le groupe Sopra a réalisé une croissance totale de 20,1 % au cours du 3^{ème} trimestre de l'année 2006. En lisant le tableau comptable détaillé, nous observons que sa filiale « Consulting » a enregistré une augmentation de 3,8 % au cours du troisième trimestre, accompagnée d'une diminution de 2,6 % sur les neuf premiers mois de l'année 2006. Dans les commentaires sur « Consulting », l'entreprise explique que les affaires de cette filiale ont repris le chemin de la croissance sur le troisième trimestre. D'ailleurs, elle a obtenu un contrat de taille en septembre dans le secteur « *Banking and Manufacturing & Services* ». Les résultats négatifs sur les neuf premiers mois sont passés sous silence. Voici le tableau et les commentaires extraits de l'annonce :

	3rd Quarter 2006			9 months 2006		
	€m	Total Growth	Organic Growth	€m	Total Growth	Organic Growth
Consulting	8.3	+ 3.8%	+ 3.8%	29.7	- 2.6%	- 2.6%
SSI ¹ France	119.1	+ 3.5%	+ 3.5%	386.0	+ 4.2%	+ 4.2%
SSI Europe	49.0	+ 31.4%	+ 7.5%	150.5	+ 85.6%	+ 12.9%
Axway	28.8	+ 52.4%	+ 27.4%	82.0	+ 41.9%	+ 18.8%
Group Total	205.2	+ 14.4%	+ 7.3%	648.2	+ 20.1%	+ 7.5%

“Consulting : the Group’s strategy and management consulting business (Orga Consultants) was back on the growth track in the third quarter (+3.8 %) and achieved significant contract wins in September in Banking and Manufacturing & Services”

Source : Groupe Sopra, le 6 novembre 2006

Technique 2 - Accent sur les bonnes nouvelles

La recherche de Bowen *et al.* (2005) montre que les sociétés mettent l’accent sur les items qui leur permettent de présenter la performance des entreprises de manière positive. Ces items positifs sont souvent placés en gros titres ou sous-titres d’une section. De plus, ils sont répétés dans le corps du texte. En utilisant cette technique, les sociétés forcent discrètement les récepteurs de l’information à se focaliser sur les informations qu’elles souhaitent mettre en avant. Cette technique est très utilisée par les sociétés françaises dans la rédaction du discours financier trimestriel. Nous citons deux exemples, Audika et L’Oréal.

Dans le communiqué de presse d’Audika pour le premier trimestre 2006, nous trouvons les informations suivantes :

- Le gros titre :

Dynamic growth trend in Q1 2006 : +13.3 %

13 new centers

- Les sous-titres des sections :

Organic growth of 8.5 % in the first quarter of 2006

Ongoing nationwide expansion with 13 new centers

- Dans le corps du texte :

“Sales for Audika over the first three months of 2006 came out at EUR 18.2 million, up 13.3 % on the previous period and including organic growth of 8.5 %.

Audika actively pursued the development of its network of centers in the first quarter of 2006 with the acquisition of 7 new centers, including 4 in the Paris region, 2 in the Provence, Alpes and Côte d'Azur region and 1 in the Lorraine region.”

De manière évidente, l'entreprise souhaite souligner deux messages : l'accroissement des résultats et le développement de nouveaux centres. Ceux-ci apparaissent dans le message en gros titres, relayés en sous-titres et ont été repris en détail dans le corps du texte. Conséquence, dans un communiqué de presse d'une page, il est difficile pour les lecteurs de l'ignorer.

Pour deuxième exemple, le chiffre d'affaires de l'Oréal a augmenté de 8,3 % pendant le troisième trimestre en 2006. Dans son communiqué de presse trimestriel qui ne contient que 261 mots (1 page sous format PDF), cette bonne nouvelle est présentée sous forme d'un tableau comptable et reprise quatre fois dans le texte :

- Titre de l'annonce :

“Sales at September 30th 2006: 11.6 billion €, up by +8.3 %”

- Sous-titre :

“Strong growth in group sales”

- Message du directeur général Jean-Paul Agon :

“At the end of September we have achieved a strong increase in sales, in line with our projections, with Western Europe confirming its sustained growth and with rapid expansion in the Rest of the World, thanks to the strong advances made in the third quarter in Latin America, Eastern Europe and Asia not including Japan.”

- Commentaires sur le tableau comptable :

“The sales of the L'Oréal group, at September 30th 2006, amounted to 11.6 billion €, an increase of +8.3 %.”

Pour les récepteurs de l'information, le message est très clair : les affaires de l'Oréal évoluent positivement.

Technique 3 - Commentaires positifs sur l'évolution future de l'entreprise

Les annonces financières trimestrielles révèlent des informations capitales sur le trimestre passé. Les investisseurs s'intéressent à ces données historiques pour avoir une meilleure connaissance de la performance de l'entreprise. Mais ce qui est encore plus remarquable, c'est qu'ils vont avoir des anticipations sur l'avenir de l'entreprise à partir de ces données. Cette estimation de la valeur future influe donc fortement leurs décisions d'investissement. Au regard de cette constatation, une autre technique subtile consiste à introduire des commentaires positifs et persuasifs sur l'évolution future de l'entreprise. On ne peut pas changer le passé, mais on peut présenter une vision positive de l'avenir. L'horizon positif est particulièrement important pour encourager les actionnaires et réduire l'incertitude des investisseurs potentiels. Nous citons trois exemples, Atos Origin, GFI et JC Decaux.

Le PDG de la société Atos Origin a indiqué une augmentation du revenu de 6,6 % lors de l'annonce financière du troisième trimestre en 2007. En plus de ce bon résultat, il a souligné les atouts de l'entreprise pour le développement futur : la confiance restaurée des clients, l'excellente mobilisation des employés à l'internationale et le projet « *3O3 Transformation* » qui commence à porter ses fruits et à créer de la valeur. Enfin, il a déclaré que l'entreprise était confiante dans ses objectifs de croissance annuelle. En bref, ses commentaires et prévisions positifs ont présagé un avenir radieux aux actionnaires et aux investisseurs potentiels.

*“The third quarter 2007 performance is an important step for Atos Origin. Indeed, with a +6.6 % revenue organic growth for the third quarter we have reached, for the year-to-date, an organic growth in line with the +4.0 % organic growth target set for the full year 2007. **Our clients' renewed trust and the excellent mobilization of our staff worldwide are strong and positive signals for the future of the Group.**”*

Moreover, the 303 Transformation Plan is on track, starting to bear fruits and creating value. We are fully confident in our ability to reach the objectives of revenue organic growth at +4.0 %, and operating margin.”

Philippe Germond, PDG d’Atos Origin

Source : Atos Origin, le 15 novembre, 2007

GFI Informatique a connu une forte croissance au cours du premier trimestre de l’année 2008. Le PDG de l’entreprise a annoncé cette bonne nouvelle et a indiqué que cette augmentation correspondait bien aux projections attendues pour l’année 2010.

“The Group is reaping the benefits of the selective and profitable acquisitions made in recent months, as witnessed by the 12.2 % revenue growth of the first quarter, in line with the 2010 business plan.”

Message de Jacques Tordjman, PDG de GFI

Le PDG a aussi suggéré que cette forte croissance devrait continuer sur le trimestre suivant. De plus, les contrats importants déjà signés viennent rassurer sur le développement futur de l’entreprise.

“Favourable sales dynamics and business indicators suggest that these positive trends will carry over to the second quarter. Furthermore, the large multi-year contracts signed late in 2007 have increased the portion of recurring revenue in France and given the Group great confidence in the development potential of its service centres in France and Morocco.”

Source : GFI Informatique, le 13 mai, 2008

En outre, nous constatons que les dirigeants emploient souvent des termes positifs dans ce type de commentaire pour éveiller tous les espoirs sur l’avenir. Dans le communiqué de presse de JCDecaux de 2006, nous observons les termes mélioratifs suivants : « *revenue increase, improvement, good progress, revenue growth, comfortably ahead of forecasts for growth* ».

“The double-digit revenue increase from Transport advertising, the overall improvement in the French advertising market compared to 2005, as well as the good progress of our North American and Asia-Pacific operations, should continue

fuelling our organic revenue growth, which we still expect to be above 6 % for 2006 - comfortably ahead of forecasts for growth in the worldwide advertising market.”

Jean-Charles Decaux, PDG de la société JCDecaux

Source : JCDecaux, le 25 octobre 2006

Technique 4 - Attribution des échecs aux facteurs externes

Les recherches en sciences sociales suggèrent que les individus ont tendance à reporter leurs propres échecs sur des causes externes. Dans le communiqué de presse, cela se traduit par le fait que les dirigeants attribuent une mauvaise performance à la conjoncture économique. Nous citons trois exemples, Alcatel-Lucent, PSB et l'Oréal.

Dans le communiqué de presse relatif aux résultats du 1er trimestre 2008, Alcatel-Lucent signale une diminution des revenus :

Adjusted Profit & Loss Statement In Euro million except for EPS	First quarter 2008	First quarter 2007	Change, y-o-y (% or pt)	Fourth quarter 2007	Change, q-o-q (% or pt)
Revenues	3 864	3 882	-0.5%	5 234	-26.2%
Gross profit	1 399	1 335	+4.8%	1 694	-17.4%
In % of revenues	36.2%	34.4%	+1.8 pt	32.4%	+3.8 pt
Operating income ¹	36	-244	Nm	303	Nm
In % of revenues	0.9%	-6.3%	+7.2 pt	5.8%	-4.9 pt
Net income (loss), group share	-95	199	Nm	-48	Nm
EPS diluted (in Euro)	-0.04	0.09	Nm	-0.02	Nm
E/ADS* diluted (in USD)	-0.07	0.12	Nm	-0.03	Nm
Diluted number of shares	2259.1	2252.0	+0.3%	2258.7	+0.0%

Dans les commentaires, l'entreprise explique entre les lignes que cette diminution est causée par un facteur externe et incontrôlable, le taux de change Euro-Dollar.

“During the quarter, revenues declined 0.5 % year-over-year and 26.2 % sequentially to Euro 3.864 billion. At constant Euro/USD exchange rate, revenues grew 6.3 % year-over-year and declined 23.2 % sequentially.”

...

“Considering the impact of the Euro/USD adverse shift, our revenue performance was in line with our expectations, with a year-over-year growth of 6.3 % and a sequential decline in the mid-point of our typical seasonal pattern of -20 % to -25 %.”

Parallèlement, le PDG souligne la bonne gouvernance de l'entreprise (facteur interne) et insiste sur sa vision d'une croissance durable de long terme. Ces informations peuvent permettre de réduire le mécontentement des actionnaires et rassurer les investisseurs.

“This quarter we made progress in a number of areas and believe we are taking the right actions to position the company to take advantage of the long-term growth potential we see in the industry driven by new subscribers, more broadband deployments and video and data traffic growth.”

Patricia Russo, directeur général de la société Alcatel-Lucent

Source : Alcatel-Lucent, le 30 avril, 2008

Dans les communiqués de presse de l'année 2008, nous trouvons nombre de commentaires qui soulignent la conjoncture économique, dans la mesure où la crise financière a touché fortement l'économie mondiale. Par exemple, la société PSB a affiché une décroissance au troisième trimestre en 2008 et l'a commenté ainsi :

“PSB Industries’ consolidated revenues at September 30, 2008 reached €160.1 million, down 0.7 % on a like-for-like basis.”

L'entreprise accuse les circonstances économiques et promet une résistance à long terme :

“PSB Industries’ objective of slight revenue growth over the entire year has become more problematic in the current economic conditions, but its position in niche consumer-driven markets should help it resist better over the long-term.”

Source : PSB, le 10 octobre, 2008

Concernant le groupe « L'Oréal », le directeur général du groupe a expliqué que le ralentissement de la croissance était imputable à la contraction des achats provoquée par la crise économique.

“We had anticipated that the growth at the end of June would continue in the 3rd quarter ; however, since September, we have noted a clear slowdown in some markets in Western Europe and North America, and have been confronted with a contraction of purchasing by some distributors in view of the current economic crisis.”

Jean-Paul Agon, PDG de l'Oréal, Source : l'Oréal, le 30 octobre, 2008

Technique 5 - Sélection des benchmarks et des règles comptables favorables

Une technique, qui peut influencer positivement les investisseurs, consiste à choisir des points de références qui permettent de réaliser une comparaison complaisante entre des périodes différentes. Schrand et Walther (2000) montrent que les dirigeants baissent stratégiquement les indices de la période précédente afin de présenter une variation positive.

De plus, le résultat comptable d'un trimestre n'étant pas audité par des professionnels indépendants, cela laisse aux dirigeants la possibilité de choisir le cadre comptable, de manière à afficher une meilleure performance. Par exemple, une mesure qui ne fait pas référence aux GAAP peut augmenter le résultat net figurant dans une annonce financière, en excluant certains items concernant les dépenses. Lougee et Marquardt (2004) notent que certaines sociétés ont tendance à présenter leur résultat sous un autre référentiel comptable que les GAAP, de manière à faire apparaître une performance améliorée au regard de la période précédente. Pour illustrer nos propos, voici l'exemple de CS.

À l'annonce du premier trimestre de l'année 2006 de la société CS, le chiffre d'affaires du secteur « Run » est en baisse de 9,3 % par rapport à la même période de l'année précédente.

SALES (Million Euros)	As of 03/31 2005	As of 03/31 2006	Organic growth T1 2005 / T1 2006
« Build » activities	55.3	58.3	+5.4%
« Run » activities	25.8	23.4	-9.3%
<i>Eliminations</i>	-1.7	-1.7	NA
Sales	79.4	80.0	+0.8%
France	73.0	71.4	-2.2%
International	6.4	8.6	+34.4%

IFRS accounting standards

Dans le texte de l'annonce, nous trouvons les commentaires suivants :

“Sales for operating activity of mission critical systems “Run” were 23.4 M€, down -9.3 % compared to 1st quarter 2005, but slightly higher (+2.6 %) compared to fourth quarter 2005.”

En choisissant un point de référence différent, la société modifie la perception que l'on peut avoir du résultat. D'une perception plutôt négative, le résultat peut être ressenti comme étant encourageant, voire positif. Il est fort possible que les investisseurs non avertis valident cette explication et forment une opinion plutôt optimiste sur la performance de l'entreprise. Cependant, les chiffres d'affaires ne se répartissent pas de manière uniforme sur toute l'année. Certaines entreprises réalisent presque 50 % de leurs chiffres d'affaires au cours d'une saison (par exemple, une grande part du chiffre d'affaires des entreprises du secteur de la distribution en Europe est réalisée sur la période de Noël). Il est donc plus cohérent de comparer leur chiffre d'affaires à celui de la même période des années antérieures. Par ailleurs, la société CS a renforcé les opinions positives par la prévision suivante :

“Accordingly, this initial quarter of 2006 is a turning point marking the end of the decrease of « Run » and the first step towards attaining a target of neutral growth in 2006 compared to 2005.”

Source : Groupe CS, le 10 mai, 2006

Technique 6 - Utilisation de termes positifs

La technique de rédaction consistant à introduire des termes optimistes dans la rédaction de l'annonce peut aussi influencer les investisseurs. De manière supplétive, nous pouvons remarquer que ce procédé peut être combiné aux techniques précédemment évoquées. Par exemple, les commentaires positifs sur l'évolution future de l'entreprise sont écrits en utilisant des termes favorables. De plus, cette technique est plus subtile que celles citées précédemment. Si les investisseurs sophistiqués peuvent détecter facilement le passage sous silence de certains résultats négatifs, ou le changement de benchmark, ils sont moins attentifs à ce genre de technique promotionnelle. Notre recherche empirique dans les sections suivantes se concentre donc sur cette technique de rédaction.

Nous citons les exemples d'Accor et de Gemalto :

La société Accor a réalisé une augmentation de son revenu de 10,4 % pendant le premier trimestre de l'année 2006. Dans le corps du texte de l'annonce, nous trouvons les termes positifs comme « *performance, good, growth, favorable, increases* » qui

peuvent renforcer l'impression positive que l'on peut avoir de la performance de l'entreprise.

*“The overall first-quarter **performance** was **good**. In Upscale and Midscale Hotels, **growth** was driven by the **favorable** impact of the shift in the Easter vacation calendar and by business in Germany. The Economy segment in Europe continued to expand. In the United States, the Economy segment was lifted by a **favorable** market environment. The Services business posted sharp **increases**.”*

Source : Accor, le 26 avril, 2006

Le directeur général de l'entreprise Gemalto annonce le bon résultat réalisé du premier trimestre et prévoit une très bonne évolution sur l'année 2008. Dans le commentaire très court, nous observons plus de dix termes positifs et optimistes comme « *strong, good start, benefiting, better market conditions, performing well, wins, success, growth and profitability improvements* ». Ce ton positif peut stimuler les investisseurs et améliorer leurs prévisions vis-à-vis des performances futures.

*“This **strong** first quarter gives us a **good start** for 2008. We are **benefiting** from **better market conditions**. Our three main business segments are **performing well** and new contract **wins** for digital security solutions illustrate the **success** of our strategy. We remain determined to achieve **solid growth and profitability improvements** in 2008”*

Olivier Piou, directeur général de l'entreprise Gemalto

Source : Gemalto, le 24 avril 2008

Les techniques subtiles de rédaction : consciente ou semi-consciente ?

Les exemples ci-dessus montrent un aperçu des techniques que les entreprises peuvent employer dans l'objectif de promouvoir les résultats d'une annonce financière trimestrielle. On peut remarquer la subtilité de certaines techniques qui les rend parfois imperceptibles, même pour les acteurs avertis comme les analystes financiers.

On doit aussi signaler que les techniques de rédaction ne sont pas employées de manière systématique dans toutes les annonces financières. Il arrive que certaines entreprises préfèrent se concentrer sur l'information comptable et ne fournissent que des

commentaires neutres et très brefs. Beaucoup de sociétés font aussi des commentaires assez modestes, voire réservés. Prenons l'annonce de Groupe Open :

Le résultat du Groupe Open s'est accru de 4,7 % au cours des neuf premiers mois de l'année 2008. Malgré ce bon résultat, l'entreprise prévoit des difficultés potentielles en raison des circonstances économiques qui se sont durcies.

“As regards the final quarter of the year and 2009, Groupe OPEN expects the economic climate to worsen, potentially resulting in a reduction in IT expenditure and a slowdown in the IT services market.”

Source : Groupe Open, le 30 octobre, 2008

En tant que mécanisme d'offre d'information, la forme du discours peut aussi être mobilisée pour réduire l'asymétrie d'information. Par exemple, une rédaction plus claire facilite la compréhension des lecteurs. D'autre part, les techniques subtiles relatives à la présentation de l'information peuvent être utilisées pour modifier l'impression que l'on peut avoir de la valeur des entreprises. Cette ambivalence fait émerger la question suivante : est-ce que les dirigeants emploient intentionnellement ces techniques subtiles dans la rédaction du document financier ? À cette problématique, les études antérieures déterminent très rarement si les comportements liés à la rédaction de manière subtile sont adoptés au niveau conscient, semi-conscient ou inconscient. Cette situation peut être imputable au fait que les recherches sur la publication volontaire sont fondées à la fois sur la théorie de l'agence et sur la littérature psychologique (Merkl-Davies et Brennan, 2007).

La théorie de l'agence explique ces comportements par le mécanisme de l'opportunité managériale. Autrement dit, les dirigeants choisissent intentionnellement un style de rédaction qui sert leurs intérêts propres (défendre ou améliorer leur réputation professionnelle, tirer des bénéfices personnels en conservant certaines informations privées, voire fausser le bon fonctionnement du marché financier, etc.).

La littérature relative à la psychologie sociale (*social psychology literature*) traite l'objet promotionnel de la communication comme une tentative, consciente ou inconsciente, de contrôler une image, réelle ou imaginaire, dans l'interaction sociale. Elle considère que les individus ont naturellement tendance à se considérer comme étant à l'origine d'un succès, mais pas à l'origine d'un échec (Jones et Davis, 1965 ; Kelley,

1967). Appliquée à la communication financière, cela traduit le fait que les dirigeants attribuent les résultats positifs à des facteurs internes à l'entreprise (management efficace, stratégie judicieuse ou organisation excellente, *etc.*) et les résultats négatifs à des facteurs externes (crise financière, taux d'inflation, taux de change, *etc.*).

2. Le développement des hypothèses

Après avoir exposé les six techniques courantes employées par les dirigeants en communication financière, nous nous concentrons dans cette section, sur une dernière technique (utilisation de termes optimistes dans la rédaction des discours financiers) et développons les hypothèses pour effectuer les estimations quantitatives dans la section 3. Nous commençons par analyser si le degré d'optimisme peut être un bon indicateur de l'évolution de la performance future. Ensuite, nous examinons si les investisseurs peuvent être influencés par la « tonalité » de l'annonce financière en introduisant la théorie de la finance comportementale.

2.1. Le ton du discours : un indice discrètement posé par les dirigeants

Les événements latents (comme un contrat important en cours, la menace d'une nouvelle concurrence, l'annonce d'une fusion, la relation discrète avec des institutions financières, *etc.*) peuvent influencer fortement sur la performance future des entreprises. Les sociétés cotées choisissent d'annoncer ce genre de nouvelles à des moments précis. Par comparaison avec les investisseurs externes, les dirigeants possèdent des sources d'informations privilégiées, particulièrement lorsqu'il y a des menaces ou des opportunités potentielles. Ces informations à caractère privé permettent aux dirigeants d'avoir des prévisions plus précises quant aux performances futures.

Comme ils sont détenteurs d'information privée sur la valeur de leur entreprise, les dirigeants peuvent adapter les différents styles lors de la rédaction des annonces financières. Encouragés par des opportunités futures, il se peut que les dirigeants choisissent un style de rédaction plus optimiste. En revanche, un ton plutôt modéré, voire pessimiste, peut être utilisé lorsque les dirigeants prévoient des difficultés ou des menaces. Autrement dit, un ton optimiste (ou pessimiste) peut être traité comme un indicateur positif (ou négatif), mis en avant par les dirigeants, concernant la performance future. Étant donné ces relations théoriques, nous devrions trouver une relation positive entre le degré d'optimisme d'une annonce financière et la performance future des entreprises.

Les arguments ci-dessus reposent sur l'hypothèse selon laquelle les dirigeants adaptent leur stratégie de communication de manière semi-consciente (voire inconsciente), comme cela a été mentionné dans la section précédente. On doit souligner à ce stade qu'un ton positif ne relève pas nécessairement d'une manipulation d'information (Henry, 2008). Les résultats réalisés ont un impact sur le ton choisi dans la rédaction de l'annonce financière trimestrielle. Les futures opportunités de croissances ou de menaces peuvent aussi altérer le degré d'optimisme d'un rapport financier. Même les personnalités des dirigeants peuvent se refléter dans la « tonalité » d'une annonce.

Dans le cas où les dirigeants choisissent intentionnellement un style de rédaction dont l'objectif est d'influencer les opinions des investisseurs, la relation entre le degré d'optimisme et la performance future des firmes est plus complexe. Pourquoi les dirigeants tentent-ils d'ajuster les anticipations des investisseurs ? En effet, si les investisseurs surestiment la performance d'une entreprise, ils risquent d'en subir le contre coup dans le futur et de générer, par conséquent, des opinions négatives sur l'entreprise. Cette situation risque d'être néfaste à l'image de l'entreprise et plus particulièrement à la réputation des dirigeants, leurs compétences professionnelles et leurs crédibilités relatives à l'offre d'information. Dans le cas contraire, si la valeur d'une société est sous-estimée du point de vue de ses performances, elle subit un coût du capital plus élevé. Les dirigeants ont donc besoin d'un moyen de communication afin de maintenir l'image de l'entreprise, contrôler le coût du financement externe et défendre leur réputation professionnelle. L'annonce trimestrielle est un des mécanismes d'offre d'information permettant aux dirigeants de réaliser cet objectif.

Comme Davis *et al.* (2007) l'indiquent dans leur recherche, la « tonalité » d'une annonce financière contient aussi certaines informations relatives à la valeur (*value-relevant information*). Ils prouvent que les dirigeants choisissent un ton plutôt optimiste (ou pessimiste) dans la rédaction des annonces financières afin de communiquer aux investisseurs un signal favorable (ou défavorable) concernant la performance future. Il est donc possible que *l'impression management*³², soit adoptée par les dirigeants pour aligner les prévisions des investisseurs sur la valeur de l'entreprise et rétablir la confiance du marché financier, notamment pendant les périodes de crise. Autrement dit,

³² Dans la littérature anglaise sur la communication financière (par exemple, Merkl-Davies et Brennan, 2007), le terme « *impression management* » décrit les comportements des dirigeants dans l'objectif d'influencer et de modifier les estimations des investisseurs sur la valeur de l'entreprise.

le degré d'optimisme de l'annonce doit être un bon indicateur de la performance future des entreprises. La première hypothèse peut être ainsi formulée :

Hypothèse 1 : Il existe une relation positive entre le degré d'optimisme de la publication financière trimestrielle et la performance future de l'entreprise.

Il faut souligner que cette hypothèse repose sur une intention louable des dirigeants du point de vue de la politique de communication. Autrement dit, les dirigeants adoptent un certain style de rédaction dans l'objectif de communiquer, de manière honnête, aux investisseurs des informations correctes et précises. Cependant, il est aussi possible que certains dirigeants adoptent un style de rédaction pour en tirer des bénéfices personnels. Il peut s'agir d'une manipulation d'information qui tend à tromper les investisseurs et à fausser le bon fonctionnement du marché financier. Les recherches précédentes ont observé que certains dirigeants adoptent *l'impression management* dans une intention malveillante. Par exemple, les dirigeants visent à augmenter la valeur de l'action en adoptant une stratégie de communication centrée sur leurs intérêts propres (Abrahamson et Park, 1994). Les annonces trimestrielles décrivent souvent non seulement les résultats réalisés, mais aussi des prévisions sur les développements futurs de l'entreprise. Lorsque les dirigeants surélèvent le degré d'optimisme dans les commentaires sur les résultats réalisés et les prévisions associées, il devient difficile d'harmoniser la performance future avec ce ton trop optimiste. Dans ce cas, une relation négative entre le degré d'optimisme et la performance future peut être présumée.

2.2. Le ton du discours et la réaction des marchés financiers

Merkl-Davies et Brennan (2007) classent les études concernant la réaction des marchés financiers à la publication d'information en deux grandes catégories. La première ne considère ni la sensibilité des investisseurs aux informations, ni les caractéristiques des investisseurs, tel que l'aspect cognitif ou émotionnel. Ces recherches reposent sur l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés. Elle considère que les participants du marché sont totalement rationnels et qu'ils réagissent correctement et quasi-instantanément aux informations. Le cours de bourse est donc déterminé par des investisseurs sophistiqués, capables d'analyser correctement les implications des données comptables (Hand, 1990).

La deuxième catégorie d'étude s'appuie sur la finance comportementale. Ces travaux suggèrent que les individus ne formulent pas des décisions d'investissement de manière

totalelement rationnelle, mais plutôt semi-rationnelle. Les investisseurs non-expérimentés peuvent ainsi influés l'évaluation des titres. De plus, même les professionnels, tels que les analystes financiers, sont sensibles à la forme de la publication de l'information (Mullainathan et Shleife, 2005). Notre approche se situe donc dans la seconde catégorie et nous introduisons la théorie des perspectives afin de vérifier comment les investisseurs, non totalement rationnels en réalité, sont affectés par l'information de type *soft* des annonces trimestrielles. Il s'agit par conséquent d'une analyse du lien entre le degré d'optimisme et les rentabilités anormales cumulées.

La théorie des perspectives évoquée précédemment, décrit comment les individus forment leurs décisions face à des alternatives risquées. Elle permet de mieux comprendre les préférences des investisseurs face aux différents projets d'investissement. Dans la perspective de donner une idée des préférences des individus non totalement rationnels qui sont face à des alternatives risquées, nous citons d'abord une recherche expérimentale effectuée par Tversky et Kahneman (1981) sur la base d'un échantillon d'étudiants de l'Université de Standford et de l'Université de British Columbia. Ces 307 étudiants ont été séparés en deux groupes et il leur a été demandé de répondre à un questionnaire simple.

Question : *Supposons que les Etats-Unis soient en train de se préparer au déclenchement d'une maladie asiatique anormale qui est supposée pouvoir causer la mort de 600 personnes. Deux programmes alternatifs sont proposés pour combattre cette maladie. Les estimations scientifiques des conséquences sont les suivantes :*

- *Si le programme A est adopté, 200 personnes peuvent être sauvées (72 % de préférence).*
- *Si le programme B est adopté, il y a 1/3 de chance que 600 personnes puissent être sauvées, et 2/3 de chance que personne ne puisse être sauvé. (28 % de préférence)*

Quel programme choisissez-vous ?

Le premier groupe, composé de 152 étudiants, a dû choisir entre les programmes A et B. Pour celui-ci, 72 % des étudiants ont choisi le programme A et seulement 28 % ont préféré le programme B. Par conséquent, la majorité des choix montre une aversion

pour le risque : la certitude de sauver 200 personnes (Programme A) est beaucoup plus attrayante que 1/3 de chances de sauver les 600 personnes (Programme B).

Le deuxième groupe, composé de 155 étudiants, a quant à lui été confronté à la même problématique mais avec les deux alternatives suivantes :

- Si le programme C est adopté, 400 personnes mourront (22 % de préférence).
- Si le programme D est adopté, il existe 1/3 de possibilité que personne ne meurt et 2/3 de possibilité que 600 personnes puissent mourir (78 % de préférence).

Pour ce second groupe, 22 % des étudiants ont choisi le programme C tandis que 78 % ont préféré le programme D. À l'inverse du premier groupe, la majorité des étudiants du deuxième groupe ont une préférence pour le risque : la certitude des 400 morts (Programme C) est beaucoup plus difficile à admettre que les 2/3 de chances de perdre les 600 vies (Programme D).

Il n'est pas difficile d'observer que le fond des programmes A et B est respectivement égal à celui des programmes C et D. En effet, au niveau statistique, les deux groupes d'étudiants sont en face de choix identiques. La seule différence est que les résultats du groupe 1 sont présentés en termes positifs (le nombre de vies sauvées), tandis que ceux du groupe 2 sont décrits en termes négatifs (le nombre de vies perdues). Cette seule différence génère une inversion des préférences entre les deux groupes : une aversion pour le risque dans le groupe 1 et une préférence pour le risque dans le groupe 2. En conclusion, les individus ne se comportent pas de manière totalement rationnelle dans le processus de décision³³.

Les décisions des individus sont influencées par les termes choisis pour décrire les alternatives risquées. Autrement dit, la forme du discours (*information format*) joue un rôle important dans la compréhension de l'information et le processus de décision. Un phénomène similaire est observé par la recherche de Bazerman (2002) lorsqu'il indique que la décision d'investir varie lorsque le résultat est présenté sous la forme de « postes d'emploi gagnés » au lieu de « postes d'emploi perdus ».

Dans le domaine de la communication financière, de nombreuses études ont observé que la « tonalité » des textes financiers pouvait avoir une influence sur la réaction des

³³ Daniel Kahneman et Amos Tversky utilisent le terme « *decision frame* » afin de décrire la procédure pour former une décision relative à un sujet particulier.

marchés financiers. Par exemple, la tendance des marchés financiers est fortement influencée par le ton des commentaires de CNBC (Morris *et al.*, 2005). Le ton des commentaires du *Wall Street Journal* influe aussi considérablement sur les variations des cours de bourse et les volumes des transactions (Tetlock, 2007). De plus, le ton et le style métaphorique utilisés par les journalistes financiers, pour décrire la tendance des prix, ont un impact sur les prévisions des investisseurs, même si ces commentateurs ne fournissent guère d'arguments fiables pour expliquer la tendance qu'ils décrivent (Morris *et al.*, 2005). Le ton positif ou négatif des annonces financières peut provoquer des réactions différenciées sur les marchés financiers (Francis *et al.*, 2002). De surcroît, les professionnels, comme les analystes financiers, qui sont supposés être plus rationnels en raison de leurs connaissances et expériences plus généreuses, sont également influencés par la forme du discours (Sedor, 2002).

Henry (2008) introduit la théorie des perspectives pour analyser le lien entre le ton de l'annonce financière trimestrielle et la réaction des marchés de capitaux. Il prouve empiriquement que la rentabilité anormale cumulée est positivement liée à la présentation favorable de l'annonce financière. Il aboutit à la conclusion que le discours contenant plus de termes positifs conduit les investisseurs à développer des anticipations positives sur la performance des entreprises. De plus, il prouve que l'effet de la « tonalité » sur la réaction des marchés est concave. Les marchés financiers incorporent donc un ton plus favorable dans la communication, mais cela n'est pas sans limite. D'ailleurs, la longueur du texte diminue l'effet positif de bons résultats non anticipés. Plus tard, Davis *et al.* (2007) effectuent une analyse lexicale sur un échantillon de 23400 annonces trimestrielles entre 1998 et 2003. Les résultats empiriques montrent que la rentabilité anormale cumulée est positivement liée au degré d'optimisme mais négativement liée au degré de pessimisme du discours.

En nous inspirant de la théorie des perspectives et des études antérieures, nous pouvons envisager une relation positive entre le degré d'optimisme d'une annonce trimestrielle et la réaction des marchés financiers.

Hypothèse 2 : Il existe un lien positif entre le degré d'optimisme de la publication financière trimestrielle et les rentabilités anormales cumulées.

La « tonalité » de l'information peut affecter la capacité des investisseurs à évaluer la véracité des informations (Davis *et al.*, 2007). Cependant, cette influence n'est pas sans

limite. Autrement dit, un ton extrêmement optimiste influe peu sur la variation des rentabilités anormales cumulées. À titre d'illustration, la recherche de Frost (1997) prouve que le marché financier ignore les informations positives qui sont délivrées par les sociétés anglaises présentant des problèmes financiers. De plus, la crédibilité des dirigeants vis à vis de la communication financière est spécifique à chaque personnalité (Wilson, 1985). Il est possible que les investisseurs aient leurs propres opinions sur la crédibilité des dirigeants et anticipent la manipulation d'information. Si les investisseurs considèrent le ton d'une annonce financière trimestrielle comme un outil de manipulation utilisé par les dirigeants, ils doutent naturellement de la crédibilité de l'annonce. Par conséquent, ils écartent ou même ignorent les messages délivrés de manière tendancieuse. La recherche de Hutton *et al.* (2003) montre que la forme subjective du discours, accompagnant les prévisions des dirigeants, n'a pas d'impact sur les marchés sauf si le fond de l'information est vérifiable.

3. La Méthodologie

Dans le cadre de ces travaux, nous souhaitons tester si le degré d'optimisme du discours peut être un bon indicateur de la performance future de l'entreprise. Puis, dans un second temps, nous voulons examiner comment les investisseurs réagissent à la « tonalité » des communiqués de presse financiers.

3.1. Le choix de l'échantillon et la collecte des données

Le document analysé dans cette recherche lexicale est le communiqué de presse portant sur la publication financière trimestrielle. Au sens initial, un communiqué de presse (*press release*) est un document court, envoyé aux médias et journalistes, dont l'objet est d'indiquer les différents événements importants de la vie de l'entreprise. Ce support de communication est employé dans l'objectif de donner envie aux journalistes d'en faire un article à leur goût. Le communiqué comprend des informations sur l'entreprise ainsi que des supports et des contacts permettant d'aider le journaliste souhaitant réaliser un article. Le contenu d'un communiqué de presse peut donc être une partie ou la totalité d'un article repris par les journalistes.

Traditionnellement, le communiqué de presse financier est diffusé de manière personnalisée par fax ou voie postale à la presse et aux intervenants importants des

marchés financiers, comme les analystes financiers ou les investisseurs institutionnels. L'émergence d'Internet a donné une nouvelle dimension au communiqué de presse. On trouve de plus en plus de communiqués de presse financiers en ligne, soit sur le site de l'entreprise, soit dans les banques de communiqués ou les bases de données telle que *Factiva*. Du professionnel au grand public, la destination de ce type de publication s'est élargie. Le terme « communiqué de presse » a été par conséquent détourné de son sens initial, qui était la transmission d'informations à la presse.

Compte tenu de sa portée, les régulateurs financiers ont développé des règles précises sur cet instrument de publication. Aux Etats-Unis, la SEC demande aux firmes cotées de déposer tous les communiqués de presse dès leur publication. En France, les sociétés cotées doivent transmettre leurs communiqués à l'AMF dès leur publication pour sa banque de communiqués, puis éventuellement à une banque de communiqués financiers³⁴, afin d'élargir l'accès à l'information financière au plus grand nombre.

Dans la recherche lexicale en finance, le rapport environnemental est un des documents les plus étudiés de par son contenu majoritairement verbal (Jones et Shoemaker, 1994). Le message du président est aussi largement analysé en raison de son importance dans la prise de décision des investisseurs (Jones, 1988 ; Fisher et Hu, 1989). Enfin, certaines études lexicales ont choisi le rapport annuel car il fournit une vision globale de l'entreprise. Nous choisissons, en raison de ses spécificités, le communiqué de presse sur la publication financière trimestrielle. Le rapport annuel contenant des informations très variées peut sembler aussi pertinent. Cependant, ce document volumineux est publié quelques mois après la clôture comptable. Par conséquent, les données historiques de ce rapport ne sont pas assez actualisées pour les utilisateurs qui souhaitent ajuster leurs anticipations à partir d'informations en temps réel. Par ailleurs, le rapport environnemental ayant un caractère narratif et descriptif, il pourrait être pertinent pour effectuer une recherche lexicale. Néanmoins, il n'est pas le reflet direct de la performance financière de l'entreprise.

En comparaison avec ces véhicules de communication, le communiqué de presse financier trimestriel procure plusieurs avantages. Tout d'abord, il est marqué par son caractère narratif et descriptif. De plus, les interprétations des résultats comptables ne

³⁴Plusieurs banques de communiqués financiers en ligne ont été créées ces dernières années. Les plus utilisées sont *PRLine* et *Company New*.

sont pas soumises à des audits indépendants. Les émetteurs d'information ont donc plus de liberté quant à la préparation de la publication, et ce, plus particulièrement en matière de technique de rédaction. Il est par conséquent pertinent de mener une recherche lexicale sur la présentation de cette information. De plus, ce type de publication se concentrant sur les événements importants d'un trimestre déterminé, les informations sont actualisées et donc plus pertinentes pour formuler des décisions d'investissement. D'ailleurs, le communiqué de presse financier est destiné aux acteurs importants des marchés financiers. Toutefois comme nous l'avons mentionné précédemment, le développement des publications en ligne et le règlement de l'AMF ont permis d'élargir la cible des acteurs. Les investisseurs individuels peuvent également consulter le communiqué de presse financier sur le site de l'entreprise ou les banques de communiqués telle que « *Company News* » ou « *PR Line* ». Au regard de ces pratiques, il nous paraît encore plus judicieux d'analyser l'impact de tels communiqués sur les marchés financiers.

Dans la perspective de cette analyse lexicale, nous avons collecté les communiqués de presse financiers trimestriels des entreprises françaises appartenant à l'indice SBF 250. Un premier tri a été opéré pour garder uniquement les sociétés dont la clôture comptable est en décembre. En raison d'un cadre comptable différent, 28 entreprises du secteur financier ont donc été abandonnées. Ensuite, nous avons consulté les sites des entreprises et téléchargé les communiqués de presse des publications financières trimestrielles de 2006 à 2008. Cet échantillon a aussi été complété par la base de données *Factiva*.

Nous avons retenu uniquement les communiqués de presse trimestriels en version anglaise car Diction 5 est un logiciel utilisant seulement la langue anglaise. À notre connaissance, il n'existe pas de logiciel destiné à évaluer le degré d'optimisme des textes en français. De plus, la proportion des investisseurs étrangers, notamment des investisseurs institutionnels anglo-saxons, a considérablement augmenté au cours des dix dernières années sur le marché des capitaux français. Compte tenu de l'importance des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux, les sociétés françaises cotées ont besoin de renforcer la publication financière en langue anglaise afin de réduire l'asymétrie d'information entre les actionnaires nationaux et étrangers,

d'améliorer la relation avec les investisseurs non résidents, d'élargir leur influence internationale et d'attirer de nouveaux capitaux.

Pour chaque communiqué de presse retenu dans notre échantillon, nous avons éliminé tous les tableaux numériques, figures, images. De plus, les informations non significatives, telles que le numéro de page, l'adresse et le numéro de téléphone de l'entreprise *etc.*, ont été supprimées manuellement. Enfin, nous avons gardé uniquement la partie texte que nous avons conservé sous le format Texte afin de pouvoir effectuer le traitement avec le logiciel Diction 5.

Selon le règlement de l'AMF et la législation française, les entreprises ne sont pas contraintes de publier les communiqués de presse en anglais³⁵. Les documents retenus dans notre échantillon font donc partie de l'offre d'information volontaire. Cela nous permet de rester dans le cadre théorique de l'offre d'information volontaire pour développer les hypothèses de recherche.

Les informations boursières et comptables ont été extraites des bases de données « Thomson one banker », « Worldscope » et « Datastream ». Les données recueillies concernent les exercices 2006, 2007 et 2008.

3.2. La mesure lexicale : le degré d'optimisme du texte financier

Au sein de la littérature sur l'analyse lexicale, aucun consensus n'émerge quant à l'efficacité d'une méthode particulière pour étudier le langage (Pennebaker *et al.*, 2003). Certaines recherches considèrent que le langage est, par nature, contextuel. Il est donc préférable d'effectuer des études lexicales en analysant de grandes unités de texte (par exemple, phrases ou paragraphes) et de mettre le langage dans un contexte global (Gottschalk et Gleser, 1969). D'autres arguent que l'être humain tend à lire le contenu et qu'il est incapable de surveiller le choix verbal lorsqu'il fait attention au texte (Hart, 2001). Il est donc pertinent d'effectuer une recherche basée sur la fréquence des mots. Cela permet aussi de faciliter les études lexicales en utilisant des logiciels informatiques.

³⁵ Livre II de l'AMF (Articles 221-2) soulignent que les informations obligatoires doivent être rédigées en français lorsque les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé français.

La loi du 4 août 1994 relative à l'emploi de la langue française précise que « le français est langue de travail ».

Notre analyse étant basée sur la fréquence des mots dans un document, nous avons mobilisé le logiciel Diction 5 pour mesurer la « tonalité » d'un communiqué financier. Nous avons choisi ce dernier car c'est un logiciel amplement utilisé pour étudier la forme du discours : les discours politiques (Hart, 1984 ; Hart, 2000b ; Bligh *et al.*, 2004 ; *etc.*) ; le rapport annuel (Yuthas *et al.*, 2002) ; les communiqués de presse des résultats (Davis *et al.*, 2007 ; Henry, 2008) et la communication commerciale (Ober *et al.*, 1999).

Diction 5 est un programme informatique conçu pour mesurer l'influence subtile du style linguistique en comptant la fréquence des mots. Ce programme inclut dix mille mots et permet d'analyser 35 caractéristiques d'un discours selon la théorie linguistique. Pour évaluer la « tonalité » d'un discours, Diction 5 a développé trois catégories de mots qui représentent l'accroissement de l'optimisme et trois catégories de mots qui mesurent la diminution de l'optimisme. Il faut souligner que les mots inclus dans ces 6 catégories différentes ne se croisent pas.

Puisque Diction 5 est un logiciel destiné à évaluer le style de rédaction du discours en anglais, il est préférable de présenter les définitions exactes des ces textes en anglais. Ici, nous citons directement ces descriptions dans la langue anglaise afin de garder l'exactitude linguistique et d'éviter les nuances causées par la traduction.

3 catégories de l'augmentation de l'optimisme

- *Praise*

“Affirmations of some person, group, or abstract entity. Included are terms isolating important social qualities (dear, delightful, witty), physical qualities (mighty, handsome, beautiful), intellectual qualities (shrewd, bright, vigilant, reasonable), entrepreneurial qualities (successful, conscientious, renowned), and moral qualities (faithful, good, noble). All terms in this dictionary are adjectives.”

- *Satisfaction*

“Terms associated with positive affective states (cheerful, passionate, happiness), with moments of undiminished joy (thanks, smile, welcome) and pleasurable diversion (excited, fun, lucky), or with moments of triumph (celebrating, pride, auspicious). Also included are words of nurturance: healing, encourage, secure, relieved.”

- *Inspiration*

“Abstract virtues deserving of universal respect. Most of the terms in this dictionary are nouns isolating desirable moral qualities (faith, honesty, self-sacrifice, virtue) as well as attractive personal qualities (courage, dedication, wisdom, mercy). Social and political ideals are also included: patriotism, success, education, justice.”

3 catégories de la diminution de l’optimisme

- *Blame*

“Terms designating social inappropriateness (mean, naive, sloppy, stupid) as well as downright evil (fascist, blood-thirsty, repugnant, malicious) compose this dictionary. In addition, adjectives describing unfortunate circumstances (bankrupt, rash, morbid, embarrassing) or unplanned vicissitudes (weary, nervous, painful, detrimental) are included. The dictionary also contains outright denigrations: cruel, illegitimate, offensive, miserly.”

- *Hardship*

“This dictionary contains natural disasters (earthquake, starvation, tornado, pollution), hostile actions (killers, bankruptcy, enemies, vices) and censurable human behavior (infidelity, despots, betrayal). It also includes unsavory political outcomes (injustice, slavery, exploitation, rebellion) as well as normal human fears (grief, unemployment, died, apprehension) and in capacities (error, cop-outs, weakness).”

- *Denial*

“A dictionary consisting of standard negative contractions (aren’t, shouldn’t, don’t), negative function words (nor, not, nay), and terms designating nullsets (nothing, nobody, none).”

Pour chaque communiqué, nous avons d’abord totalisé les pourcentages de mots appartenant à la catégorie de l’augmentation de l’optimisme (“*Praise*”, “*Satisfaction*” et “*Inspiration*”), représentée par la variable *Opt*. Ensuite, nous avons totalisé les pourcentages de mots appartenant à la catégorie de la diminution de l’optimisme

(“*Blame*”, “*Hardship*” et “*Denial*”), représentée par la variable *Pes*. Enfin, nous avons calculé le degré d’optimisme d’un texte en suivant la formule suivante :

***Ton* = degré net de l’optimisme du discours**

$$= \frac{\% \text{ des mots optimistes} - \% \text{ des mots pessimistes}}{\% \text{ des mots optimistes} + \% \text{ des mots pessimistes}} = \frac{Opt - Pes}{Opt + Pes}$$

En tant qu’instrument de mesure du ton d’un discours, Diction 5 présente des avantages mais aussi des limites. Il effectue des analyses lexicales basées sur les règles linguistiques et les opérations mathématiques énoncées précédemment. Par conséquent, il peut fournir un résultat relativement objectif en réduisant les biais potentiels causés par les jugements subjectifs des chercheurs et facilite les comparaisons entre les différentes recherches. De plus, ce logiciel informatique permet d’effectuer une analyse avec un grand nombre de documents de manière très efficace. Toutefois, une limite de Diction 5 tient au fait qu’il analyse le discours en comptant la fréquence des mots, sans prendre en compte le contexte. Cette limite est critiquée par les recherches qui arguent que le langage est par nature contextuel. Cependant, le travail de Hart (2001) indique que la mémoire humaine est relativement courte pendant la lecture. Il est donc difficile pour les individus de surveiller les détails, d’analyser la logique et de comprendre le contexte simultanément. Même si l’analyse basée sur la fréquence des mots semble être une méthode très basique et simple, elle fonctionne bien et peut apporter des indications utiles.

Synonymie et Polysémie

Lorsque l’on examine la fréquence des mots dans une recherche lexicale, deux facteurs linguistiques doivent être pris en compte : la synonymie et la polysémie (Henry, 2008).

L’omission de termes similaires entraîne un problème de synonymie. Une des solutions les plus utilisées pour surmonter ce problème est de développer un thésaurus. Le logiciel Diction 5 a anticipé cette difficulté en suivant cette méthode. Par exemple, dans la catégorie « *accomplishment* », nous trouvons les mots « *accomplish, accomplished, accomplishes, accomplishing, accomplishment, accomplishments* ».

Le problème de polysémie quant à lui, est souvent causé par le fait que la signification d’un mot peut évoluer en fonction du contexte. Par exemple, le mot « *rock* » peut

signifier « pierre » ou « un genre de musique ». C'est un problème difficile à surmonter pour ce type de recherche. Cependant, le choix de notre échantillon peut relativement limiter ce problème car le communiqué financier trimestriel se concentre sur la performance financière et comptable d'une société. Le contexte est donc plutôt simple et comporte un faible degré d'ambiguïté. À titre d'illustration : le mot « *net* » peut signifier « propre », « réseau » ou « filet » mais, dans un communiqué financier il n'est porteur que d'une seule signification « *net* » et se place souvent derrière un terme comptable, tel que « résultat net » ou « bénéfice net ».

3.3. La mesure de la réaction du marché - l'étude d'événement

La méthodologie des études d'événement est destinée à mesurer l'impact d'un événement sur le marché financier et de ce fait a une longue histoire académique. C'est un outil considérable pour les recherches qui portent sur le marché financier, puisqu'il lie la performance financière aux décisions des acteurs du marché. Dans ce domaine, la recherche de Dolley (1933) constitue une des premières publications qui adoptent cette méthode. Au cours sa recherche, il a examiné le changement de cours au moment du fractionnement des actions. Par la suite, la recherche de Fama *et al.* (1969) consacrée à l'incidence sur les cours d'une annonce de division du nominal est devenue la plus célèbre.

L'étude d'événement se fonde sur l'idée qu'une nouvelle information financière peut influencer rapidement sur le prix des titres. Autrement dit, à l'annonce d'un événement, les cours boursiers s'ajustent pratiquement d'un jour à l'autre aux nouvelles informations. Les recherches financières utilisent généralement cette méthode pour examiner l'effet d'une annonce sur les marchés de capitaux.

Il n'y a pas de démarche unique pour l'étude d'événement. Toutefois, la procédure est similaire pour tous les types d'événements. Les tâches initiales concernent l'identification de l'événement et sa date, la définition de la période de l'événement et de la période d'estimation. L'étape suivante consiste à calculer respectivement les rentabilités théoriques et les rentabilités observées, en utilisant les différents modèles qui sont eux-mêmes fonction de la recherche. Enfin de procédure, les analyses statistiques sont effectuées pour confirmer ou rejeter les hypothèses.

3.3.1. Les paramètres principaux

➤ L'événement

Dans notre recherche, l'événement correspond aux communiqués de presse financiers délivrés par les sociétés cotées. Ces annonces contiennent généralement les informations comptables trimestrielles, comme par exemple le chiffre d'affaires. Ces informations peuvent influencer sur la valeur d'un ou de plusieurs titres du marché financier.

➤ La date d'événement

Dans notre recherche, la date d'événement est la date de publication. C'est le jour où les communiqués de presse sont officiellement rendus publics. Il faut signaler que l'information peut être délivrée avant sa date officielle de diffusion. Les recherches précédentes prouvent que le marché enregistre parfois un mouvement significatif avant la date de publication (Ball et Kothari, 1991). Cela rend la définition de la période d'événement et de la période d'estimation délicate et complexe.

➤ Les périodes d'estimation et d'événement

En fait, il n'existe pas de règles précises pour la définition des périodes d'estimation et d'événement. La durée de ces deux fenêtres varie selon les recherches. Cependant, les études précédentes démontrent que la méthode adoptant une période courte est plus fiable que celle qui opte pour une période longue (Barber et Lyon, 1997). Nous avons donc décidé, de choisir une fenêtre courte pour examiner la réponse du marché au ton d'un communiqué de presse. Dans notre recherche, la date zéro représente la date de publication. La période d'événement présente une durée courte de deux jours repartis sur un intervalle de temps $[0, +1]$ pour chaque titre.

Quant à la période d'estimation, elle correspond aux 50 jours précédant la période d'événement. Nous avons volontairement restreint la période d'estimation à 50 jours, de manière à tenir compte de la proximité des publications trimestrielles. En effet, il est important que la période d'estimation ne contienne aucun autre événement.



3.3.2. Le calcul de la rentabilité anormale cumulée (CAR)

➤ La rentabilité anormale

En finance, la rentabilité en excès (on l'appelle aussi « rentabilité résiduelle ») est la différence entre la rentabilité observée et la rentabilité attendue. C'est une mesure généralement utilisée pour analyser l'impact d'une annonce financière sur le marché financier.

$$RA_{it} = R_{it} - E(r_{it})$$

Où :

- RA_{it} : La rentabilité anormale du titre i pendant la période t .
- R_{it} : La rentabilité observée du titre i pendant la période t .
- $E(r_{it})$: La rentabilité attendue du titre i pendant la période t .

➤ La rentabilité observée

La rentabilité observée représente le taux de rendement du titre pendant la période d'événement. C'est une rentabilité effectivement observée. Elle est calculée par la formule suivante :

$$R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Où :

- P_{it} : Le prix du titre i au cours de la période t .
- P_{it-1} : Le prix du titre i au cours de la période $t-1$.
- D_{it} : Le dividende distribué au titre i au cours de la période t .

➤ La rentabilité attendue

La rentabilité attendue (on l'appelle aussi « rentabilité normale ») correspond au rendement d'un titre en absence d'événement. C'est une rentabilité théorique qui est calculée à partir de normes.

Une des méthodes les plus fréquemment utilisées pour le calcul de la rentabilité attendue est le modèle de marché développé par Sharpe (1964). Le rendement d'un titre est lié aux mouvements du marché financier. Le modèle de marché explique la rentabilité d'un titre, sur une certaine période, selon la rentabilité du marché pendant la même période. En fait, le modèle de marché est une méthode simplifiée, basée sur des calculs statistiques. La formule de ce modèle se présente sous la forme de la droite de régression suivante :

$$\mathbf{R}_{it} = \alpha_i + \beta_i \mathbf{R}_{mt} + \varepsilon_{it}$$

où :

- R_{it} : La rentabilité du titre i pendant la période t ;
- R_{mt} : Le rendement du marché pendant la période t (Dans notre recherche il est mesuré par le rendement de l'indice SBF 250) ;
- α_i : L'ordonnée de la droite de régression. Elle correspond au rendement du titre i lorsque le rendement du marché est nul ;
- β_i : La pente de la droite de régression. Ce coefficient de volatilité représente la sensibilité de la rentabilité du titre i par rapport à la rentabilité du marché ;
- ε_{it} : le terme d'erreur.

En adoptant ce modèle, le calcul de la rentabilité attendue s'effectue en deux étapes :

Etape 1 : Nous estimons les paramètres sur la période d'estimation ($\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$).

Etape 2 : Sur la période d'événement, nous calculons la rentabilité attendue par la formule suivante :

$$\mathbf{E}(\mathbf{r}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \mathbf{R}_{mt}$$

Où $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les estimateurs obtenue dans l'étape 1

➤ La rentabilité anormale cumulée

La rentabilité anormale cumulée (CAR) est calculée par la formule suivante :

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^t AR_{it}$$

Où AR_{it} = la rentabilité anormale du titre i à la date t .

3.4. La mesure des variables financières et comptables

Plusieurs variables financières et comptables sont introduites dans le modèle de régression afin de tester nos hypothèses. Elles correspondent respectivement à la performance future de l'entreprise, la taille de l'entreprise, le niveau d'endettement, les opportunités de croissance, la marge opérationnelle, et la variation du chiffre d'affaires. Ces variables sont généralement utilisées par les recherches existantes dans ce domaine.

- La performance future est d'abord mesurée par la rentabilité économique (ROA) du semestre suivant. De manière supplétive, la moyenne des rentabilités économiques des deux semestres suivants ($MROA2$) est calculée afin d'avoir un indicateur de performance sur une période plus longue. Sur ce point, nous ne pouvons pas prendre les rentabilités économiques trimestrielles en raison de l'indisponibilité des données pour les sociétés françaises. En effet, ces dernières ne fournissent pas les rentabilités pour les 1^{er} et 3^{ème} trimestres. Par conséquent, pour étudier le communiqué financier publié à la fin du premier trimestre de l'année 2006, les rentabilités économiques utilisées pour mesurer la performance future sont respectivement celles du 1^{er} et du 2^{ème} semestre de l'année 2006. Autrement dit, la variable ROA correspond à la rentabilité du 1^{er} semestre de l'année 2006, tandis que la variable $MROA2$ est la moyenne des rentabilités des 1^{er} et 2^{ème} semestres de l'année 2006. Le même principe est appliqué pour les autres données des années 2007 et 2008.
- Les opportunités de croissance (MB) sont mesurées par le rapport entre la valeur boursière du titre et la valeur comptable.
- La taille de l'entreprise ($LnCap$) est mesurée par la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique.

- Le taux d'endettement est évalué (*Endettement*) par le rapport entre la dette et l'actif total.
- La marge opérationnelle (*Profit*) correspond au rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires.
- La variation du chiffre d'affaires d'une entreprise (*VCA*) est calculée en suivant la formule suivante : $((\text{chiffre d'affaires}_{t+1} - \text{chiffre d'affaires}_t) / \text{chiffre d'affaires}_t)$ où t représente la période où le communiqué de presse est publié.

4. La présentation des résultats empiriques

Après avoir exposé les résultats statistiques dans la section 4.1, nous examinons, dans la section 4.2, la première hypothèse (lien entre le ton et la performance future) en étudiant les analyses univariées et les divers modèles de régression. Enfin, la deuxième hypothèse concernant la réaction du marché financier au degré d'optimisme est testée dans la section 4.3.

4.1. Les statistiques descriptives

Le Tableau 4.1 présente les résultats statistiques descriptifs. En moyenne, une publication trimestrielle comprend 1047 mots et 6756 caractères. La moyenne de la variable *Ton* est de 0,574. Ce résultat est proche de celui rapporté par la recherche de Henry (2008), qui obtient une moyenne de 0,568 sur la base d'un échantillon du secteur des télécommunications et des services informatiques pendant la période 1998-2002. Selon la méthode de calcul, la valeur 1 indique un ton totalement optimiste tandis que la valeur -1 indique un ton complètement pessimiste. La valeur relativement élevée de la variable *Ton* est en cohérence avec les études existantes qui suggèrent une tendance optimiste dans la rédaction des rapports financiers (Hildebrandt et Snyder, 1981 ; Rutherford, 2005). La rentabilité économique du semestre suivant est en moyenne de 6,11, la rentabilité moyenne des deux semestres suivants est de 5,864. Les sociétés reportent en moyenne 10,7 % d'accroissement du chiffre d'affaires. La rentabilité anormale cumulée est en moyenne de 0,0026.

Tableau 4.1 - Statistiques descriptives

	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Minimum	Maximum
<i>Ton</i>	0,574	0,709	0,426	-1,000	1,000
<i>Opt</i>	2,380	2,090	1,485	0,000	7,568
<i>Pes</i>	0,553	0,400	0,644	0,000	4,316
<i>Praise</i>	0,665	0,552	0,525	0,000	3,000
<i>Satisfaction</i>	0,570	0,268	0,867	0,000	5,454
<i>Inspiration</i>	1,144	1,040	0,783	0,000	4,566
<i>Blame</i>	0,172	0,050	0,299	0,000	1,954
<i>Hardship</i>	0,166	0,026	0,304	0,000	2,410
<i>Denial</i>	0,214	0,050	0,409	0,000	4,216
<i>Mots</i>	1047	656	1012	33	7221
<i>Caractères</i>	6756	4092	6603	170	45057
<i>D-Mots</i>	448	287	423	18	2912
<i>ROA</i>	6,111	5,395	8,585	-47,204	89,038
<i>MROA2</i>	5,864	5,245	8,583	-47,204	68,960
<i>Profit</i>	-14,216	8,097	329,483	-6102,148	49,739
<i>Endettement</i>	0,640	0,639	0,325	0,076	3,616
<i>MB</i>	2,757	1,983	4,811	-2,039	77,607
<i>CAR</i>	0,003	0,002	0,044	-0,263	0,236
<i>Ln Cap</i>	21,232	21,147	1,617	17,187	25,333
<i>VCA</i>	0,107	0,081	0,123	-0,251	0,566

Ton : le degré net de l'optimisme du discours = $(Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; *Opt* : l'augmentation de l'optimisme = % des mots optimistes = *Praise* + *Satisfaction* + *Inspiration* ; *Pes* : la diminution de l'optimisme = % des mots pessimistes = *Blame* + *Hardship* + *Denial* ; *Mots* : le nombre total de mots dans une annonce ; *Caractère* : le nombre total de caractères dans une annonce ; *D-Mots* : le nombre de mots différents dans une annonce ; *ROA* : la rentabilité économique du semestre suivant ; *MROA2* : la moyenne des rentabilités économiques des deux semestres suivants ; *MB* : le rapport entre la valeur boursière du titre et la valeur comptable du titre ; *Ln Cap* : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; *Endettement* : le rapport de la dette sur l'actif total ; *CAR* : les rentabilités anormales cumulées sur la période [0,1] ; *Profit* : le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires ; *VCA* : La variation du chiffre d'affaires d'une entreprise est calculée en suivant la formule suivante : $((\text{chiffre d'affaires}_{t+1} - \text{chiffre d'affaires}_t) / \text{chiffre d'affaires}_t)$ où t représente la période où le communiqué de presse est publié.

4.2. La « tonalité » du discours financier et la performance future

4.2.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation

L'analyse univariée fournit un certain nombre d'indices préliminaires concernant le style de rédaction et la performance des entreprises (Tableau 4.2). Nous avons tout d'abord classé les 418 annonces financières selon leur niveau d'optimisme (*Ton*), puis, nous avons isolé les 140 premières dans le groupe 1 et les 140 dernières dans le groupe 0³⁶. Enfin, nous avons effectué le test T pour comparer les performances entre ces deux groupes.

Tableau 4.2 - Analyse univariée - Performance future

	Groupe 0	Groupe 1	Différence	<i>t</i>	
ROA	4,636	7,224	2,588	-2,203	**
MROA2	3,986	7,253	3,267	-2,798	***
Profit	-61,560	9,290	70,850	-1,477	
Endettement	0,668	0,613	-0,055	1,364	
MB	2,955	2,961	0,005	-0,008	
Ln Cap	21,188	20,803	-0,385	1,966	*
Mots	1470,164	575,421	-894,743	7,519	***
Caractères	9609,086	3670,686	-5938,400	7,626	***
D-Mots	630,221	247,164	-383,057	7,691	***

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Groupe 1 : les annonces les plus optimistes, $N=140$.

Groupe 0 : les annonces les moins optimistes, $N=140$.

ROA : la rentabilité économique du semestre suivant ; **MROA2** : la moyenne des rentabilités économiques des deux semestres suivants ; **Profit** : le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires ; **Endettement** : le rapport de la dette sur l'actif total ; **MB** : le rapport entre la valeur boursière du titre et la valeur comptable du titre ; **Ln Cap** : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; **Mots** : le nombre total de mots dans une annonce ; **Caractère** : le nombre total de caractères dans une annonce ; **D-Mots** : le nombre de mots différents dans une annonce.

³⁶ Groupe 1: les annonces les plus optimistes, environ 30 % de l'échantillon total;

Groupe 0: les annonces les moins optimistes, environ 30 % de l'échantillon total.

Les résultats attestent que la *ROA* (rentabilité économique du semestre suivant) du groupe 1 est plus élevée que celle du groupe 2 (différence : 2,588 **). Nous trouvons des résultats similaires lorsque nous remplaçons la *ROA* par la moyenne des rentabilités des deux semestres suivants (*MROA2*). Ces résultats suggèrent qu'il existe un lien positif entre la performance future de l'entreprise et le degré d'optimisme des publications financières. D'ailleurs, le nombre total de mots (*Mots*) et la taille des mots (*Caractère / Mots*) sont plus faibles dans le groupe 1. Il semble donc que le groupe le plus optimiste diffuse des communiqués financiers relativement plus courts en utilisant des mots plus simples.

Les résultats de l'analyse de corrélation entre les variables sont présentés dans le Tableau 4.3. À sa lecture, nous constatons que le degré d'optimisme d'une publication financière est positivement lié à la performance future mais négativement lié à la taille de l'entreprise. De plus, la rentabilité future est positivement associée aux opportunités de croissance, au niveau d'endettement, à la taille de l'entreprise et à la marge opérationnelle.

Tableau 4.3 - Corrélation de Pearson - Performance future

	<i>ROA</i>	<i>Ton</i>	<i>Profit</i>	<i>Endettement</i>	<i>MB</i>
<i>Ton</i>	0,148 ***				
<i>Profit</i>	0,329 ***	0,168 ***			
<i>Endettement</i>	0,174 ***	-0,022	0,115 **		
<i>MB</i>	0,097 **	-0,074	0,008	-0,005	
<i>Ln Cap</i>	0,086 *	-0,095 *	0,062	0,064	0,105 **

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Ton : le degré net de l'optimisme du discours; ***ROA*** : la rentabilité économique du semestre suivant ; ***MB*** : le rapport entre la valeur boursière du titre et la valeur comptable du titre ; ***LnCap*** : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; ***Endettement*** : le rapport de la dette sur l'actif total ; ***Profit*** : le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires.

4.2.2. L'analyse de régression

Notre première hypothèse suppose que le degré d'optimisme d'un communiqué de presse est un bon indicateur de la performance future des entreprises. Dans cette sous-section, nous testons cette hypothèse en examinant le fait de savoir si un degré plus optimiste de la « tonalité » est positivement lié à la performance future des entreprises. En nous fondant sur les études existantes (Core *et al.*, 1999 ; Bowen *et al.*, 2008) concernant les déterminants de la performance future, nous constituons des modèles de régression. La performance future est mesurée respectivement par la rentabilité économique du semestre suivant (*ROA*) et la moyenne des rentabilités des deux semestres suivants (*MROA2*). De même, nous contrôlons les facteurs qui peuvent être liés à la performance de l'entreprise. Ceux-ci sont respectivement la taille de l'entreprise (*LnCap*), le niveau d'endettement (*Endettement*), la marge bénéficiaire d'exploitation (*Profit*) et les opportunités de croissance (*MB*).

$$\text{La performance future} = f(\text{Ton}, \text{Profit}, \text{MB}, \text{LnCap}, \text{Endettement})$$

Dans cette recherche empirique, ayant utilisé des données croisées³⁷, il est nécessaire de tester les hypothèses concernant la « tonalité » du discours financier par le modèle de régression sur données de panel. Avant d'effectuer une régression sur données de panel, nous effectuons le test de Hausman afin de choisir entre le modèle à effets fixes et le modèle à effets aléatoires³⁸.

³⁷ Deux types de données existent:

- Les données en coupe instantanée. Ce type de données ne concerne qu'une période fixe. Par exemple, les données financières de l'année 2007 qui ont été utilisées dans le chapitre 2 et 3 de thèse.
- Les données croisées (ou les données du panel). Ce type de données contient une dimension temporelle. C'est le cas pour le Chapitre 4 de thèse.

³⁸ Le test d'Hausman consiste à déterminer si les coefficients des deux estimations (fixe et aléatoire) sont statistiquement différents. Lorsque la probabilité du test est inférieure à 10%, le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires.

Tableau 4.4 - Régression Panel - Variable dépendante : Performance future

	Variable dépendante : ROA			Variable dépendante : MROA2		
	Modèle 1			Modèle 2		
Variable	Coeff.	z		Coeff.	z	
(constante)	4,1765	4,9600	***	4,2198	5,0000	***
Ton	3,2034	3,2900	***	2,7951	3,4000	***
	R^2 within = 0,0228 between = 0,0421 overall = 0,0219			within = 0,0198 between = 0,0773 overall = 0,0358		
	Modèle 3			Modèle 4		
Variable	Coeff.	z		Coeff.	t	
(constante)	-8,6134	-1,2100		-81,7690	-5,7700	***
Ton	2,7495	2,9500	***	1,6395	1,9600	*
Profit	0,0070	5,8500	***	0,0041	3,9200	***
Endettement	3,2017	2,0300	**	1,7284	0,8900	
MB	0,0761	0,8900		-0,0222	-0,2700	
LnCap	0,5189	1,5500		4,0597	6,1100	***
	R^2 within = 0,1003 between = 0,1662 overall = 0,1461			within = 0,1713 between = 0,0230 overall = 0,0439		
	Modèle 5			Modèle 6		
Variable	Coeff.	z		Coeff.	t	
(constante)	-8,5318	-1,2000		-83,4004	-5,8400	***
Ton	2,9578	2,1400	**	2,3443	2,0400	**
Ton ²	-0,3311	-0,2100		-1,1992	-0,9000	
Profit	0,0070	5,8400	***	0,0041	3,9400	***
Endettement	3,1828	2,0200	**	1,7495	0,9100	
MB	0,0782	0,9100		-0,0153	-0,1900	
LnCap	0,5178	1,5500		4,1459	6,1800	***
	R^2 within = 0,1007 between = 0,1648 overall = 0,1460			within = 0,1734 between = 0,0224 overall = 0,0435		
	Modèle7			Modèle8		
Variable	Coeff.	z		Coeff.	z	
(constante)	6,5964	6,3500	***	6,3052	6,3600	***
Opt	0,2040	0,6900		0,1565	0,6200	
Pes	-1,9608	-2,9700	***	-1,5747	-2,8500	***
	R^2 within = 0,0191 between = 0,0509 overall = 0,0238			within = 0,0146 between = 0,0760 overall = 0,0326		

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

Tableau 4.4 - Suite

Variable	Variable dépendante : ROA			Variable dépendante : MROA2		
	Modèle 9			Modèle F7910		
	Coeff.	z		Coeff.	t	
<i>(constante)</i>	6,5867	6,3000	***	6,5556	8,0800	***
<i>Praise</i>	-0,3668	-0,4500		0,5074	0,7200	
<i>Satisfaction</i>	0,2985	0,5400		-0,2384	-0,4500	
<i>Inspiration</i>	0,5058	0,9300		-0,1121	-0,2300	
<i>Blame</i>	-0,1302	-0,0900		-0,2117	-0,1600	
<i>Hardship</i>	-6,0644	-4,4500	***	-3,7889	-2,9000	***
<i>Denial</i>	-0,0686	-0,0700		-0,3364	-0,3900	
	R^2 within = 0,0371 between = 0,1157 overall = 0,0663			within = 0,0318 between = 0,1645 overall = 0,0862		
Variable	Modèle 11			Modèle 12		
	Coeff.	z		Coeff.	z	
<i>(constante)</i>	-6,4072	-0,9100		-15,2556	-2,1800	
<i>Opt</i>	0,2167	0,7600		0,2092	0,8700	
<i>Pes</i>	-1,3920	-2,1800	**	-1,0808	-2,0200	
<i>Profit</i>	0,0069	5,6500	***	0,0062	6,0000	
<i>Endettement</i>	3,3285	2,1200	**	2,2732	1,5700	
<i>MB</i>	0,0799	0,9300		0,1023	1,3800	
<i>LnCap</i>	0,4961	1,4900		0,9290	2,8300	
	R^2 within = 0,0898 between = 0,1743 overall = 0,1473			within = 0,0932 between = 0,2328 overall = 0,2058		
Variable	Modèle 13			Modèle 14		
	Coeff.	z		Coeff.	t	
<i>(constante)</i>	-6,5613	-0,9200		-81,7614	-5,5300	***
<i>Praise</i>	-0,2313	-0,2900		0,3998	0,6100	
<i>Satisfaction</i>	0,2982	0,5600		0,1103	0,2200	
<i>Inspiration</i>	0,4296	0,8100		-0,0311	-0,0700	
<i>Blame</i>	-0,5443	-0,3900		-0,0632	-0,0500	
<i>Hardship</i>	-3,5390	-2,4900	**	-1,0418	-0,8000	
<i>Denial</i>	-0,4849	-0,5000		-0,2238	-0,2800	
<i>Profit</i>	0,0061	4,7000	***	0,0039	3,4900	***
<i>Endettement</i>	3,2871	2,0800	**	2,0925	1,0700	
<i>MB</i>	0,0756	0,8700		-0,0084	-0,1000	
<i>LnCap</i>	0,5070	1,5100		4,0884	5,9500	***
	R^2 within = 0,0958 between = 0,1845 overall = 0,1562			within = 0,1647 between = 0,0217 overall = 0,0424		

Ton : le degré net de l'optimisme du discours = $(Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; **Opt** : l'augmentation de l'optimisme = **Praise** + **Satisfaction** + **Inspiration** ; **Pes** : la diminution de l'optimisme = **Blame** + **Hardship** + **Denial** ; **ROA** : la rentabilité économique du semestre suivant ; **MROA2** : la moyenne des rentabilités économiques des deux semestres suivants ; **MB** : le rapport entre la valeur boursière du titre et la valeur comptable du titre ; **Ln Cap** : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; **Profit** : le rapport entre le résultat d'exploitation et le chiffre d'affaires ; **Endettement** : le rapport de la dette sur l'actif total.

Le tableau 4.4 présente les résultats de la régression sur données de panel en utilisant la rentabilité future comme variable dépendante. Lorsque le degré d'optimisme est la seule variable explicative de la rentabilité future de l'entreprise, le coefficient de la variable *Ton* est positif et significatif au seuil de 1 % (Modèle 1). Il en est de même lorsque l'on utilise la moyenne des rentabilités des deux semestres suivants comme variable à expliquer (Modèles 2). Nous introduisons ensuite quatre variables de contrôle, la marge opérationnelle (*Profit*), la taille de l'entreprise (*LnCap*), le niveau d'endettement (*Endettement*) et les opportunités de croissance (*MB*) dans les Modèles 3-4. Le coefficient de la variable *Ton* reste positif et significatif. Ces résultats sont conformes à l'études de Davis *et al.* (2007) qui indique que les dirigeants fournissent, subrepticement, de l'information concernant la performance future en modifiant la « tonalité » du communiqué de presse. En plus des informations purement financières et comptables, l'analyse sur la « tonalité » du discours financier sert à améliorer l'exactitude des prévisions.

En comparant les valeurs de z de la variable *Ton* des modèles 3 et 4, nous observons que le lien entre la « tonalité » actuelle et la performance future s'affaiblit avec le temps. En fait, le coefficient de la variable *Ton* reste positif mais plus significatif lorsque la performance future est mesurée par la moyenne des rentabilités des trois semestres suivants (résultat non reporté). De plus, nous observons que les coefficients de la variable *Profit* sont positifs et significatifs dans les modèles 3 et 4. Ces résultats confortent à nouveau les résultats de Davis *et al.* (2007).

Selon la recherche de Davis *et al.* (2007), les sociétés en croissance sont plus rentables. Toutefois, cette relation positive entre les opportunités de croissance et la performance future n'est pas validée par nos modèles. D'ailleurs, nous observons une relation positive entre le niveau d'endettement et la performance future de l'entreprise dans le modèle 3, qui devient non significative à long terme (Modèle 4). De plus, la variable *LnCap* n'est que positivement liée à la variable *MROA2*.

Dans un deuxième temps, nous ajoutons une nouvelle variable Ton^2 pour examiner, de manière plus précise, le lien entre la « tonalité » du discours financier et la rentabilité future. Le degré d'optimisme du discours financier peut être un indicateur de l'évolution des entreprises. Cependant, un ton extrêmement optimiste peut aussi signaler un effet de manipulation d'information. La crédibilité de l'information apportée, de manière subtile,

par la « tonalité » du discours doit donc être prise en compte. Il est possible que la relation entre le degré d'optimisme et la performance future soit concave. Autrement dit, au-delà d'un certain niveau, un ton trop optimiste pourrait remettre en cause la crédibilité de l'information sur la performance future des entreprises. Dans les modèles 5 et 6, nous observons que les coefficients des variables *Ton* et *Ton*² sont effectivement de signe opposé. Ce résultat suggère la possibilité d'une relation concave. Cependant, le coefficient de la variable *Ton*² n'est pas statistiquement significatif.

Dans les modèles 7-10, nous remplaçons la « tonalité » globale par ses composantes afin d'avoir une observation plus fine. Dans les modèles 7-8, la variable *Ton* est divisée en deux parties : la variable *Opt* représente une augmentation de l'optimisme et la variable *Pes* traduit une diminution de l'optimisme (ou augmentation du pessimisme). Comme nous le supposons, la variable *Opt* est positivement liée à la performance future tandis que la variable *Pes* est négativement associée à la rentabilité future. Cependant, il n'y a que les coefficients de la variable *Pes* qui sont significatifs au seuil de 1 %. La « tonalité » d'un communiqué financier entendue comme l'écart entre son degré d'optimisme et de pessimisme serait un indicateur plus pertinent pour expliquer la performance future des firmes.

Dans les modèles 9 et 10, nous utilisons les six catégories de mots à partir de la constitution du *Score optimiste* du logiciel Diction 5. Les trois catégories liées à l'augmentation de l'optimisme sont respectivement *Praise*, *Satisfaction*, *Inspiration* tandis que les trois catégories liées à la diminution de l'optimisme sont représentées par *Blame*, *Hardship*, *Denial*. Rappelons que $Ton = (Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; $Opt = Praise + Satisfaction + Inspiration$; $Pes = Blame + Hardship + Denial$. Nos résultats montrent que la catégorie *Hardship* est négativement liée à la rentabilité future et qu'elle est la seule variable qui soit significative au seuil de 1 %. *Hardship* est constituée des termes décrivant une catastrophe naturelle (*earthquake*, *tornado*, *pollution*), une action hostile (*bankruptcy*, *enemie*, *vices*), les résultats d'une politique répugnante (*injustice*, *rebellion*) et la peur humaine (*unemployment*, *apprehension*). Cette catégorie est étroitement associée à des circonstances dures ou incertaines, voire même à la peur des dirigeants concernant l'avenir des entreprises. Dans les modèles 11-14, les coefficients des variables *Pes* et *Hardship* gardent le signe négatif même après le contrôle des variables financières et comptables.

En résumant les résultats mentionnés ci-dessus, nous pouvons valider notre première hypothèse : la « tonalité » d'une publication financière trimestrielle peut être considérée comme un bon indicateur de la performance future des entreprises. Les dirigeants révèlent les opportunités (ou menaces) potentielles de manière discrète à travers la rédaction du document financier. La relation positive entre le degré d'optimisme des communiqués financiers et la performance future reste recevable même après avoir contrôlé les facteurs comptables et financiers. Comme Davis *et al.* (2007) l'indiquent dans leur recherche, les dirigeants fournissent de l'information sur la valeur de l'entreprise (*value-relevant information*) par l'intermédiaire de la « tonalité » du discours. Il est donc possible pour les investisseurs d'avoir une source d'information supplémentaire s'ils s'évertuent à lire entre les lignes.

4.3. La « tonalité » du discours financier et la réaction du marché financier français

4.3.1. L'analyse univariée et l'analyse de corrélation

Nous effectuons d'abord une analyse univariée (tableau 4.5) afin d'observer le lien entre la « tonalité » des publications financières trimestrielles et les réactions des investisseurs sur les marchés financiers. Les 385 communiqués financiers de l'échantillon sont classés selon leur degré d'optimisme. Les 140 communiqués les plus optimistes sont placés dans le groupe 1 tandis que les 140 communiqués les moins optimistes ont été classés dans le groupe 0. Les T-test sont effectués pour comparer le niveau de rentabilité anormale cumulée entre les deux groupes. Pour la fenêtre d'événement [0,1], la moyenne des rentabilités anormales cumulées du groupe 1 (les plus optimistes) est plus élevée que celle du groupe 0 (les moins optimistes). Il existe une différence de 0,012 significative au seuil de 5 %. Lorsque l'on prend des périodes d'événement différentes, on observe des résultats analogues. Ces constatations suggèrent que les communiqués de presse financiers les plus optimistes provoquent une réaction du marché financier significativement plus positive.

Les résultats de corrélation entre les variables sont fournis dans le tableau 4.6. En observant ce tableau, on note que la variable *Ton* est positivement liée aux rentabilités anormales cumulées (*CAR*) sur la période [0,1]. Ce résultat confirme les analyses préliminaires. De plus, le niveau des rentabilités anormales cumulées est négativement lié à la variable *Pes*. On s'aperçoit également que la variable *CAR* est positivement liée

à la variation du chiffre d'affaires mais négativement liée à la capitalisation. Cependant, ces deux relations ne sont pas statistiquement prouvées par leur corrélation.

Tableau 4.5 - Analyse univariée - CAR

	Groupe 0	Groupe 1	Différence	<i>t</i>	
CAR [-1,0]	-0,002	0,001	0,003	-0,773	
CAR [0]	-0,002	0,003	0,005	-1,454	
CAR [0,1]	-0,005	0,007	0,012	-2,317	**
CAR [1,1]	-0,005	0,005	0,010	-1,826	*
CAR [0,5]	-0,018	-0,004	0,014	-1,751	*
CAR [5,5]	-0,020	-0,011	0,010	-1,026	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

CAR : la rentabilité anormale cumulée ; [0] représente la date de publication.

Groupe 1 : les annonces les plus optimistes, $N=140$;

Groupe 0 : les annonces les moins optimistes, $N=140$;

Tableau 4.6 - Corrélation de Pearson - CAR

	CAR	Ton	Opt	Pes	VCA
Ton	0,100 *				
Opt	0,031	0,547 ***			
Pes	-0,103 **	-0,729 ***	-0,152 ***		
VCA	0,062	0,046	-0,074	-0,074	
Ln Cap	-0,072	-0,112 **	0,007	0,114 **	-0,115 **

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

CAR : les rentabilités anormales cumulées sur la période [0,1] ; **Ton** : le degré net de l'optimisme du discours = $(Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; **Opt** : l'augmentation de l'optimisme = % des mots optimistes ; **Pes** : la diminution de l'optimisme = % des mots pessimistes ; **Ln Cap** : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; **VCA** : La variation du chiffre d'affaires d'une entreprise est calculée en suivant la formule suivante : $((\text{chiffre d'affaires}_{t+1} - \text{chiffre d'affaires}_t) / \text{chiffre d'affaires}_t)$ où t représente la période où le communiqué de presse est publié.

4.3.2. L'analyse de régression

En nous fondant sur l'analyse de corrélation, nous effectuons des régressions de panels afin d'examiner la réaction des marchés à la « tonalité » de la publication financière trimestrielle. Ces résultats sont présentés dans le tableau 4.7.

Lorsque le degré d'optimisme (*Ton*) est la seule variable explicative des rentabilités anormales cumulées (*CAR*), le coefficient est positif et significatif au seuil de 10 % (Modèle a, Tableau 4.7 - Panel A). Ensuite, nous introduisons dans le modèle b deux variables de contrôle, la taille de l'entreprise et la variation du chiffre d'affaires. Le coefficient de la variable *Ton* reste positif et significatif. Cela signifie que les marchés réagissent au ton du discours. Quelle que soit la taille de l'entreprise et la variation du chiffre d'affaires, la réaction sera d'autant plus forte que le texte est plus optimiste. Ce résultat est en cohérence avec les études précédentes (Demers et Vega, 2010 ; Henry, 2008) qui prouvent que le marché financier réagit positivement au style de rédaction optimiste. Nous pouvons donc valider notre hypothèse 2 : Il existe une relation positive entre le degré d'optimisme des publications financières et les rentabilités anormales cumulées. Ce résultat corrobore également la théorie des perspectives, qui met en lumière l'importance tout aussi notable des aspects de forme du discours vis-à-vis des éléments de contenu.

La variable *LnCap* est incluse dans le modèle b car les recherches existantes démontrent que la rentabilité anormale est associée à la taille de l'entreprise (Ball et Kothari, 1991 ; Henry, 2008). Il s'agit donc de contrôler que le lien trouvé ne cache pas un effet taille. La variable taille étant définie par la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique, le coefficient de la variable *LnCap* est négatif, comme celui présenté par la recherche de Henry (2008), mais non significatif.

Par ailleurs, nous introduisons une variable *VCA*³⁹ pour représenter l'évolution des affaires des entreprises. Elle est mesurée par la variation du chiffre d'affaires sous forme de pourcentage. Hayn (1995) prouve que le marché financier répond de manière différente à l'annonce de bénéfice et à l'annonce de perte. Les investisseurs apprécient naturellement les bonnes nouvelles diffusées par les entreprises dans lesquelles ils

³⁹ En raison de l'indisponibilité des données sur les sociétés françaises (notamment le résultat comptable du 1^{er} et 3^{ème} trimestre), nous n'avons pas pu introduire certaines variables importantes pour expliquer la variation des rentabilités anormales cumulées, comme la surprise des résultats trimestriels.

investissent. Une augmentation du chiffre d'affaires, peut être perçue par le marché comme un signal positif et peut donc impacter positivement la variation des rentabilités anormales cumulées. Nous observons que le changement du chiffre d'affaires implique un effet positif sur le marché financier. Cependant, ce résultat n'est pas statistiquement validé par le modèle de régression de panel. Comme Gajewski et Quéré (2001) l'indiquent, les investisseurs ignorent les chiffres d'affaires communiqués par les annonces financières.

Afin d'effectuer une analyse plus précise de l'effet de la « tonalité » sur le marché financier, nous décomposons d'abord la variable *Ton* en deux parties : augmentation de l'optimiste et diminution de l'optimiste. Cette classification est, dans un deuxième temps, affinée par 6 catégories fonction de la définition de Diction 5. Les trois catégories représentant l'augmentation de l'optimiste sont respectivement *Praise*, *Satisfaction*, *Inspiration* tandis que les trois catégories de diminution de l'optimiste sont représentées par *Blame*, *Hardship*, *Denial*.

Le modèle c démontre que la variable *CAR* est positivement liée à la variable *Opt* mais négativement liée à la variable *Pes*. Cependant, il n'y a que le coefficient de la variable *Pes* qui est significatif. Il semble donc que les investisseurs soient plus sensibles aux termes négatifs dans la description financière. Ceci peut être expliqué par la théorie des perspectives selon laquelle les individus réagissent plus significativement lorsque le ton du discours devient pessimiste. Ils se manifestent davantage lorsque le risque de perdre est élevé et moins lorsque la possibilité de gain est élevée. Ceci confirme une asymétrie de réaction. De manière synthétique, du côté des pertes, les individus ont une plus forte aversion pour le risque. Dans le modèle d où la « tonalité » est précisée par six composantes, la seule variable significative est *Blame* qui décrit les termes d'impropriété (*naive*, *sloppy*, *stupid* etc.) et la circonstance défavorable (*bankrupt*, *rash*, *morbid*, *embarrassing* etc.). Ces éléments fournissent une indication marquante pour les dirigeants d'entreprise dans la préparation des documents financiers. En effet, afin de ne pas provoquer une réaction fortement négative des investisseurs, il faut éviter les termes appartenant à la catégorie *Blame*.

Tableau 4.7 - Panel A - Régression - Variable dépendante : CAR

	Modèle-a			Modèle-b		
	Coeff.	z		Coeff.	z	
<i>(constante)</i>	-0,0034	-0,9000		0,0278	0,9000	
<i>Ton</i>	0,0104	1,9600	*	0,0095	1,7800	*
<i>Lncap</i>				-0,0015	-1,0900	
<i>VCA</i>				0,0185	1,0100	
	<i>R</i> ² <i>within</i> = 0,0144			<i>within</i> = 0,0142		
	<i>between</i> = 0,0014			<i>between</i> = 0,0265		
	<i>overall</i> = 0,0099			<i>overall</i> = 0,0163		
	Modèle-c			Modèle-d		
	Coeff.	z		Coeff.	z	
<i>(constante)</i>	0,0353	1,1600		0,0354	1,1300	
<i>Opt</i>	0,0007	0,4200				
<i>Pes</i>	-0,0062	-1,7300	*			
<i>Praise</i>				-0,0002	-0,0400	
<i>Satisfaction</i>				0,0012	0,4600	
<i>Inspiration</i>				0,0020	0,6200	
<i>Blame</i>				-0,0164	-2,1100	**
<i>Hardship</i>				-0,0085	-1,0800	
<i>Denial</i>				0,0004	0,0700	
<i>Lncap</i>	-0,0015	-1,0900		-0,0015	-1,0800	
<i>VCA</i>	0,0182	0,9800		0,0126	0,6700	
	<i>R</i> ² <i>within</i> = 0,0193			<i>within</i> = 0,0308		
	<i>between</i> = 0,0254			<i>between</i> = 0,0540		
	<i>overall</i> = 0,0172			<i>overall</i> = 0,0255		

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

CAR : les rentabilités anormales cumulées sur la période [0,1] ; *Ton* : le degré net de l'optimisme du discours = $(Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; *Opt* : l'augmentation de l'optimisme = % des mots optimistes = *Praise* + *Satisfaction* + *Inspiration* ; *Pes* : la diminution de l'optimisme = % des mots pessimistes = *Blame* + *Hardship* + *Denial* ; *Ln Cap* : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; *VCA* : La variation du chiffre d'affaires d'une entreprise est calculée en suivant la formule suivante : $((\text{chiffre d'affaires}_{t+1} - \text{chiffre d'affaires}_t) / \text{chiffre d'affaires}_t)$ où t représente la période où le communiqué de presse est publié.

Henry (2008) indique que l'effet de la « tonalité » sur la réaction du marché n'est pas sans limite. De plus, il met en évidence une relation concave entre le degré positif et les rentabilités anormales cumulées. Pour tester cette relation de concavité, nous introduisons une variable Ton^2 dans le modèle e (Tableau 4.7 - Panel B). Les résultats sont cependant non significatifs. Lorsque l'on remplace la variable Ton par ses composantes Opt et Pes , on constate un changement de signe entre Opt et Opt^2 , ainsi que Pes et Pes^2 (Modèle f et g). Toutefois, ces résultats ne sont pas statistiquement validés par les modèles.

Tableau 4.7 - Panel B - Régression - Variable dépendante : CAR

Modèle-e					
	Coeff.	z			
<i>(constante)</i>	-0,0039	-0,9700			
<i>Ton</i>	0,0075	0,8500			
<i>Ton²</i>	0,0041	0,4000			
<i>R² within = 0,0133</i>					
<i>between = 0,0041</i>					
<i>overall = 0,0103</i>					
Modèle-f			Modèle-g		
	Coeff.	z		Coeff.	z
<i>(constante)</i>	-0,0005	-0,070	<i>(constante)</i>	0,0082	2,3100 **
<i>Opt</i>	0,0016	0,350	<i>Pes</i>	-0,0132	-1,7000 *
<i>Opt²</i>	-0,0001	-0,160	<i>Pes²</i>	0,0023	0,8800
<i>within = 0,0020</i>			<i>within = 0,0178</i>		
<i>between = 0,0009</i>			<i>between = 0,0039</i>		
<i>overall = 0,0010</i>			<i>overall = 0,0126</i>		

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

CAR : les rentabilités anormales cumulées sur la période [0,1] ; **Ton** : le degré net de l'optimisme du discours = $(Opt - Pes) / (Opt + Pes)$; **Opt** : l'augmentation de l'optimisme ; **Pes** : la diminution de l'optimisme.

Les études existantes indiquent généralement que l'information *hard*, tel que le résultat d'exploitation ou le chiffre d'affaires, influence davantage les investisseurs. Nos résultats démontrent que l'information de type *soft*, telle que la « tonalité » des communiqués, peut aussi entraîner une réaction des marchés. Il est intéressant de tester si l'interaction entre l'information de type *soft* et l'information de type *hard* fait évoluer

les opinions des investisseurs. Une variable $Ton*VCA$ est créée pour combiner l'impact des variables Ton et VCA . Dans le modèle h (Tableau 4.7 - Panel C), nous observons que le coefficient de $Ton*VCA$ est positif et significatif au seuil de 5 %. De plus, la valeur z de la variable $Ton*VCA$ est supérieure à celle de Ton et de VCA dans le modèle b (Tableau 4.7 - Panel A). Ces constatations suggèrent qu'une bonne performance financière associée à un ton plus optimiste peut conduire les investisseurs à avoir de meilleures anticipations sur l'entreprise.

Tableau 4.7 - Panel C - Régression - Variable dépendante : CAR

		Modèle-h					
N=385		Coeff.	z				
<i>(constante)</i>		0,0302	0,9900				
<i>Ton*VCA</i>		0,0493	2,1600			**	
<i>Lncap</i>		-0,0015	-1,0300				
		R^2 within = 0,0057					
		between = 0,0532					
		overall = 0,0172					

N=333		Groupe 1: VCA>0 Modèle-i		N=52		Groupe 0: VCA<0 Modèle-j	
		Coeff.	z			Coeff.	z
<i>(constante)</i>		-0,0068	-0,2100	<i>(constante)</i>		0,1694	1,900
<i>Ton*VCA</i>		0,0610	2,5900	<i>Ton*VCA</i>		-0,5000	-1,450
<i>Lncap</i>		0,0002	0,1600	<i>Lncap</i>		-0,0085	-2,050
		R^2 within = 0,0032				within = 0,2284	
		between = 0,0817				between = 0,1328	
		overall = 0,0204				overall = 0,1309	

N=333		Groupe 1: VCA>0 Modèle-k		N=52		Groupe 0: VCA<0 Modèle-l	
		Coeff.	z			Coeff.	z
<i>(constante)</i>		-0,0097	-0,2900	<i>(constante)</i>		0,1620	1,760
<i>Ton</i>		0,0099	1,8300	<i>Ton</i>		0,0235	1,070
<i>VCA</i>		0,0305	1,4500	<i>VCA</i>		-0,1684	-1,130
<i>Lncap</i>		0,0001	0,0900	<i>Lncap</i>		-0,0087	-2,050
		R^2 within = 0,0048				within = 0,1491	
		between = 0,0535				between = 0,1440	
		overall = 0,0164				overall = 0,1266	

* : $p < 0,1$; ** : $p < 0,05$; *** : $p < 0,01$

CAR : les rentabilités anormales cumulées sur la période [0,1] ; **Ton** : le degré net de l'optimisme du discours ; **LnCap** : la capitalisation boursière en utilisant sa transformation logarithmique ; **VCA** : La variation du chiffre d'affaires.

Enfin, nous divisons l'échantillon en deux groupes en fonction de l'évolution du chiffre d'affaires. Le groupe 1 (modèles i et k) inclut tous les communiqués qui reportent un accroissement du chiffre d'affaires (nouvelle positive) tandis que le groupe 0 (modèle j et l) comprend toutes les communiqués qui reportent une diminution du chiffre d'affaires (nouvelle négative). Pour le groupe 1, on observe que le degré d'optimisme est positivement lié à la variable *CAR*. Cela confirme l'idée que les messages présentés sous un angle favorable conduisent les investisseurs à avoir de meilleures anticipations sur la valeur de l'entreprise. Dans le groupe 0, on peut remarquer que seule la variable taille est significative. Elle est négativement liée à la réaction du marché. Cette relation permet de vérifier l'effet taille, selon lequel les entreprises les plus grandes performant moins que les entreprises les plus petites (Banz, 1981). De plus, cette constatation montre que le lien entre la « tonalité » du discours financier et la rentabilité n'est pas lié à la taille de l'entreprise.

Conclusion

L'annonce financière trimestrielle est un outil de communication capital pour les entreprises cotées. Elle permet aux dirigeants de diffuser non seulement des informations financières et comptables, mais aussi des commentaires et des prévisions sur la performance de leur entreprise. Par conséquent, ce document financier poursuit un double objectif, d'une part informationnel, pour accroître la transparence de l'information et réduire l'asymétrie d'information, et d'autre part, promotionnel, pour améliorer l'image de l'entreprise auprès des investisseurs. Étant donné sa valeur, l'annonce trimestrielle est une des publications les plus étudiées dans la recherche en communication financière.

Néanmoins, la plupart des études existantes se concentrent essentiellement sur le contenu financier de l'annonce, en examinant ses déterminants ou ses influences sur le marché des capitaux. Peu de recherches ont abordé la forme des annonces. Hors, le style de rédaction du discours peut avoir un impact non négligeable sur la manière de percevoir l'information (Chung et Pennebaker, 2007 ; Mehrabian, 2007). Comme le développe la théorie des perspectives, le jugement individuel est affecté non seulement par le contenu de l'information, mais aussi par sa forme. Dans ce chapitre, nous nous focalisons donc sur le style de rédaction des annonces financières trimestrielles. Après avoir effectué une analyse qualitative sur les techniques subtiles adoptées par les

dirigeants dans la rédaction des annonces, nous cherchons à savoir si le degré d'optimisme d'une annonce est un bon indicateur de la performance future des entreprises. Ensuite, nous examinons comment le marché financier réagit au ton du discours. L'intérêt de cette étude porte sur le test des préférences des investisseurs au niveau de la réception de l'information. Autrement dit, quel est le type de rédaction que les investisseurs perçoivent le mieux ?

Afin de répondre aux deux questions de la recherche, nous avons examiné au total 418 annonces trimestrielles en adoptant le logiciel Diction 5. Cette approche nous permet d'effectuer une analyse lexicale de manière relativement objective en gardant un échantillon considérable. Les régressions mettent en évidence un lien positif entre le degré d'optimisme et la performance future. Ce résultat est cohérent avec la recherche de Davis *et al.* (2007) qui prouve que les dirigeants utilisent le style de rédaction comme un outil subtil pour communiquer aux investisseurs des informations concernant la performance de leur entreprise. Le degré d'optimisme d'une publication est donc un bon indicateur de la valeur future de l'entreprise.

De plus, nous avons observé que le degré d'optimisme de l'annonce était positivement associé à la rentabilité anormale cumulée. Ce résultat confirme un point de la théorie des perspectives en indiquant que les individus sont sensibles à la forme du discours. Une annonce rédigée dans un style plus optimiste conduit les investisseurs à former des anticipations plus favorables de l'entreprise et rend le titre plus attractif. De plus, l'étude met en relief une asymétrie de variation. Il semblerait que les investisseurs soient plus sensibles à un discours plus pessimiste et moins réactifs à un discours plus optimiste. Cela confirme également un autre versant de la théorie des perspectives, qui met en valeur une plus forte aversion des investisseurs au risque du côté des pertes que du côté des gains.

Cette recherche a cependant certaines limites. La mesure quantitative concernant la « tonalité » est fondée sur la fréquence des mots, sans tenir compte du contexte linguistique. Même si cette méthode nous permet de garder un échantillon relativement large, elle ne peut pas détecter la subtilité et la complexité de la langue, qui peuvent être mieux analysées par la méthode des études de cas sur chaque annonce. De plus, en raison de l'indisponibilité des données sur les sociétés françaises, nous n'avons pas pu

introduire certaines variables importantes pour expliquer la variation des rentabilités anormales cumulées, comme la surprise des résultats trimestriels.

Malgré ces limites, notre recherche souligne l'importance du style de rédaction des documents financiers. En tant que diffuseurs d'information, les dirigeants doivent reconnaître que leurs actionnaires sont influencés non seulement par l'information de type *hard*, mais aussi par l'information de type *soft*, comme la « tonalité » du discours. Pour les récepteurs de l'information, la « tonalité » des documents est une source d'information supplémentaire pour se forger des estimations plus précises. D'ailleurs, les techniques de promotion exposées dans la partie qualitative fournissent certaines indications pour les autorités financières, afin d'affiner les réglementations futures concernant la rédaction des publications financières.

Des recherches futures pourraient davantage explorer l'intention des dirigeants au regard du style de rédaction des documents financiers. Une voie complémentaire à notre méthodologie consisterait à réaliser des entretiens sur le terrain, avec les acteurs mis en jeu, notamment les responsables de la communication financière. De plus, une recherche sur la lisibilité et son impact sur le marché financier apporterait des connaissances complémentaires dans ce domaine.

Conclusion Générale

La publication financière constitue pour les entreprises cotées, un outil essentiel pour gérer la relation avec les investisseurs. Les sociétés doivent délivrer les informations de manière fiable, régulière et continue, afin de produire une image fidèle pour les investisseurs. L'objectif est donc de conserver leur confiance en diffusant de l'information crédible.

Au cours des dix dernières années, les régulateurs financiers ont imposé une réglementation de plus en plus exigeante dans le but de sécuriser les marchés financiers. En outre, l'arrivée des investisseurs institutionnels anglo-saxons a conduit les sociétés françaises cotées à renforcer davantage la transparence de l'information. La politique de communication est ainsi devenue un enjeu stratégique pour les dirigeants français puisqu'elle a pour fonction d'accroître la valeur actionnariale et d'attirer de nouveaux investisseurs sur des marchés de capitaux de plus en plus concurrentiels.

Cette thèse examine les pratiques de communication des entreprises cotées sur le marché français. Elle apporte des éclairages intéressants sur des questions liées à la publication volontaire par voie électronique et au style de rédaction des publications financières peu étudiées en France. Nous avons étudié tout d'abord les déterminants de la communication volontaire par Internet par le biais de la problématique du gouvernement des entreprises françaises. Nous avons analysé ensuite l'impact des publications volontaires diffusées par voie électronique sur l'asymétrie d'information et sur le risque. Enfin, une analyse lexicale a été réalisée afin de mieux appréhender le style de rédaction du document financier et ses impacts sur le marché financier français.

Le premier chapitre explique la stratégie de communication financière des entreprises à travers les objectifs principaux, les cibles et les vecteurs courants de diffusion d'information. Les contraintes réglementaires et les codes de bonne conduite en matière de gouvernance sont ensuite analysés dans le contexte français. Dans un deuxième temps, les études empiriques existantes relatives à la communication financière, font l'objet d'une synthèse afin de donner une vision globale des problématiques courantes abordées dans ce domaine, et de situer le positionnement de nos recherches empiriques contenues dans les trois chapitres suivants. Nous exposons enfin le cadre théorique utilisé pour le développement des hypothèses de notre recherche.

Trois recherches empiriques ont été menées à la suite du chapitre 1. Le chapitre 2 s'attache à examiner les déterminants de l'offre d'information volontaire par Internet en France. À la lumière de la théorie de l'agence, nous avons mis l'accent sur les liens entre les mécanismes du gouvernement d'entreprise et la politique de communication. Les résultats empiriques prouvent que l'offre d'information s'accroît lorsque la propriété de l'entreprise est plus dispersée. En outre, l'entreprise à directoire et à conseil de surveillance diffuse moins d'informations sur son site que celle dotée d'un conseil d'administration. De plus, pour les entreprises à conseil d'administration, la dissociation des fonctions de président et de directeur général a une influence positive sur la transparence de l'information en ligne. Nous constatons également que la communication par Internet est positivement liée à la taille de l'entreprise mais négativement liée à sa performance. Globalement, ces résultats confirment les études existantes relatives à l'offre d'information par Internet réalisées sur la base d'échantillons anglo-saxons.

Une information rigoureuse, claire, précise et suffisamment fréquente est désormais primordiale pour que les sociétés cotées puissent conserver une relation de confiance avec les différents intervenants des marchés de capitaux. Le troisième chapitre étudie à cet effet l'influence de la publication d'information volontaire par Internet sur le marché financier français. Deux questions de recherche ont été successivement examinées : (1) Une meilleure information en ligne permet-elle de réduire le niveau de l'asymétrie d'information ? (2) La publication d'information par Internet diminue-t-elle le risque financier?

Tout d'abord, les résultats montrent l'existence d'un lien négatif entre la publication d'information volontaire par Internet et la fourchette de prix, qui est un élément couramment utilisé pour mesurer le degré d'asymétrie d'information. Il est donc possible, pour les sociétés cotées, de réduire l'asymétrie d'information en diffusant volontairement plus d'information en ligne. Les résultats indiquent aussi une relation négative entre la fourchette de prix et la liquidité des titres ainsi qu'une relation positive entre l'asymétrie d'information et la volatilité. L'asymétrie d'information diminue donc la liquidité des titres et accroît l'incertitude des investisseurs. Une solution pour réduire les effets négatifs causés par l'asymétrie d'information consiste donc bien à améliorer une perception plus objective de l'entreprise en adoptant une politique de communication plus active.

Quant à l'impact de la publication volontaire sur le risque, nous avons observé qu'un niveau plus élevé de transparence financière par voie électronique peut réduire le risque total (mesuré par la volatilité des taux de rentabilité) et le risque spécifique (calculé à partir du modèle de marché). Toutefois, le lien entre la communication financière et le risque systématique n'est pas statistiquement attesté par les régressions. Nos résultats empiriques ont également montré que certains facteurs de gouvernance ont un impact sur la variation du risque. Le risque est négativement lié à la concentration du capital et à la taille du conseil.

Après avoir examiné l'étendue de l'offre d'information volontaire par ses déterminants et ses impacts, nous étudions la forme de l'information en analysant, dans le chapitre 4, la « tonalité » des publications financières trimestrielles. Cette approche différente nous permet d'avoir une vision plus complète des pratiques de communication financière. Si les deux premières études empiriques se concentrent sur l'aspect quantitatif de la diffusion d'information, cette dernière aborde l'aspect qualitatif de la communication, en étudiant le style de rédaction des documents financiers. Il s'agit de fait d'une analyse lexicale de la « tonalité » des publications financières. Son premier objectif est de déterminer si le degré d'optimisme peut être considéré comme un indicateur de la performance future des entreprises. Puis dans second temps, le but visé est de comprendre comment le marché financier français réagit à la « tonalité » des annonces trimestrielles.

Dans le but de répondre à ces deux questions, nous avons utilisé le logiciel Diction 5 pour évaluer le degré d'optimisme des publications financières trimestrielles. Par ailleurs, différents modèles de régression sur données de panel sont introduits pour tester les hypothèses relatives à la « tonalité » du discours.

Nous avons tout d'abord montré, que le degré d'optimisme est positivement lié à la rentabilité future des entreprises. Les informations de type *soft*, diffusées entre les lignes, sont utiles pour les investisseurs dans leurs estimations de la valeur future des entreprises. De plus, les résultats montrent un lien positif entre le degré d'optimisme et la réaction des marchés, mesurée par les rentabilités anormales cumulées. Ces résultats signifient que les annonces présentées sous un angle favorable conduisent les investisseurs à former de meilleures anticipations sur la valeur de l'entreprise. Nous avons également montré que les investisseurs sont très sensibles à un discours plus pessimiste alors qu'ils réagissent moins à un discours plus optimiste. Ces éléments confirment la théorie des perspectives mettant en valeur une plus forte aversion au risque du côté des pertes que du côté des gains.

Les résultats empiriques de cette thèse apportent des connaissances qui peuvent être utiles aux régulateurs financiers, aux dirigeants d'entreprise et également aux investisseurs. L'analyse des déterminants de la communication par voie électronique permet d'améliorer notre compréhension des différentes stratégies adoptées par les entreprises cotées. Cela permettra aussi aux régulateurs d'améliorer la réglementation dans le futur. Compte tenu des nombreuses règles concernant la préparation des données comptables et financières, les réglementations relatives à la manière même dont la communication financière est formellement rédigée, qu'il s'agisse du ton adopté ou de sa lisibilité demeurent encore très floues. Les techniques de promotion observées dans les annonces financières trimestrielles et la réaction des investisseurs au style de rédaction utilisé rappellent la nécessité, pour le législateur financier, d'améliorer les recommandations sur la présentation de l'information financière.

L'impact de la communication par Internet sur la réduction de l'asymétrie d'information et du risque, révèle en parallèle l'importance de renforcer la transparence d'information pour les dirigeants d'entreprise dans un environnement concurrentiel croissant et complexe. Nos travaux montrent que les investisseurs n'obéissent pas de manière permanente à une rationalité parfaite. Ces derniers sont influencés non seulement par les

informations de type *hard*, telles que les résultats ou les chiffres d'affaires, mais également par les informations de type *soft*, telle que la « tonalité » du discours. Le style de rédaction doit donc être pris en compte dans leur stratégie de communication.

Enfin, la relation entre le degré d'optimisme du discours financier et la rentabilité future incite les investisseurs à mieux prendre en compte l'information de type *soft* pour former leurs anticipations sur la valeur de l'entreprise.

Comme toute recherche, cette étude comporte un certain nombre de limites qu'il conviendra de lever ultérieurement. Certaines la mesure de certaines variables qui méritent d'être affinée : la prise en compte des comités de surveillance au sein du conseil par des variables binaires, la mesure du risque spécifique par le modèle de marché. Des modèles plus sophistiqués, tel que le modèle à trois facteurs proposés par Fama et French (1993), permettraient peut-être d'affiner nos résultats empiriques. Une autre limite concerne le choix de la période d'étude. Pour les recherches sur la communication par voie électronique, les données recueillies correspondent au seul exercice 2007 et ce choix peut introduire un biais dans les résultats obtenus. Pour réduire ce risque potentiel dans l'analyse lexicale, nous avons retenu les données correspondant aux exercices 2006 à 2008.

Par ailleurs, nous n'avons pas couvert tous les facteurs pouvant avoir une influence sur l'offre d'information volontaire comme, par exemple, l'intensité concurrentielle. Toutefois, les déterminants de la communication d'information volontaire étant nombreux et délicats à isoler, il est difficile de tenir compte de l'ensemble des facteurs correspondants. Faute d'information suffisante, nous n'avons pas pu examiner l'influence de la propriété managériale, qui est une variable explicative importante pour améliorer la compréhension de l'attitude des dirigeants face au risque. Par ailleurs le résultat trimestriel inattendu, qui constitue une variable importante permettant d'expliquer la rentabilité anormale, n'a pu être inclus dans le modèle de régression, en raison de l'indisponibilité des données comptables trimestrielles des sociétés françaises.

Les limites identifiées ci-dessus mettent en évidence les améliorations potentielles, prolongements qu'il est possible d'apporter au présent travail. De nouvelles variables doivent en effet être introduites pour renforcer les modèles explicatifs que nous avons utilisés. Cela concerne notamment les variables liées à la mesure de l'intensité de la concurrence, la propriété managériale et la composition des comités de surveillance. De

plus, l'extension de la taille de l'échantillon à toutes les sociétés françaises cotées pourrait évidemment donner des résultats plus convaincants. Il serait également intéressant d'analyser le lien entre la communication financière par Internet et les prévisions des analystes financiers, qui sont les cibles privilégiées de la politique de communication des sociétés cotées. De même, à la suite des nouvelles dispositions énoncées par l'AMF concernant l'obligation de diffuser l'information par voie électronique, une étude sur l'effet du changement législatif permettrait d'évaluer encore mieux l'influence des régulateurs financiers sur les marchés de capitaux. Enfin, l'étude de la lisibilité de la communication de l'information financière volontaire, permettrait d'analyser de manière encore plus approfondie les styles de rédaction adoptés et leur influence sur les investisseurs.

BIBLIOGRAPHIE

- Aboudy D. et Kasznsnik R. (2000), « CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n° 1, p. 73-100.
- Abrahamson E. et Amir E. (1996), « The Information Content of the President's Letter to Shareholders », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 23, n° 8, p. 1157-1182.
- Abrahamson E. et Park C. (1994), « Concealment of Negative Organizational Outcomes : An Agency Theory Perspective », *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, p. 1302-1334.
- Ajinkya B., Bhojraj S. et Sengupta P. (2005), « The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 43, n° 3, p. 343-376.
- Akerlof G.A. (1970), « The Market For "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, p. 488-500.
- Akhigbe A. et Martin A.D. (2008), « Influence of Disclosure and Governance on Risk of Us Financial Services Firms Following Sarbanes-Oxley », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n° 10, p. 2124-2135.
- Amihud Y. et Mendelson H. (1986), « Asset Pricing and the Bid-Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 17, n° 2, p. 223-249.
- Anderson R.C. et Fraser D.R. (2000), « Corporate Control, Bank Risk Taking, and the Health of the Banking Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, n° 8, p. 1383-1398.
- Ashbaugh H., Johnstone K.M. et Warfield T.D. (1999), « Corporate Reporting on the Internet », *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 3, p. 241-257.
- Badrinath S.G., Gay G.D. et Kale J.R. (1989), « Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial Safety-Net Hypothesis », *Journal of Risk and Insurance*, vol. 55, n° p. 605-625.
- Baird J.E. et Zelin R.C. (2000), « The Effects of Information Ordering on Investor Perceptions : An Experiment Utilizing Presidents' Letters », *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 13, n° 3, p. 71-81.

- Baker H.E. et Kare D.D. (1992), « Relationship between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance », *Management Research News*, vol. 15, n° 1, p. 1-4.
- Ball R. et Kothari S.P. (1991), « Security Returns around Earnings Announcements », *Accounting Review*, vol. 66, n° 4, p. 718-738.
- Bang N.D. (2006), Trois essais sur le gouvernement d'entreprise, la performance et la valeur de la firme. Thèse de Doctorat, HEC Paris.
- Banz R.W. (1981), « The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, p. 3-18.
- Barber B.M. et Lyon J.D. (1997), « Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns : The Empirical Power and Specification of Test Statistics », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, p. 341-372.
- Barry C. et Brown S. (1985), « Differential Information and Security Market Equilibrium », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, p. 407– 422.
- Bazerman M.H. (2002), *Judgment in Managerial Decision Making*, Wiley.
- Beattie V., McInnes B. et Fearnley S. (2004), « A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports : A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes », *Accounting Forum*, vol. 28, n° 3, p. 205-236.
- Beretta S. et Bozzolan S. (2008), « Quality Versus Quantity : The Case of Forward-Looking Disclosure », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 23, n° 3, p. 333-375.
- Biais B., Glosten L. et Spatt C. (2005), « Market Microstructure : A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications », *Journal of Financial Markets*, vol. 8, n° 2, p. 217-264.
- Bligh M.C., Kohles J.C. et Meindl J.R. (2004), « Charisma under Crisis : Presidential Leadership, Rhetoric, and Media Responses before and after the September 11th Terrorist Attacks », *Leadership Quarterly*, vol. 15, n° 2, p. 211-239.
- Botosan C.A. (1997), « Disclosure Level and the Cost of Equity Capital », *Accounting Review*, vol. 72, n° 3, p. 323-349.
- Botosan C.A. et Plumlee M.A. (2002), « A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n° 1, p. 21-40.

- Bouton D. (2002), Pour un meilleur gouvernement des entreprises, Document Mouvement des Entreprises de France (MEDEF) et Association Française des Entreprises Privées (AFEP-AGREF).
- Bowen R.M., Davis A.K. et Matsumoto D.A. (2005), « Emphasis on Pro Forma Versus Gaap Earnings in Quarterly Press Releases : Determinants SEC Intervention, and Market Reactions », *Accounting Review*, vol. 80, n° 4, p. 1011-1038.
- Bowen R.M., Rajgopal S. et Venkatachalam M. (2008), « Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance », *Contemporary Accounting Research*, vol. 25, n° 2, p. 310-405.
- Brennan M.J., Jegadeesh N. et Swaminathan B. (1993), « Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information », *Review of Financial Studies*, vol. 6, n° 4, p.799-824.
- Brennan M.J. et Subrahmanyam A. (1995), « Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, n° 3, p. 361-381.
- Brissy Y., Guigou D. et Mourot A. (2008), *Gouvernance et communication financière*, Eyrolles.
- Brockman P. et Chung D.Y. (1999), « Bid-Ask Spread Components in an Order-Driven Environment », *Journal of Financial Research*, vol. 22, n° 2, p. 227-246.
- Brown S. et Hillegeist S. (2007), « How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry », *Review of Accounting Studies*, vol. 12, n° 2/3, p. 443-477.
- Bushee B.J. et Noe C.F. (2000), « Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, n° 3, p. 171-202.
- Buzby S.L. (1975), « Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 13, n° 1, p. 16-37.
- Caprio G., Laeven L. et Levine R. (2007), « Governance and Bank Valuation », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, n° 4, p. 584-617.
- Cerf A.R. (1961), *Corporate Reporting and Investing Decisions*, Berkeley.
- Chang M., D'Anna G., Watson I. et Wee M. (2008), « Does Disclosure Quality Via Investor Relations Affect Information Asymmetry? », *Australian Journal of Management*, vol. 33, n° 2, p. 375-390.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.

- Charreaux G. et Schatt A. (2006), « La recherche française en finance : une perspective à travers les travaux des enseignants-chercheurs en gestion sur la période 1994-2003 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 1, p. 239-271.
- Chen C., Steiner T. et Whyte A. (1998), « Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Depositors Institutions », *Journal of Financial Research*, vol. 20, p. 1-16.
- Chen C.J.P. et Jaggi B. (2000), « Association between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, n° 4/5, p. 285-310.
- Cheng E.C.M., Courtenay S.M. et Krishnamurti C. (2006), « The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading », *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, vol. 2, n° 1, p. 33-72.
- Chung C. et Pennebaker J. (2007), «The Psychological Functions of Function Words », in Fiedler K., ed.: *Social Communication*, Psychology Press.
- Chung K.H., McInish T.H., Wood R.A. et Wyhowski D.J. (1995), « Production of Information, Information Asymmetry, and the Bid-Ask Spread : Empirical Evidence from Analysts' Forecasts », *Journal of Banking and Finance*, vol. 19, n° 6, p. 1025-1046.
- Clarke J. et Shastri K. (2001), « On Information Asymmetry Metrics », *Papier de recherche*, Université de Pittsburgh.
- Clarkson P.M., Kao J.L. et Richardson G.D. (1999), « Evidence That Management Discussion and Analysis (Md&a) Is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package. », *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 1, p. 111-134.
- Clatworthy M. et Jones M.J. (2001), « The Effect of Thematic Structure on the Variability of Annual Report Readability », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 14, n° 3, p. 311-326.
- Clatworthy M. et Jones M.J. (2003), « Financial Reporting of Good News and Bad News : Evidence from Accounting Narratives », *Accounting and Business Research*, vol. 33, n° 3, p. 171-185.
- Collins D., Li O. et Xie H. (2005), « What Drives the Increased Informativeness of Earnings Announcements over Time? », *Papier de recherche*, Université de Iowa, Université de Notre Dame et Université d'Illinois.

- Cooke T.E. (1991), « An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations », *International Journal of Accounting*, vol. 16, n° 3, p. 174-189.
- Copeland T. et Galai D. (1983), « Information Effects on the Bid-Ask Spread », *Journal of Finance*, vol. 38, n° 5, p. 1457-1469.
- Core J., Holthausen R. et Larcker D. (1999), « Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 51, p. 371-406.
- Cormier D., Ledoux M.-J. et Magnan M. (2009), « The Use of Web Sites as a Disclosure Platform for Corporate Performance », *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 10, n° 1, p. 1-24.
- Cornett M.M., Tehranian H. et Yalçın A. (2007), « Regulation Fair Disclosure and the Market's Reaction to Analyst Investment Recommendation Changes », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n° 3, p. 567-588.
- Courtis J.K. (1986), « An Investigation into Annual Report Readability and Corporate Riskreturn Relationships », *Accounting and Business Research*, vol. 16, p. 285-294.
- Courtis J.K. (1995), « Readability of Annual Reports : Western Versus Asian Evidence », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 8, n° 2, p. 4-17.
- Courtis J.K. (2004a), « Corporate Report Obfuscation : Artefact or Phenomenon? », *British Accounting Review*, vol. 36, n° 3, p. 291-312.
- Courtis J.K. (2004b), « Colour as Visual Rhetoric in Financial Reporting », *Accounting Forum*, vol. 28, n° 3, p. 265-281.
- Craven B.M. et Marston C.L. (1999), « Financial Reporting on the Internet by Leading Uk Companies », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 321-333.
- Dale E. et Chall J.S. (1948), « A Formula for Predicting Readability », *Educational Research Bulletin*, vol. 27, n° 2, p. 37-54.
- Darrough M.N. et Stoughton N.M. (1990), « Financial Disclosure Policy in an Entry Game », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, n° 1/3, p. 219-243.
- Davis A.K., Piger J. et Sedor L.M. (2007), « Beyond the Numbers : Managers' Use of Optimistic and Pessimistic Tone in Earnings Press Releases », *Papier de recherche*, Université de Oregon et Université de Washington.

- Debreceny R., Gray G.L. et Rahman A. (2002), « The Determinants of Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, n° 4/5, p. 371-394.
- Debreceny R.S., Chandra A., Cheh J.J., Guithues-Amrhein D., Hannon N.J., Hutchison P.D., Janvrin D., Jones R.A., Lamberton B., Lymer A., Mascha M., Nehmer R., Roohani S., Srivastava R.P., Trabelsi S., Tribunella T., Trites G. et Vasarhelyi M.A. (2005), « Financial Reporting in Xbrl on the SEC's Edgar System : A Critique and Evaluation », *Journal of Information Systems*, vol. 19, n° 2, p. 191-210.
- Delandsheere G. (1963), « Pour une application des tests de lisibilité de Flesch à la langue française », *Le travail humain*, vol. 26, p. 141-154.
- Deller D., Stubenrath M. et Weber C. (1999), « A Survey on the Use of the Internet for Investor Relations in the USA, the Uk and Germany », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 351-364.
- Demers E.A. et Vega C. (2010), « Soft Information in Earnings Announcements : News or Noise? », *Papier de recherche*, INSEAD.
- Demsetz H. (1968), « The Cost of Transacting », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 82, n° 1, p. 33-53.
- Demsetz R. et Strahan P. (1997), « Diversification, Size, and Risk at Bank Holding Companies », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, p. 300-313.
- Depoers F. (2000), « A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure : Some Empirical Evidence from French Listed Companies », *European Accounting Review*, vol. 9, n° 2, p. 245-263.
- Diamond D.W. (1985), « Optimal Release of Information by Firms », *Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, p. 1071-1094.
- Diamond D.W. et Verrecchia R.E. (1991), « Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, p. 1325-1359.
- Dolley J.C. (1993), « Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups », *Harvard Business Review*, vol. 11, p. 316-326.
- Dumontier P. et Raffournier B. (1998), « Why Firms Comply Voluntarily with IAS : An Empirical Analysis with Swiss Data », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 9, n° 3, p. 216-245.
- Dye R.A. (1985), « Disclosure of Nonproprietary Information », *Journal of Accounting Research*, vol. 23, n° 1, p. 123-145.

- Emshwiller J.R. et McWilliams G. (2006), « Executives on Trial : Enron Case May Hinge on Timing of Disclosures », *Wall Street Journal*, le 24-fév.
- Eng L.L. et Mak Y.T. (2003), « Corporate Governance and Voluntary Disclosure », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, n° 4, p. 325-345.
- Ettredge M., Richardson V.J. et Scholz S. (2001), « The Presentation of Financial Information at Corporate Web Sites », *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 2, n° 3, p. 149-168.
- Ettredge M., Richardson V.J. et Scholz S. (2002), « Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, n° 4/5, p. 357-369.
- Fama, Eugene, Fisher L., Jensen M.C. et Roll R.W. (1969), « The Adjustment of Stock Prices to New Information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- Fama E.F. et French K.R. (1992), « The Cross-Section of Expected Stock Returns », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, p. 427-465.
- Fama E.F. et French K.R. (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, n° 1, p. 3-56.
- Fama E.F. et Jensen M.C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-326.
- Fama E.F. et Laffer A.B. (1971), « Information on Capital Markets », *Journal of Business*, vol. 44, n° 3, p. 289-298.
- Fernbach N. (1990), *La lisibilité dans la rédaction juridique au Québec*, Centre de production de la lisibilité et Centre canadien d'information juridique.
- Fisher F.A. et Hu M.Y. (1989), « Does the CEO's Letter to the Shareholders Have Predictive Value? », *Business Forum*, vol. 14, n° 1, p. 22-24.
- Fishman M.J. et Hagerty K.M. (1989), « Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency », *Journal of Finance*, vol. 44, n° 3, p. 633-646.
- Flesch R. (1948), « A Readability Formula in Practice », *Elementary English*, vol. 15, p. 344-351.
- Fournier-Emonet C., Sayegh-Guermas L. et Simon Y. (2009), *Les marchés européens de Nyse Euronext*, Économica.

- Francis J., Schipper K. et Vincent L. (2002), « Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements », *Accounting Review*, vol. 77, n° 3, p. 515-546.
- Frost C.A. (1997), « Disclosure Policy Choices of Uk Firms Receiving Modified Audit Reports », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, p. 163-187.
- Frost C.A. et Kinney J.W.R. (1996), « Disclosure Choices of Foreign Registrants in the United States », *Journal of Accounting Research*, vol. 34, n° 1, p. 67-84.
- Fry E. (1977), « Fry's Readability Graph : Clarification, Validity and Extension Level 17 », *Journal of Reading*, vol. 20, p. 242-252.
- Gabrié H. et Jacquier J.-P. (2001), *La theorie moderne de l'entreprise : l'approche institutionnelle*, Économica.
- Gajewski J.-F. (1999), « Earnings Announcements, Asymmetric Information, Trades and Quotes », *European Financial Management*, vol. 5, n° 3, p. 411-423.
- Gajewski J.-F. (2000), *Frictions et asymétrie d'information sur les marchés d'actions*, Économica.
- Gajewski J.-F. et Quéré B. (2001), « The Information Content of Earnings and Turnover Announcements in France », *European Accounting Review*, vol. 10, n° 4, p. 679-704.
- Gelb D.S. (2000), « Managerial Ownership and Accounting Disclosures : An Empirical Study », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 15, n° 2, p. 169.
- George T.J., Kaul G. et Nimalendran M. (1991), « Estimation of the Bid - Ask Spread and Its Components : A New Approach », *Review of Financial Studies*, vol. 4, n° 4, p.623-656.
- Glosten L. (1994), « Is the Electronic Limit Order Book Inevitable? », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 4, p. 1127-1161.
- Glosten L.R. et Harris L.E. (1988), « Estimating the Components of the Bid/Ask Spread », *Journal of Financial Economics*, vol. 21, n° 1, p. 123-142.
- Gompers P.A. et Metrick A. (1998), « How Are Large Institutions Different from Other Investors? Why Do These Differences Matter? », *Papier de recherche*, Yale School of Management's Economics Research Network.
- Gottschalk L.A. et Gleser G.C. (1969), *The Measurement of Psychological States through the Content Analysis of Verbal Behavior*, Berkeley.

- Guay W.R. (1999), « The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk : An Analysis of the Magnitude and Determinants », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n° 1, p. 43-71.
- Guillamon-Saorin E. (2006), *Impression Management in Financial Reporting. Evidence from the Uk and Spain*, Thèse de Doctorat, Université de College Dublin.
- Guimard A. (2007), *La communication financière : théorie et pratique*, Économica.
- Gul F.A. et Leung S. (2004), « Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosures », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, n° 5, p. 351-379.
- Hail L. (2002), « The Impact of Voluntary Corporate Disclosures on the Ex-Ante Cost of Capital for Swiss Firms », *European Accounting Review*, vol. 11, n° 4, p. 741-773.
- Hakansson N.H. (1977), « Interim Disclosure and Public Forecasts : An Economic Analysis and a Framework for Choice », *Accounting Review*, vol. 52, n° 2, p. 396-416.
- Hand J. (1990), « A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis », *Accounting Review*, vol. 65, n° 4, p. 764-780.
- Handa P. et Schwartz A. (1996), « Limit Order Trading », *Journal of Finance*, vol. 51, n° 5, p. 1835-1862.
- Handa P., Schwartz R.A. et Tiwari A. (1998), « The Ecology of an Order-Driven Market », *Journal of Portfolio Management*, vol. 24, n° 2, p. 47-55.
- Harris L. et Hasbrouck J. (1996), « Market Vs Limit Orders : The Superdot Evidence on Order Submission Strategy », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 2, p. 213-231.
- Harrison J.R. (1987), « The Strategic Use of Corporate Board Committees », *California Management Review*, vol. 30, n° 1, p. 109-125.
- Hart R.P. (1984), *Verbal Style and the Presidency : A Computer-Based Analysis*, Academic Press.
- Hart R.P. (2000), *Campaign Talk : Why Elections Are Good for Us*, Princeton University Press.
- Hart R.P. (2001), « Redeveloping Diction : Theoretical Considerations », in West M.D., ed.: *Theory, Method, and Practice of Computer Content Analysis*, Ablex.
- Hausman J.A. (1978), « Specification Tests in Econometrics », *Econometrica*, vol. 46, p. 1251- 1271.

- Hayn C. (1995), « The Information Content of Losses », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, p. 125-153.
- Healy P.M., Hutton A.P. et Palepu K.G. (1999), « Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure », *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, n° 3, p. 485-520.
- Healy P.M. et Palepu K.G. (2001), « Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets : A Review of the Empirical Disclosure Literature », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, n° 1/3, p. 405-440.
- Heflin F.L., Shaw K.W. et Wild J.J. (2005), « Disclosure Policy and Market Liquidity : Impact of Depth Quotes and Order Sizes », *Contemporary Accounting Research*, vol. 22, n° 4, p. 829-865.
- Henry E. (2008), « Are Investors Influenced by How Earnings Press Releases Are Written? », *Journal of Business Communication*, vol. 45, n° 4, p. 365-407.
- Henry G. (1975), *Comment mesurer la lisibilité*, Nathan.
- Hildebrandt H.W. et Snyder R.D. (1981), « The Pollyanna Hypothesis in Business Writing », *Journal of Business Communication*, vol. 18, n° 1, p. 5-15.
- Hodge F.D., Kennedy J.J. et Maines L.A. (2004), « Does Search-Facilitating Technology Improve the Transparency of Financial Reporting? », *Accounting Review*, vol. 79, n° 3, p. 687-703.
- Hope O.-K. (2003), « Accounting Policy Disclosures and Analysts' Forecasts », *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, n° 2, p. 295-321.
- Hossain M., Perera M. et Rahman A. (1995), « Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, p. 69-87.
- Hossain M., Tan L. et Adams M. (1994), « Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market : Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange », *International Journal of Accounting*, vol. 29, p. 334-351.
- Huang R.D. et Stoll H.R. (1997), « The Components of the Bid-Ask Spread : A General Approach », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 4, p. 995.
- Hughes P.J. (1986), « Signalling by Direct Disclosure under Asymmetric Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n° 2, p. 119-142.

- Hutton A., Miller G. et Skinner D. (2003), « The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts », *Journal of Accounting Research*, vol. 41, p. 867-890.
- Iannotta G., Nocera G. et Sironi A. (2007), « Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, n° 7, p. 2127-2149.
- Iu J.W. et Clowes C.G. (2004), « Evaluating a Measure of Content Quality for Accounting Narratives », *Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference Paper*.
- Jacquillat B., Solnik B. et Pérignon C. (2009), *Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques*, Dunod.
- Jaggi B. et Low P.Y. (2000), « Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures », *International Journal of Accounting*, vol. 35, n° 4, p. 495-519.
- Jensen M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, p. 831-880.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Jones E.E. et Davis K.E. (1965), « From Acts to Dispositions the Attribution Process in Person Perception », in Leonard B., ed.: *Advances in Experimental Social Psychology*, Academic Press.
- Jones M.J. (1988), « A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a Uk Company. », *Accounting and Business Research*, vol. 18, n° 72, p. 297-306.
- Jones M.J. et Shoemaker P.A. (1994), « Accounting Narratives : A Review of Empirical Studies of Content and Readability », *Journal of Accounting Literature*, vol. 13, p. 142-184.
- Jorgensen B.N. et Kirschenheiter M.T. (2003), « Discretionary Risk Disclosures », *Accounting Review*, vol. 78, p. 449-469.
- Kahneman D. et Lovallo D. (1993), « Timid Choices and Bold Forecasts : A Cognitive Perspective on Risk Taking », *Management Science*, vol. 39, n° 1, p. 17-31.

- Kahneman D. et Tversky A. (1979), « Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, vol. 47, n° 2, p. 263-291.
- Kanagaretnam K., Lobo G.J. et Whalen D.J. (2007), « Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry around Quarterly Earnings Announcements? », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 26, n° 4, p. 497-522.
- Kelley H.H. (1967), « Attribution in Social Psychology », in Levine D., ed.: *Nebraska Symposium on Motivation*, Lincoln.
- Kelton A.S. et Yang Y.W. (2008), « The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 27, n° 1, p. 62-87.
- Kim K.A., Lee S.-H. et Rhee S.G. (2007), « Large Shareholder Monitoring and Regulation : The Japanese Banking Experience », *Journal of Economics and Business*, vol. 59, n° 5, p. 466-486.
- Kross W. et Kim M. (2000), « Differences between Market Responses to Earnings Announcements in the 1990s Vs.1960s », *Papier de recherche*, Université de Purdue
- Kyle A.S. (1985), « Continuous Auctions and Insider Trading », *Econometrica*, vol. 53, n° 6, p. 1315-1335.
- Labelle R. et Schatt A. (2005), « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 3, p. 77-104.
- Lakonishok J., Shleifer A. et Vishny R.W. (1994), « Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk », *Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, p. 1541-1578.
- Lang M. et Lundholm R. (1993), « Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures », *Journal of Accounting Research*, vol. 31, n° 2, p. 246-271.
- Lang M. et Lundholm R. (1996), « The Relation between Security Returns, Firm Earnings, and Industry Earnings », *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, n° 2, p. 607-629.
- Lang M.H. et Lundholm R.J. (2000), « Voluntary Disclosure and Equity Offerings : Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? », *Contemporary Accounting Research*, vol. 17, n° 4, p. 623-662.
- Leuz C. et Verrecchia R.E. (2000), « The Economic Consequences of Increased Disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, n° 3, p. 91-124.

- Lev B. et Penman S.H. (1990), « Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices », *Journal of Accounting Research*, vol. 28, n° 1, p. 49-76.
- Lewis N.R., Parker L.D., Pound G.D. et Sutcliffe P. (1986), « Accounting Report Readability : The Use of Readability Techniques », *Accounting and Business Research*, vol. 16, n° 63, p. 199-213.
- Li F. (2008), « Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, n° 2/3, p. 221-247.
- Lin J.C., Ji-Chai L., Sanger G.C., Sanger G.C., Booth G.G. et Booth G.G. (1995), « Trade Size and Components of the Bid-Ask Spread », *Review of Financial Studies*, vol. 8, n° 4, p.1153-1183.
- Linsley P.M., Shrivies P.J. et Crumpton M. (2006), « Risk Disclosure : An Exploratory Study of Uk and Canadian Banks », *Journal of Banking Regulation*, vol. 7, n° 3/4, p. 268-282.
- Lipton M. et Lorsch J.W. (1992), « A Modest Proposal for Improved Corporate Governance », *Business Lawyer*, vol. 48, n° 1, p. 59-77.
- Lo K. et Lys T. (2001), « Bridging the Gap between Value Relevance and Information Content », *Papier de recherche*, Université de British Columbia et Université de Northwestern.
- Lopes P.T. et Rodrigues L.L. (2007), « Accounting for Financial Instruments : An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange », *International Journal of Accounting*, vol. 42, n° 1, p. 25-56.
- Lougee B.A. et Marquardt C.A. (2004), « Earnings Informativeness and Strategic Disclosure : An Empirical Examination of “Pro Forma” Earnings », *Accounting Review*, vol. 79, n° 3, p. 769-795.
- Louvet P. et Taramasco O. (2004), « Gouvernement d'entreprise : un modèle de répartition de la valeur créée entre dirigeant et actionnaire », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 1, p. 81-116.
- Madhavan A., Richardson M. et Roomans M. (1997), « Why Do Security Prices Change? A Transaction-Level Analysis of Nyse Stocks », *Review of Financial Studies*, vol. 10, n° 4, p. 1035-1064.
- Maghraoui R. (2008), Normes internationales, asymétrie d'information et contenu informatif des chiffres comptables, Thèse de Doctorat, Université de Genève.

- Markowitz H. (1959), *Portfolio Selection : Efficient Diversification of Investments*, John Wiley and Sons.
- Marois B. et Bompoin P. (2004), *Gouvernement d'entreprise et communication financière*, Économica.
- Marston C. et Polei A. (2004), « Corporate Reporting on the Internet by German Companies », *International Journal of Accounting Information Systems*, vol. 5, n° 3, p. 285-311.
- Matsumoto D., Pronk M. et Roelofsen E. (2006), « Do Analysts Mitigate Optimism by Management? », *Papier de recherche, Université de Washington*.
- McNichols M. et Manegold J.G. (1983), « The Effect of the Information Environment on the Relationship between Financial Disclosure and Security Price Variability », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, p. 49-74.
- Mehrabian A. (2007), *Nonverbal Communication*, Transaction Publishers.
- Merkel-Davies D.M. et Brennan N.M. (2007), « Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives : Incremental Information or Impression Management? », *Journal of Accounting Literature*, vol. 26, p. 116-194.
- Merton R.C. (1987), « A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information », *Journal of Finance*, vol. 42, n° 3, p. 483-510.
- Moinas S. (2008), « Le carnet d'ordres : une revue de littérature », *Finance*, vol. 29, n° 1, p.81-147.
- Morris M.W., Sheldon O.J., Ames D.R. et Young M.J. (2005), « Metaphor in Stock Market Commentary : Consequences and Preconditions of Agentic Descriptions of Price Trends. », *Papier de recherche*, Université de Columbia , Université de Cornell, Université de California et Los Angeles.
- Morris R.D. (1987), « Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice », *Accounting and Business Research*, vol. 18, n° 69, p. 47-56.
- Mullainathan S. et Shleife A. (2005), « Persuasion in Finance », *Papier de recherche*, National Bureau of Economic Research.
- Myers S.C. et Majluf N.S. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, p. 187-221.

- Neter J., Wasserman W. et Kutner M.H. (1989), *Applied Regression Models*, Homewood Ill Irwin.
- Noe C.F. (1999), « Voluntary Disclosures and Insider Transactions », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, n° 3, p. 305-326.
- Ober S., Zhao J., Davis R. et Alexander M. (1999), « Telling It Like It Is : The Use of Certainty in Public Business Discourse », *Journal of Business Communication*, vol. 36, n° 3, p. 280-300.
- Odean T. (1998), « Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 5, p. 1775-1798.
- Oyelere P., Laswad F. et Fisher R. (2003), « Determinants of Internet Financial Reporting by New Zealand Companies », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 14, n° 1, p. 26-63.
- Patell J.M. (1976), « Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior : Empirical Tests », *Journal of Accounting Research*, vol. 14, n° 2, p. 246-276.
- Pathan S. (2009), « Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking », *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, n° 7, p. 1340-1350.
- Pennebaker J.W., Mehl M.R. et Niederhoffer K.G. (2003), « Psychological Aspects of Natural Language Use : Our Words, Our Selves », *Annual Review of Psychology*, vol. 54, n° p. 547-577.
- Petersen C. et Plenborg T. (2006), « Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 15, n° 2, p. 127-149.
- Petersen M. (2004), « Information : Hard and Soft », *Papier de recherche*, Université de Northwestern.
- Pinsker R. et Li S. (2008), « Costs and Benefits of Xbrl Adoption : Early Evidence », *Communications of the ACM*, vol. 51, n° 3, p. 47-50.
- Piot C. (2006), « Les déterminants de l'existence et de l'indépendance managériale des comités de rémunération et de sélection en France », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 159-185.
- Pirchegger B. et Wagenhofer A. (1999), « Financial Information on the Internet : A Survey of the Homepages of Austrian Companies », *European Accounting Review*, vol. 8, n° 2, p. 383-395.

- Pochet C. et Yeo H. (2004), « Les comités spécialisés des entreprises françaises cotées : mécanismes de gouvernance ou simples dispositifs esthétiques? », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 2, p. 31-53.
- Potter G. (1992), « Accounting Earnings Announcements, Institutional Investor Concentration, and Common Stock Returns », *Journal of Accounting Research*, vol. 30, n° 1, p. 146-155.
- Pourtier F. (2004), « La publication d'informations financières volontaires : synthèse et discussions », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 10, n° 1, p. 79-102.
- Préfontaine C. et Lecavalier J. (1996), « Analyse de l'intelligibilité de textes prescriptifs », *Revue québécoise de linguistique*, vol. 25, n° 1, p. 99-143.
- Raber R.W. (2003), « The Role of Good Corporate Governance in Overseeing Risk », *Corporate Governance Advisor*, vol. 11, n° 2, p. 11-16.
- Raffournier B. (1995), « The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies », *European Accounting Review*, vol. 4, n° 2, p. 261-280.
- Richaudeau F. (1978), *L'écriture efficace*, Éditions CEPL.
- Roseberry R.L. (1995), « A Texture Index : Measuring Texture in Discourse », *International Journal of Applied Linguistics*, vol. 5, n° 2, p. 205-223.
- Rutherford B. (2005), « Genre Analysis of Corporate Annual Report Narratives », *Journal of Business Communication*, vol. 42, n° 4, p. 349-378.
- Rutherford B.A. (2003), « Obfuscation, Textual Complexity and the Role of Regulated Narrative Accounting Disclosure in Corporate Governance », *Journal of Management and Governance*, vol. 7, n° 2, p. 187-210.
- Saunders A. et Cornett M.M. (2006), *Financial Institutions Management : A Risk Management Approach*, McGraw-Hill Companies Inc.
- Schrand C. et Verrecchia R.E. (2004), « Disclosure Choice and Cost of Capital : Evidence from Underpricing in Initial Public Offerings », *Papier de recherche, Université de Pennsylvania*.
- Schrand C.M. et Walther B.R. (2000), « Strategic Benchmarks in Earnings Announcements : The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components », *Accounting Review*, vol. 75, n° 2, p. 151-177.
- Sedor L. (2002), « An Explanation for Unintentional Optimism in Analysts' Earnings Forecasts », *Accounting Review*, vol. 77, n° 4, p. 731-753.

- Sengupta P. (1998), « Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt », *Accounting Review*, vol. 73, n° 4, p. 459.
- Sharpe W. (1964), « Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 19, p. 425-442.
- Shaw K.W. (2003), « Corporate Disclosure Quality, Earnings Smoothing, and Earnings' Timeliness », *Journal of Business Research*, vol. 56, n° 12, p. 1043-1050.
- Shin H.S. (1994), « News Management and the Value of Firms », *RAND Journal of Economics*, vol. 25, n° 1, p. 58-71.
- Shivdasani A. (1993), « Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, p. 167-198.
- Sias R.W. (1996), « Volatility and the Institutional Investor », *Financial Analysts Journal*, vol. 52, n° 2, p. 13-20.
- Silva A.C. et Chavez G. (2002), « Components of Execution Costs : Evidence of Asymmetric Information at the Mexican Stock Exchange », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 12, n° 3, p. 253.
- Singhvi S.S. et Desai H.B. (1971), « An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure », *Accounting Review*, vol. 46, n° 1, p. 129.
- Skinner D.J. (1994), « Why Firms Voluntarily Disclose Bad News », *Journal of Accounting Research*, vol. 32, n° 1, p. 38-60.
- Smith C.W. et Stulz R.M. (1985), « The Determinants of Firms' Hedging Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, p. 391-405.
- Smith J.C.W. et Watts R.L. (1992), « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n° 3, p. 263-292.
- Smith M. et Taffler R. (1992), « Readability and Understandability : Different Measures of the Textual Complexity of Accounting Narrative », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 5, n° 4, p. 84-98.
- Spence M. (1973), « Job Market Signaling », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, n° 3, p. 355-374.
- Stigler G.J. (1964), « Public Regulation of the Securities Markets », *Journal of Business Forum*, vol. 37, p. 117-134.

- Stoll H.R. (1978), « The Pricing of Security Dealer Services : An Empirical Study of Nasdaq Stocks », *Journal of Finance*, vol. 33, n° 4, p. 1153-1172.
- Subramanian R., Insley R.G. et Blackwell R.D. (1993), « Performance and Readability : A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations », *Journal of Business Communication*, vol. 30, p. 49–61.
- Sullivan R.J. et Spong K.R. (2007), « Manager Wealth Concentration, Ownership Structure, and Risk in Commercial Banks », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, n° 2, p. 229-248.
- Sydserrff R. et Weetman P. (1999), « A Texture Index for Evaluating Accounting Narratives : An Alternative to Readability Formulas », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 12, n° 4, p. 459–488.
- Tetlock P.C. (2007), « Giving Content to Investor Sentiment : The Role of Media in the Stock Market », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 3, p. 1139-1168.
- Tversky A. et Kahneman D. (1981), « The Framing of Decisions and the Psychology of Choice », *Science*, vol. 211, n° 4481, p. 453-458.
- Van Ness B.F., Van Ness R.A. et Warr R.S. (2001), « How Well Do Adverse Selection Components Measure Adverse Selection? », *Financial Management*, vol. 30, n° 3, p. 77-98.
- Venkatesh P.C. et Chiang R. (1986), « Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread : A Case Study of Earnings and Dividend Announcements », *Journal of Finance*, vol. 41, n° 5, p. 1089-1102.
- Vernimmen P., Quiry P. et Fur Y.L. (2011), *Finance d'entreprise*, Dalloz.
- Verrecchia R.E. (1982), « The Use of Mathematical Models in Financial Accounting », *Journal of Accounting Research*, vol. 20, p. 1-42.
- Verrecchia R.E. (1983), « Discretionary Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, n° 3, p. 179-194.
- Verrecchia R.E. (2001), « Essays on Disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, n° 1-3, p. 97-180.
- Viénot M. (1995), Le conseil d'administration des sociétés cotées, Document Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Conseil National du Patronat Français (CNPF).

- Viénot M. (1999), Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise, Document Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Mouvement des Entreprises de France (MEDEF).
- Wallace R.S.O. et Naser K. (1995), « Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 14, n° 4, p. 311-368.
- Wallace R.S.O., Naser K. et Mora A. (1994), « The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain », *Accounting and Business Research*, vol. 25, n° 97, p. 41-53.
- Warner J.B., Watts R.L. et Wruck K.H. (1988), « Stock Prices and Top Management Changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 461-492.
- Weil, Gotshal et Manges (2002), « Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States », *Commission Européenne*, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codesrpt_en.htm.
- Weisbach M.S. (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 431-460.
- Welker M. (1995), « Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets », *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n° 2, p. 801-827.
- Wilson R. (1985), « Reputations in Games and Markets », in Roth A., ed.: *Game Theoretic Models of Bargaining with Incomplete Information*, Cambridge University Press.
- Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Économica
- Wirtz P. (2005), « « Meilleures pratiques » de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite », *Comptabilité Contrôle Audit*, vol. 11, n° 1, p. 141-159.
- Xiao J.Z., Yang H. et Chow C.W. (2004), « The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-Based Disclosures by Listed Chinese Companies », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, n° 3, p. 191-225.
- Yermack D. (1996), « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 185-212.

Yoon H., Zo H. et Ciganek A.P. (2011), « Does Xbrl Adoption Reduce Information Asymmetry? », *Journal of Business Research*, vol. 64, n° 2, p. 157-163.

Yuthas K., Rogers R. et Dillard J. (2002), « Communicative Action and Corporate Annual Reports », *Journal of Business Ethics*, vol. 41, p. 141-157.

Résumé :

Cette thèse vise à analyser les pratiques des entreprises françaises en matière d'offre d'information volontaire par Internet. Nous étudions dans un premier temps les déterminants de la stratégie de communication par voie électronique en fonction de la gouvernance des entreprises. Les résultats prouvent que l'offre d'information s'accroît lorsque la propriété de l'entreprise est plus dispersée. De plus, les entreprises à directoire et à conseil de surveillance diffusent moins d'informations sur leur site que celles dotées d'un conseil d'administration. Pour ces dernières, le cumul des fonctions de président et de directeur général a une influence négative sur l'offre d'information en ligne. D'ailleurs, la création des comités de surveillance au sein du conseil permet d'améliorer la transparence de l'information. Dans un deuxième temps, nous analysons l'influence de la publication d'information volontaire par Internet sur le marché financier français. Les résultats montrent l'existence d'un lien négatif entre la publication d'information en ligne et la fourchette de prix. Nous observons également qu'un niveau plus élevé de transparence par voie électronique réduit la volatilité des titres. Ces résultats ont pour signification économique que les entreprises peuvent réduire le degré d'asymétrie d'information et les risques sur les marchés financiers en renforçant la diffusion d'information en ligne. Dans un troisième temps, nous étudions la « tonalité » des publications financières trimestrielles pour avoir une vision plus complète des pratiques de communication par Internet. Nos résultats montrent d'abord que le degré d'optimisme d'une annonce financière s'avère être un bon indicateur de la performance future de l'entreprise. En outre, les annonces présentées sous un angle favorable conduisent les investisseurs à former de meilleures anticipations sur la valeur de l'entreprise.

Mots clés : offre d'information volontaire, Internet, gouvernance, asymétrie d'information, risque, analyse lexicale.