

Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises

Réal LABELLE*

HEC Montréal

Alain SCHATT**

Université de Strasbourg 3

Classification JEL : G32, M41

Correspondance :

Alain Schatt,
Université Robert Schuman Strasbourg
61, avenue de la Forêt noire
67085 Strasbourg Cédex
Email : alain.schatt@iecs.edu

Résumé : Cette étude empirique a pour objet de vérifier s'il existe une relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication financière des entreprises françaises. Nos résultats indiquent que la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité des relations avec les investisseurs n'est pas linéaire mais curvilinéaire.

Mots clés : communication financière – relations avec les investisseurs – rapports annuels – structure de propriété.

Abstract : The objective of this empirical study is to test the hypothesized relation between ownership structure and the quality of financial reporting of French firms. The results confirm that the relation between shareholding dilution and the quality of investors' relations is not linear but curvilinear.

Key words : financial disclosure – relations with investors – annual report – ownership structure.

* Cet article a été rédigé grâce au soutien financier de l'Alliance de recherche en gouvernance et juricomptabilité subventionnée par le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada (CRSH) dans le cadre de son programme de recherche sur la nouvelle économie. Nous remercions tout particulièrement Gérard Charreaux, ainsi que Pascal Dumontier, Claude Laurin et les rapporteurs anonymes de la revue, pour leurs commentaires et suggestions. Nous sommes évidemment responsables de toute erreur qui subsisterait.

** Alain Schatt est membre du LEG-Fargo de l'Université de Bourgogne.

Une pression de plus en plus forte s'exerce sur les dirigeants des entreprises françaises cotées en bourse pour qu'ils créent de la valeur pour les actionnaires et améliorent la transparence de leur gestion. Les propositions relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise et d'information financière figurant dans les rapports Viénot (1995, 1999) et Bouton (2002), comparables à celles formulées dans la plupart des pays de l'OCDE, traduisent les principales évolutions souhaitées. Publiées avant la déconfiture des entreprises de la nouvelle économie et l'affaire Enron, les premières insistaient sur les caractéristiques des conseils d'administration (présence d'administrateurs indépendants, d'un comité des comptes ou d'audit, etc.). Les deuxièmes, publiées depuis, mettent l'accent sur « *la qualité de l'information et de la communication financière* » (Bouton 2002, p. 3).

Malgré ces recommandations, nous constatons que les entreprises françaises ont recours à un éventail de stratégies de communication financière fortement différenciées. Notamment, certains dirigeants semblent peu enclins à divulguer toute l'information nécessaire aux investisseurs pour leur permettre d'estimer la distribution des flux de trésorerie futurs et, par conséquent, d'allouer efficacement leurs capitaux. Cette opacité en matière de divulgation d'information se traduit même parfois par le non-respect de l'obligation de publication des rapports annuels. Par exemple, dans son rapport annuel 2001, la Commission des Opérations de Bourse (COB) indique que 40 rapports annuels définitifs, sur un total de 284 publications prévues au Premier Marché, n'ont pas été publiés au Bulletin d'Annonces Légales et Obligatoires (BALO), alors que les entreprises cotées sont assujetties à une telle publication. Pour les entreprises plus petites, ces chiffres sont encore plus impressionnants. Au Second Marché et au Nouveau Marché, les comptes annuels définitifs non publiés s'élèvent respectivement à 103 (sur un total de 329) et à 66 (sur un total de 149).

Cet article vise à expliquer les différences observées dans la qualité de la communication financière en France. Plus précisément, nous cherchons à vérifier si cette qualité varie en fonction de la structure de propriété. Nous anticipons notamment une communication de meilleure qualité par les dirigeants d'entreprises lorsque le public détient une fraction élevée des actions, c'est-à-dire lorsque les conflits d'intérêts latents entre actionnaires et dirigeants, décrits par Berle et Means (1932) dans le contexte américain et formalisés par Jensen et Meckling (1976), sont importants.

Dans le contexte français, Faccio et Lang (2002) constatent cependant une concentration de l'actionnariat entre les mains des familles ou entre celles d'autres sociétés. Cette particularité, et notamment les problèmes de liquidité des titres qui en résultent, peut également conduire les dirigeants à accroître la qualité de l'information qu'ils publient.

L'influence de la structure de propriété semble donc ambiguë, ce qui nous conduit à poser finalement l'hypothèse d'une relation curvilinéaire entre la fraction d'actions détenues par le public et la qualité de la communication financière des entreprises françaises. En fait, la production d'une information de qualité par les dirigeants permet à ces derniers, d'une part, de se dédouaner lorsque l'actionnariat est dilué (Jensen et Meckling, 1976), d'autre part, de favoriser la liquidité du titre (Amihud et Mendelson, 2000 ; Brennan et Tamarowski, 2000) lorsque l'actionnariat est concentré.

Pour tester cette hypothèse, nous avons retenu une mesure de la qualité de la communication financière des entreprises qui n'a encore jamais été utilisée en France. Elle est fondée sur la qualité des relations avec les investisseurs et de la présentation des rapports annuels. Les résultats d'une étude effectuée au cours de l'année 2000 par l'AGEFI et Euronext, auprès de plusieurs centaines de professionnels du marché financier en France, nous permettent en effet de distinguer les entreprises ayant bien communiqué des autres et de tenter d'en déterminer les raisons.

Cet article est structuré de la façon suivante. Nous présentons notre cadre d'analyse et formulons notre hypothèse dans la première section. Dans la seconde section, nous exposons notre méthode d'investigation et les résultats sont discutés dans la troisième section. Enfin, nous proposons une synthèse de nos résultats et concluons dans une dernière section.

1. Le cadre d'analyse

Pour formuler l'hypothèse d'un lien entre la structure de propriété des entreprises et la qualité de leur communication financière, nous considérons que cette dernière devrait procurer deux types de gains, par conséquent, affecter positivement la valeur de l'entreprise.

Il s'agit, d'une part, du gain lié à une réduction des conflits d'intérêts entre investisseurs et dirigeants ; celui-ci est potentiellement

plus important pour les entreprises à actionnariat dilué. D'autre part, une meilleure communication financière entraîne un second gain lié à l'accroissement de la liquidité des titres ; ce gain est potentiellement plus important pour les entreprises à actionnariat concentré.

Notre argumentation se fonde notamment sur les travaux de Holmström et Tirole (1993) et de Bolton et von Thadden (1998a, 1998b). Ces auteurs ont analysé formellement les avantages et les inconvénients d'une concentration de l'actionnariat. Ils ont développé l'idée qu'un actionnariat plus dilué est synonyme d'un contrôle moins « serré » des dirigeants et d'une plus grande liquidité des titres.

1.1. La communication financière comme moyen de réduire les coûts d'agence dans les entreprises à actionnariat dilué

Dans leur article fondateur de la théorie positive de l'agence, Jensen et Meckling (1976) ont avancé que la séparation de la propriété et de la gestion des entreprises, synonyme de conflits d'intérêts latents entre actionnaires et dirigeants, donne naissance à des coûts d'agence. Ceux-ci se décomposent (1) en coûts de contrôle, engagés par les actionnaires pour veiller à ce que les dirigeants gèrent les ressources de façon à maximiser la valeur des capitaux propres de l'entreprise, (2) en coûts de dédouanement, engagés par les dirigeants pour montrer aux actionnaires qu'ils œuvrent dans leurs intérêts, et (3) en pertes résiduelles.

Cette théorie suppose que les coûts de contrôle et de dédouanement augmentent avec la fraction d'actions détenues par le public. Cette plus grande séparation entre la propriété et la gestion entraîne une demande accrue pour une communication financière plus transparente. La concentration de la structure de propriété atténue en effet les coûts d'agence et le besoin d'information financière publique. Cette hypothèse a été testée et partiellement vérifiée par Gelb (2000) aux États-Unis¹, à partir des notes ou scores accordés par les analystes financiers

¹ Gelb (2000) vérifie que la qualité de la communication financière décroît avec le pourcentage d'actions détenues par les « *insiders* », c'est-à-dire par les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires détenteurs d'au moins 10 % des actions. Dans la mesure où la fraction d'actions détenues par ces derniers est négativement corrélée avec la fraction d'actions détenues par le public, nous pouvons considérer que les résultats obtenus par cet auteur sont conformes à notre argumentation.

aux entreprises dans le cadre du concours du meilleur rapport annuel organisé par l'*Association for Investment Management and Research* (AIMR).

En présence d'un actionnariat dilué, une autre raison qui pousse les dirigeants à bien communiquer ou à se dédouaner tient au risque de leur remplacement, notamment lors d'une prise de contrôle hostile². Dans un tel contexte, l'augmentation de valeur liée à une meilleure communication financière (Botosan, 2000 ; Leuz et Verrechia, 2000) ne profite cependant que très marginalement aux dirigeants en tant qu'actionnaires, puisqu'ils ne possèdent qu'une faible partie des actions. En revanche, les dirigeants sont soucieux de protéger leur emploi et les divers avantages qui y sont associés. Ainsi, nous avançons que les dirigeants des entreprises, dont l'actionnariat est largement dilué, sont incités à développer une politique de communication financière de qualité parce que leur risque d'éviction est plus élevé, surtout lorsque la performance de leur entreprise est mauvaise.

Plusieurs études anglo-saxonnes ont en effet montré que les tentatives de prises de contrôle par offre publique et les contestations par les actionnaires minoritaires sont plus fréquentes lorsque les entreprises sont peu performantes (Palepu, 1986 ; Morck et *al.*, 1988a ; Martin et McConnell, 1991). De plus, lorsque de telles opérations sont initiées, le taux de remplacement des dirigeants est anormalement élevé. C'est ce que montrent par exemple Martin et McConnell (1991), sur un échantillon de 253 offres publiques aux États-Unis. Cette situation s'explique essentiellement par une moins bonne performance des cibles par rapport à celle des entreprises concurrentes ; leur rentabilité boursière est en effet plus faible au cours des quatre années précédant l'offre publique.

Ainsi, les dirigeants sont enclins à mieux communiquer avec les investisseurs pour éviter que leur entreprise, surtout si elle affiche une faible performance, ne fasse l'objet d'une prise de contrôle. Ce risque, qui peut entraîner leur remplacement, est significativement plus faible lorsque les dirigeants et leurs alliés détiennent une proportion élevée

² L'étude du cas André, effectuée par Albouy et Schatt (2004), permet de mettre en évidence que les actionnaires minoritaires dissidents anglo-saxons, qui se sont engagés dans la bataille de procuration, ont évoqué le manque de transparence de l'équipe de direction pour tenter d'obtenir les procurations de vote des autres actionnaires. La politique de communication financière de « faible qualité », préalable à la contestation, a donc favorisé – au moins partiellement – le changement de direction de l'entreprise.

des actions ou, réciproquement, lorsque des détenteurs de blocs non affiliés aux dirigeants ou le public détiennent une fraction plus faible des actions (Shivdasani, 1993).

À ce propos, Shleifer et Vishny (1997) et Faccio et Lang (2002) rappellent qu'à l'exception des États-Unis et de l'Angleterre, où l'actionnariat est relativement dispersé, la concentration de l'actionnariat des entreprises cotées en bourse constitue plutôt la règle dans la majorité des pays. Par exemple, au Japon et en Allemagne, une proportion élevée des actions se trouve entre les mains des banquiers, alors qu'en Italie ou en France, des familles ou d'autres sociétés possèdent de nombreuses actions des entreprises³. Dans ces pays, les conflits d'intérêts latents peuvent se matérialiser surtout entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires plutôt qu'entre les dirigeants et les actionnaires externes.

Aux États-Unis, où la dilution de l'actionnariat et le risque de remplacement du dirigeant sont relativement élevés, Gelb (2000) a confirmé l'hypothèse d'une relation positive entre la fraction d'actions possédées par le public et la qualité de la communication financière. On peut se demander si la même relation existe entre ces deux variables en France, où l'actionnariat est plus concentré et le remplacement de dirigeants – suite à une prise de contrôle hostile – plus rare⁴.

En raison de ces particularités institutionnelles, il est possible que les entreprises à actionnariat dilué, en France et aux États-Unis, n'accordent pas la même importance à la transparence en matière d'information financière. De plus, même si le risque d'éviction des dirigeants est sensiblement plus faible en France, nous ne pouvons ignorer l'argument qu'une plus forte discipline est associée à une plus grande diffusion du capital dans le public.

³ Par exemple, Broye et Schatt (2003), qui ont recensé 402 introductions en bourse en France entre 1986 et 2000, mettent en évidence que le principal actionnaire détient encore environ 50 % du capital après l'opération. En tenant compte des actions détenues par le second actionnaire, qui est souvent membre de la famille ou co-fondateur de l'entreprise, les deux principaux actionnaires conservent même les deux-tiers des actions de l'entreprise. De plus, dans de nombreux cas, le pourcentage de droits de vote excède le pourcentage d'actions détenues par ces actionnaires de contrôle.

⁴ En raison de la concentration de l'actionnariat, le remplacement des dirigeants suite à une offre publique hostile reste particulièrement rare en France. Il en va de même pour les contestations des dirigeants par les actionnaires minoritaires (*proxy fights*). Les remplacements récents des dirigeants d'Eurotunnel ou du groupe André, par des actionnaires minoritaires insatisfaits, constituent des épiphénomènes.

En somme, plus l'actionnariat est diffus, plus les dirigeants ont intérêt à publier une information de qualité pour éviter d'être remplacés et pour réduire les coûts d'agence, maximisant ainsi la valeur de l'entreprise⁵.

1.2. La communication financière comme moyen d'accroître la liquidité des titres dans les entreprises à actionnariat concentré

Outre la réduction des coûts d'agence, la qualité de la communication financière peut également affecter positivement la valeur de l'entreprise en améliorant la liquidité de ses titres. Brennan et Tamarowski (2000) proposent le schéma de causalité suivant entre la qualité de la communication financière et la liquidité des titres.

D'abord, en divulguant plus d'information, une entreprise peut accroître le nombre d'analystes financiers qui s'y intéressent. Ainsi, elle fera l'objet de plus d'attention de leur part sur le plan des prévisions de bénéfices, des conseils d'achat, de conservation ou de vente. Cet intérêt accru de la part des analystes tient au fait qu'en leur fournissant plus d'information, l'entreprise leur permet de diminuer leurs coûts de collecte et de traitement d'information privée, ainsi que leur risque d'erreur de prévision de bénéfices. Une meilleure information diminue l'erreur de prévision et la dispersion entre les analystes qui arrivent à un plus grand consensus⁶. Ces effets de la réduction de l'asymétrie d'information ont, par exemple, été mis en évidence par Lang et Lundholm (1996).

Ensuite, Brennan et Tamarowski (2000) vérifient empiriquement qu'une plus grande couverture par les analystes affecte la liquidité des actions échangées. Elle amène en effet les investisseurs à réviser leurs

⁵ Notre argumentation se limite au rôle de la politique de communication financière des entreprises comme mécanisme de réduction des conflits d'agence, mais il est bien évident que de nombreux mécanismes de gouvernance (complémentaires) permettent d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires (Charreaux, 1997), même en l'absence d'une politique de communication de faible qualité.

⁶ Bien que Brennan et Tamarowski (2000) n'insistent pas sur cet aspect, la publication de prévisions plus précises par les analystes peut améliorer leur réputation et, par conséquent, élargir leurs opportunités d'emploi. Pour une discussion plus approfondie de cet aspect, nous renvoyons le lecteur à la synthèse de la littérature de Breton et Schatt (2000).

anticipations plus fréquemment, ce qui les conduit à réaliser plus de transactions.

Enfin, cette moindre asymétrie d'information – et l'accroissement des volumes de transactions qui en découle – entraîne une réduction des coûts de transaction pour les investisseurs. Cette diminution a pour effet de réduire le coût du capital⁷ et, par conséquent, d'augmenter la valeur de l'entreprise qui publie une information de qualité. Cette relation a notamment été confirmée empiriquement par Diamond et Verrecchia (1991), Welker (1995), ainsi que par Amihud et Mendelson (2000).

En nous fondant sur ce schéma de causalité, nous avançons qu'une meilleure information financière pourrait être plus profitable dans le cas des entreprises à actionnariat concentré. En effet, Bhushan (1989) trouve que les analystes financiers sont plus enclins à couvrir des entreprises caractérisées par un actionnariat dilué et, en particulier, s'il est composé de nombreux actionnaires institutionnels. Ainsi, la production d'une information de qualité peut se révéler particulièrement profitable⁸ pour les entreprises dont l'actionnariat est concentré et qui sont initialement suivies par un faible nombre d'analystes.

1.3. L'existence d'une relation curvilinéaire entre la structure de propriété des entreprises et la qualité de leur communication financière

En fin de compte, les deux arguments développés précédemment nous conduisent à présumer que la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication est vraisemblablement curvili-

⁷ Plusieurs études ont montré qu'une politique de divulgation d'informations de « bonne » qualité a une incidence favorable sur le coût du capital – en réduisant tant le coût des dettes financières (Sengupta, 1988) que le coût des fonds propres (Botosan, 1997) –, en raison d'un moindre risque perçu par les investisseurs.

⁸ Francis et al. (1997) constatent que le nombre d'analystes augmente suite aux présentations que leur font les entreprises. Les petites entreprises sont plus sensibles à ce phénomène : il y a un accroissement de 21 % du nombre de prévisions pour les petites entreprises après de telles réunions, contre seulement 9 % pour les grandes entreprises. Puisque les entreprises plus petites ont généralement un actionnariat plus concentré, ce résultat empirique tend à renforcer notre argumentation. Par ailleurs, il faut noter que d'autres gains existent pour les actionnaires de contrôle, liés par exemple aux opportunités de cessions de titres – dans le cadre d'une succession – lorsque la liquidité est plus élevée.

néaire⁹. D'une part, lorsque l'actionnariat est dilué, c'est-à-dire lorsque le public détient une fraction d'actions plus élevée, les dirigeants peuvent être incités à accroître la qualité de la communication financière afin de réduire les coûts d'agence et d'éviter une prise de contrôle hostile qui pourrait entraîner leur remplacement. D'autre part, lorsque le public détient une fraction plus faible d'actions, parce que l'actionnariat est concentré, les dirigeants peuvent être incités à accroître la qualité de la communication financière dans le but d'améliorer la liquidité du titre et de maximiser la valeur de l'entreprise. Entre ces deux situations, c'est-à-dire lorsque le public détient une participation « moyenne » dans le capital, les coûts d'agence sont vraisemblablement moins élevés, notamment parce que des détenteurs de blocs veillent à contrôler les dirigeants. De plus, dans ce cas, la liquidité des titres est relativement « satisfaisante ». Ainsi, les dirigeants peuvent se satisfaire d'une politique de communication financière de qualité « minimale ». Notre argumentation nous conduit donc à tester l'hypothèse suivante.

Hypothèse 1 : Il existe une relation curvilinéaire entre la qualité de la communication financière et la fraction d'actions détenues par le public : cette qualité décroît dans un premier temps, puis croît dans un second temps avec la fraction d'actions détenues par le public.

2. La méthode d'investigation

Avant d'exposer nos résultats, nous présentons l'échantillon, les variables dépendantes, ainsi que les diverses variables explicatives.

2.1. La qualité de la communication financière

Pour apprécier la qualité de la communication financière des entreprises, nous avons utilisé une mesure qui n'a pas encore été employée

⁹ L'existence d'une relation curvilinéaire entre la structure de propriété des entreprises et diverses variables a été mise en évidence à plusieurs reprises dans la littérature. Morck et al. (1988b) et McConnell et Servaes (1990) ont par exemple confirmé l'existence d'une relation curvilinéaire entre la structure de propriété et la valeur des entreprises aux États-Unis. En France, Broye et Schatt (2003) ont mis en évidence une relation curvilinéaire entre la sous-évaluation et la proportion d'actions cédées par les actionnaires d'origine, lors des introductions en bourse en France.

en France. Elle résulte d'une enquête effectuée entre septembre et novembre 2000 par l'Institut de sondage Taylor Nelson Sofres pour le compte de l'AGEFI et d'Euronext. Cette enquête a été menée en deux étapes. Dans une première étape, s'étalant sur les mois de septembre et octobre, un questionnaire a été envoyé à environ 1 900 analystes financiers, gérants de portefeuilles et journalistes économiques et financiers. On leur demandait de citer les entreprises ayant le mieux communiqué en l'an 2000.

Cette première étape a permis d'aboutir à la constitution d'une « *short-list* » des nominés. Puis, début novembre 2000, des questionnaires fermés ont été envoyés aux mêmes professionnels. Cette enquête a permis d'attribuer divers prix aux entreprises cotées pour la qualité de leurs relations avec les investisseurs, par compartiment de cotation (Nouveau Marché, etc.), par moyen de communication (rapports annuels, etc.) et par type d'opération sur le marché (introduction en bourse, etc.). Pour cette étude, nous avons retenu les prix attribués aux relations avec les investisseurs et aux rapports annuels, ce qui nous a permis de comparer nos résultats à ceux d'études antérieures.

– Le Grand Prix des Relations avec les Investisseurs

Ce prix est décerné aux entreprises appartenant à l'indice SBF 120. Cet indice regroupe les 120 entreprises françaises les plus fortement capitalisées. Au total, 30 entreprises appartenant à cet indice ont été citées par les professionnels. Nous avons utilisé la variable binaire RELINV pour mesurer la qualité des relations avec les investisseurs, ici appréhendées au sens large. Cette variable est égale à 1 si l'entreprise a été nominée et égale à 0 sinon. Dans la mesure où nous avons supprimé les sociétés financières comme les banques ou les assurances, ainsi que les sociétés étrangères appartenant à l'indice SBF 120, l'échantillon final comprend 22 sociétés citées par les professionnels pour la qualité de leurs relations avec les investisseurs sur un total de 89 sociétés françaises non financières, pour lesquelles nous avons pu collecter toutes les informations souhaitées.

Les statistiques descriptives du tableau 1 mettent en évidence un certain nombre de caractéristiques de ces 89 entreprises. Le chiffre d'affaires et le total de l'actif s'élèvent respectivement en moyenne à 7 305,60 et 9 992,90 millions d'euros. Il faut noter que la dispersion est relativement importante, bien qu'il s'agisse des principales entreprises

françaises cotées en bourse. En effet, le chiffre d'affaires et le total de l'actif médians sont égaux à 2614,90 et 3039,70 millions d'euros.

Tableau 1 – Les caractéristiques des 89 entreprises étudiées

	Moyenne	Médiane	Écart-type
Chiffre d'affaires	7 305,6	2 614,9	10 428,2
Total Actif	9 992,9	3 039,7	17 417,2
<i>PUBLIC</i>	55,26 %	52,95 %	20,01 %
<i>VOTE</i>	50,04 %	46,28 %	22,31 %
<i>PREMBLOC</i>	28,79 %	23,46 %	20,64 %
<i>SECONBLOC</i>	5,77 %	5,10 %	6,91 %
<i>DEUXBLOCS</i>	34,56 %	32,30 %	21,53 %
<i>EXCRENTA</i>	9,19 %	-8,98 %	61,70 %
<i>RENTAFI</i>	10,83 %	11,53 %	14,40 %
<i>RENTAECO</i>	8,14 %	7,80 %	9,71 %
<i>M-to-B</i>	5,59	3,05	7,50
<i>VARCA</i>	67,24 %	36,62 %	91,62 %
<i>DETTE</i>	70,77 %	61,19 %	57,68 %

Note : L'échantillon comprend 89 entreprises françaises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. Le chiffre d'affaires et le total de l'actif, exprimés en millions d'euros, ont été obtenus dans le dernier rapport annuel présenté par les entreprises avant le début de l'enquête. *PUBLIC* correspond au pourcentage d'actions détenues par le public en 2000. *VOTE* correspond au pourcentage de droits de vote détenus par le public. *PREMBLOC* est le pourcentage d'actions détenues par le principal actionnaire identifié. *SECONBLOC* est le pourcentage d'actions détenues par le second plus important actionnaire identifié. *DEUXBLOCS* est la fraction totale d'actions détenues par les deux principaux actionnaires de contrôle identifiés. *EXCRENTA* est la rentabilité boursière de l'entreprise excédentaire par rapport au marché, égale à la somme des écarts des rentabilités journalières d'une action avec les rentabilités journalières de l'indice SBF120, entre le 1^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000. *RENTAFI* est la rentabilité financière comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les capitaux propres comptables. *RENTAECO* est la rentabilité économique comptable, égale au rapport entre le résultat d'exploitation et le total de l'actif. *M-to-B* est le ratio « *Market-to-Book* » (ratio de Marris), égal à la valeur de marché des actions (capitalisation boursière) divisée par la valeur comptable des capitaux propres en 2000. *VARCA* est la variation du chiffre d'affaires (sur 3 exercices) entre 1998 et 2000. *DETTE* est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les capitaux propres comptables.

– Le Prix du Meilleur Rapport Annuel

Comme son nom l'indique, ce prix a été attribué aux entreprises ayant publié un rapport annuel de qualité. Au total, 23 entreprises (sur 89) de notre échantillon ont été nominées pour ce prix par les professionnels du marché financier. Parmi celles-ci, 14 ont également été nominées pour la qualité de leurs relations avec les investisseurs. La variable RAPP est égale à 1 si le rapport annuel est de bonne qualité et égale à 0 sinon.

Dans des travaux similaires, Lang et Lundholm (1993) et Gelb (2000) ont utilisé les scores attribués par les analystes financiers aux

entreprises américaines pour la qualité des relations avec les investisseurs et celle des rapports annuels. Si les variables expliquées sont identiques aux nôtres, ce qui permet de mettre en perspective nos résultats, il faut cependant préciser que les mesures de qualité diffèrent. Nos deux variables sont des variables binaires (égales à 0 ou 1), ce qui n'est pas le cas des variables utilisées dans les deux études américaines citées. Dans la mesure où de telles notes n'existent pas en France, nous retenons ces deux variables binaires. Ce type de mesure a été utilisé dans d'autres études, par exemple celle de Labelle (2002) portant sur la qualité du *Statement of corporate governance practices* des entreprises canadiennes.

2.2. La structure de propriété des entreprises

Pour apprécier la dilution de l'actionnariat, nous avons retenu la proportion des actions détenues par le public (PUBLIC). Les renseignements que nous avons recueillis dans les rapports annuels des entreprises de notre échantillon figurent dans le tableau 1. Généralement, la fraction d'actions détenues par le public, indiquée dans les rapports annuels, correspond à la fraction d'actions des actionnaires en possession de moins de 5 % des actions de l'entreprise. Lorsqu'un pourcentage inférieur était indiqué dans un rapport annuel (par exemple, identification d'un actionnaire détenant 3 % des actions de l'entreprise), nous avons recalculé le montant des actions détenues par le public, en y ajoutant la fraction d'actions détenues par de tels « petits » actionnaires, afin d'homogénéiser les données. Nous constatons que le public détient en moyenne 55,26 % des actions (52,95 % en médiane) des entreprises.

À titre d'information, nous avons collecté les informations sur la fraction d'actions détenues par les deux principaux actionnaires identifiés dans les rapports annuels. Nous constatons qu'ils détiennent en moyenne environ un tiers des actions des entreprises (DEUXBLOC), sachant que le principal actionnaire détient, à lui seul, environ un quart des actions (PREMBLOC)¹⁰. Par ailleurs, nous avons constaté que la fraction des droits de vote diffère assez fréquemment de la fraction des actions détenues par les différentes catégories d'actionnaires. Nous re-

¹⁰ Nous constatons que, dans la majorité des cas, l'actionnaire de référence est un groupe familial ou une autre entreprise. Rares sont les cas où une institution financière ou l'État sont les actionnaires de référence.

marquons notamment que la fraction des droits de vote (VOTE) détenus par le public est plus faible que celle des actions, puisqu'elle se situe en moyenne à 50,04 % (46,28 % en médiane).

Afin de tenir compte de cette spécificité institutionnelle, nous avons eu recours également aux droits de vote comme variable de dilution de l'actionnariat, pour tester notre hypothèse. L'idée est la suivante : les dirigeants peuvent décider du niveau de la qualité de la communication financière selon la répartition des droits de vote, plutôt qu'en fonction de la répartition des actions, parce que leur risque de remplacement dépend du comportement des actionnaires qui votent lors de l'assemblée générale. Un actionnaire qui ne possède pas de droit de vote (en cas de démembrement des actions) n'exerce en effet aucune influence sur la probabilité de remplacement des dirigeants lors de l'assemblée générale des actionnaires.

2.3. Les variables de contrôle

Le principal objet de cette étude est de vérifier l'impact de la fraction d'actions ou des droits de vote détenus par le public sur la qualité de la communication financière des entreprises. Il est néanmoins important d'introduire certaines variables de contrôle qui sont susceptibles d'influencer cette relation.

– La performance des entreprises

Notre première variable de contrôle est la performance des entreprises. Comme évoqué dans la section précédente, les dirigeants devraient être plus incités à bien communiquer lorsque la performance est mauvaise. Une bonne communication permet notamment de réduire le risque de remplacement des dirigeants lorsque l'actionnariat est diffus, ou lorsqu'il existe des détenteurs de blocs de contrôle non-dirigeants et d'assurer un bon fonctionnement du marché financier. Cela étant, on pourrait également avancer que les dirigeants sont peu enclins à communiquer quand l'entreprise est en mauvaise santé financière¹¹ car ils cherchent « à se faire oublier ». D'un autre côté, ils sont incités à accroître la communication quand l'entreprise est très performante, notamment pour renégocier leur rémunération, ou pour espérer être recrutés à des conditions plus intéressantes par une autre entreprise. Ainsi,

¹¹ Nous remercions un rapporteur anonyme de la revue pour cette suggestion.

la relation entre la qualité de la communication financière et la performance est ambiguë.

Nous retenons trois mesures de performance (EXCRENTA, RENTAFI et RENTAECO). La première mesure de performance est une mesure de rentabilité boursière (EXCRENTA). Elle correspond à la rentabilité excédentaire des entreprises par rapport au marché. Pour chaque séance de bourse, la rentabilité excédentaire est égale à la différence entre la rentabilité du titre et la rentabilité du marché (appréhendue par l'indice SBF120). Ces rentabilités sont cumulées sur une période de 12 mois avant l'enquête (soit environ 250 séances), allant du 1^{er} juillet 1999 au 30 juin 2000. Ces rentabilités moyennes et médianes s'élèvent respectivement à 9,19 % et à -8,98 %.

Dans la mesure où les investisseurs se focalisent également sur la performance comptable (De Angelo, 1988) pour évaluer la performance des dirigeants, nous retenons aussi deux mesures comptables de performance. La première mesure est la rentabilité comptable des capitaux propres (RENTAFI). Elle est égale au résultat net comptable divisé par les capitaux propres comptables. La rentabilité moyenne est de 10,83 % (11,53 % en médiane) pour les entreprises de notre échantillon. La seconde variable (RENTAECO) est la rentabilité économique de l'entreprise, égale au rapport entre le résultat d'exploitation et le total de l'actif. Les rentabilités moyennes et médianes sont respectivement égales à 8,14 % et à 7,80 %.

– La politique financière des entreprises

Selon Jensen (1986), un fort endettement limite les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants en exerçant une pression sur ces derniers. Outre cet argument de discipline par les créanciers, les études empiriques mettent en évidence que les entreprises plus fortement endettées font moins l'objet de tentatives de prises de contrôle (Palepu, 1986). Ainsi, lorsque les entreprises sont plus endettées, les dirigeants peuvent se permettre de moins bien communiquer. Nous anticipons donc une relation négative entre l'endettement (DETTE) et la qualité de la communication financière (RELINV et RAPP). Nous retenons une mesure traditionnelle d'endettement (DETTE), égale au rapport entre les dettes financières et les capitaux propres. L'endettement moyen s'élève à 70,77 % (la médiane égale à 61,19 %).

La politique de dividendes peut jouer un rôle similaire à la dette, même si la pression exercée sur les dirigeants est moindre parce que la

contrainte de remboursement est plus importante (Jensen, 1986). Le versement de dividendes réduit également les fonds disponibles pour les dirigeants et, par conséquent, limite les investissements non créateurs de valeur pour les actionnaires. Nous anticipons donc une relation négative entre le versement de dividendes et la qualité de la communication financière. La variable binaire retenue (CROIDIV) mesure l'accroissement du dividende par action entre 1999 et 2000. Au total, deux tiers (59 entreprises sur 89) des entreprises ont augmenté leur dividende par action entre 1999 et 2000.

Si nous considérons, dans ce travail, que la politique financière des entreprises (politique d'endettement et politique de dividendes) peut se substituer à la politique de communication financière, il est cependant également possible d'avancer qu'il existe une certaine complémentarité entre la politique financière et la politique de communication. Autrement dit, il est possible que la communication des entreprises soit destinée à mettre en exergue la politique financière adoptée par l'entreprise. Un tel comportement permet notamment aux dirigeants de faire savoir qu'ils œuvrent dans l'intérêt de leurs actionnaires, en vue d'une « renégociation » avantageuse de leur contrat de travail.

– La croissance des entreprises

Nous introduisons également deux variables de contrôle pour prendre en compte la croissance des entreprises. Dans la mesure où les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants sont plus intenses dans les entreprises à maturité (qui génèrent des liquidités et qui investissent peu), parce que le risque de « surinvestissement » y est plus important, nous anticipons une relation négative entre la croissance des entreprises et la qualité de la communication financière. Les besoins de contrôle des actionnaires et la nécessité pour les dirigeants de se dédouaner sont supposés être plus importants dans des entreprises à maturité.

Deux variables sont retenues pour mesurer la croissance des entreprises. La première variable (VARCA) correspond à la croissance passée de l'entreprise. Elle est mesurée par la croissance du chiffre d'affaires entre 1998 et 2000. Pour notre échantillon, la croissance moyenne est proche de 67,24 % (avec une croissance médiane de 26,62 %) au cours de la période. La seconde variable (M-to-B, pour désigner le « *Market-to-book ratio* », qui correspond au ratio de Marris) permet de prendre en compte la croissance et les gains anticipés par le

marché financier. Ce ratio correspond à la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière) rapportée aux capitaux propres comptables de l'entreprise. Plus ce ratio est élevé, plus la croissance et les gains futurs anticipés sont élevés. Le ratio moyen est égal à 5,59 (avec une médiane égale à 3,05).

– *Les aspects institutionnels*

Enfin, deux variables supplémentaires permettent de tenir compte des aspects institutionnels. D'une part, nous supposons que, toutes choses égales par ailleurs, les 28 entreprises de notre échantillon, appartenant à l'indice CAC40 et qui font l'objet d'un plus grand suivi par les investisseurs institutionnels, devraient avoir tendance à investir plus significativement dans la communication financière. D'autre part, nous considérons également que, toutes choses égales par ailleurs, les 14 entreprises de notre échantillon, qui font également l'objet d'une cotation aux États-Unis (sur le NYSE ou sur le NASDAQ), sont également incitées à augmenter la qualité de leur communication financière, afin de répondre à des attentes supérieures de la part des investisseurs américains. Nous anticipons donc une relation positive entre la qualité de la communication financière et les deux variables binaires CAC40 (égale à 1 en cas d'appartenance à l'indice CAC40 et à 0 sinon) et COTAUS (égale à 1 en cas de double cotation et à 0 sinon).

3. Les résultats

Nous présentons respectivement les résultats des analyses univariées (tests non paramétriques) et des analyses multivariées (régressions logistiques).

3.1. *Les résultats des analyses univariées*

Dans une première étape, nous avons vérifié si les entreprises ayant bien communiqué avec leurs investisseurs présentent des caractéristiques différentes de celles des autres entreprises de notre échantillon. Les résultats des tests non paramétriques de Mann-Whitney¹² figurent dans le tableau 2.

¹² Seuls des tests non paramétriques ont été pratiqués dans la mesure où quelques variables ne sont pas distribuées normalement. Pour celles qui le sont, la convergence des résultats des tests de Student et de Mann-Whitney a été vérifiée.

Tableau 2 – Comparaison des caractéristiques des entreprises en fonction de la qualité de la communication financière et des rapports annuels

A. Relations investisseurs						
	Moyenne (N=67)	Médiane (N=67)	Moyenne (N=22)	Médiane (N=22)	Z	p
PUBLIC	52,63 %	50,55 %	63,27 %	70,34 %	-1,964	0,050
VOTE	46,71 %	44,02 %	60,18 %	67,13 %	-2,202	0,028
PREMBLOC	31,73 %	26,70 %	19,83 %	12,74 %	2,526	0,012
SECONBLOC	6,30 %	5,66 %	4,16 %	0,00 %	1,727	0,084
DEUXBLOC	38,03 %	37,04 %	23,99 %	20,54 %	2,503	0,012
EXCRENTA	12,92 %	-8,98 %	-2,16 %	-9,87 %	0,418	0,676
RENTAFI	10,66 %	11,92 %	11,35 %	10,40 %	0,932	0,351
RENTAECO	8,04 %	8,32 %	8,42 %	6,23 %	0,580	0,562
DETTE	69,18 %	58,29 %	75,61 %	73,00 %	-1,265	0,206
CROIDIV	59,70 %	100 %	86,36 %	100,00 %	-2,282	0,022
VARCA	73,79 %	39,66 %	47,27 %	34,18 %	1,094	0,274
M-to-B	5,80	3,01	4,93	3,22	0,266	0,790
CAC40	20,90 %	0,00 %	63,64 %	100,00 %	-3,725	0,000
COTAUS	8,95 %	0,00 %	36,36 %	0,00 %	-3,046	0,002
B. Rapports annuels						
	Moyenne (N=66)	Médiane (N=66)	Moyenne (N=23)	Médiane (N=23)	Z	p
PUBLIC	52,64 %	49,67 %	62,78 %	66,84 %	-2,062	0,039
VOTE	47,28 %	41,56 %	57,96 %	68,50 %	-1,781	0,075
PREMBLOC	31,31 %	29,72 %	21,55 %	19,70 %	1,899	0,058
SECONBLOC	6,36 %	5,83 %	4,08 %	0,00 %	1,579	0,114
DEUXBLOC	37,67 %	40,62 %	25,63 %	23,30 %	2,269	0,023
EXCRENTA	8,09 %	-9,23 %	12,34 %	1,69 %	-0,787	0,431
RENTAFI	11,03 %	13,94 %	10,25 %	10,13 %	1,265	0,206
RENTAECO	8,41 %	8,69 %	7,36 %	5,91 %	0,947	0,344
DETTE	67,25 %	58,02 %	80,86 %	71,30 %	-0,834	0,404
CROIDIV	60,61 %	100,00 %	82,61 %	100,00 %	-1,911	0,056
VARCA	69,87 %	39,61 %	59,68 %	49,93 %	-0,825	0,410
M-to-B	5,59	2,96	5,57	4,00	-1,396	0,163
CAC40	18,18 %	0,00 %	69,56 %	100,00 %	-4,544	0,000
COTAUS	10,61 %	0,00 %	30,43 %	0,00 %	-2,237	0,025

Note : L'échantillon comprend 89 entreprises françaises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. PUBLIC correspond au pourcentage d'actions détenues par le public en 2000. VOTE correspond au pourcentage de droits de vote détenus par le public. PREMBLOC est le pourcentage d'actions détenues par le principal actionnaire identifié. SECONBLOC est le pourcentage d'actions détenues par le second plus important actionnaire identifié. DEUXBLOCS est la fraction totale d'actions détenues par les deux principaux actionnaires de contrôle identifiés. EXCRENTA est la rentabilité boursière de l'entreprise excédentaire par rapport au marché, égale à la somme des écarts des rentabilités journalières d'une action avec les rentabilités journalières de l'indice SBF120, entre le 1^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000. RENTAFI est la rentabilité financière comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les capitaux propres comptables. RENTAECO est la rentabilité économique comptable, égale au rapport entre le résultat d'exploitation et le total de l'actif. DETTE est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les capitaux propres comptables. CROIDIV est une variable binaire, égale à 1 si l'entreprise a augmenté son dividende par action entre 1999 et 2000, et égale 0 sinon. M-to-B est le ratio « Market-to-Book », égal à la valeur de marché des actions (capitalisation boursière) divisée par la valeur comptable des capitaux propres en 2000. VARCA est la variation du chiffre d'affaires entre 1998 et 2000. CAC40 est une variable binaire égale à 1 si l'entreprise appartient à l'indice CAC40 et égale à 0 sinon. COTAUS est une variable binaire égale à 1 si l'entreprise est également cotée aux États-Unis (au NYSE ou au NASDAQ), et égale à 0 sinon. Les deux premières colonnes de résultats concernent les entreprises ayant une communication de « faible » qualité et les deux colonnes suivantes concernent celles ayant une communication de qualité « élevée ». Z indique la statistique de Mann-Whitney et p est la probabilité associée à la statistique Z.

La partie A est consacrée aux différences entre les entreprises selon que les relations avec les investisseurs sont de qualité « élevée » (22 entreprises) ou de « faible » qualité (67 entreprises). La partie B présente les résultats selon que les rapports annuels sont de qualité « élevée » (23 entreprises) ou de « faible » qualité (66 entreprises). Nous constatons que les résultats sont identiques pour les deux variables de communication financière. Les trois principaux commentaires relatifs à ces résultats sont les suivants.

Premièrement, il apparaît que les entreprises ayant bien communiqué (qualité « élevée ») possèdent un actionnariat significativement plus dilué que celui des autres entreprises. Les tests effectués montrent que le public détient une fraction plus élevée d'actions et de droits de vote lorsque la qualité de la communication financière est « élevée ». Par ailleurs, les détenteurs de blocs de contrôle détiennent une fraction d'actions significativement plus faible dans ce cas.

Deuxièmement, nous constatons que les aspects institutionnels semblent importants. Le fait d'appartenir à l'indice CAC40 ou de faire l'objet d'une double cotation, en France et aux États-Unis, a un impact positif et significatif sur la qualité de la communication financière des entreprises. Ce résultat est conforme à nos attentes.

Troisièmement, les deux autres déterminants identifiés ne semblent pas influencer la qualité de la communication financière des entreprises. Ni la performance des entreprises, ni leur croissance, ni leur politique financière (même s'il faut remarquer que l'accroissement du dividende est statistiquement plus fréquent lorsque la qualité de la communication financière est « élevée ») n'influencent significativement la qualité de la communication financière.

3.2. Les résultats des régressions logistiques

La matrice des corrélations (non reproduite pour des raisons de place), met en évidence de nombreuses corrélations significatives entre les variables explicatives¹³. En particulier, la performance boursière

¹³ Nous avons également introduit dans notre analyse, dans un premier temps, deux variables de taille (chiffre d'affaires et total de l'actif), parce que la taille influence la qualité de la communication financière aux États-Unis (Lang et Lundholm, 1993). Ces variables ont été retirées, dans un second temps, pour les deux raisons suivantes. D'une part, le statut « théorique » de la variable taille est problématique (que mesure-t-on réellement ?). D'autre part, d'importants problèmes de multicolinéarité apparaissent lorsque l'on introduit la taille (comparativement aux petites entreprises, les grandes entreprises

(EXCRENTA) décroît avec l'endettement des entreprises, mais augmente avec la croissance des entreprises (VARCA et M-to-B). Par ailleurs, les variables d'actionnariat sont fortement corrélées entre elles.

Ces nombreuses corrélations, ainsi que des problèmes de distribution de certaines variables, nous ont conduit à ne pas retenir simultanément toutes les variables dans notre modèle de régression logistique. Les modèles testés, qui ne souffrent pas de problèmes de multicollinéarité, sont présentés dans le tableau 3. Nous discutons respectivement des résultats relatifs à la qualité des relations avec les investisseurs et à la qualité des rapports annuels.

– *La qualité des relations avec les investisseurs*

Toutes les régressions logistiques relatives aux relations avec les investisseurs figurent dans les quatre premières colonnes du tableau 3. Elles appellent les commentaires suivants. Le modèle I met en évidence que la qualité des relations avec les investisseurs n'est pas supérieure lorsque le public détient une fraction plus élevée d'actions. Il en va de même dans le modèle III, dans lequel nous remplaçons la variable PUBLIC par la variable VOTE. Si ces deux modèles sont statistiquement significatifs et permettent de classer correctement plus de 77 % des entreprises, c'est essentiellement parce que les variables institutionnelles sont significatives. Le fait d'appartenir à l'indice CAC40, au même titre que le fait d'être coté aux États-Unis, a une incidence sur la qualité de la communication financière. Ces entreprises entretiennent de meilleures relations avec leurs investisseurs, ce qui reflète l'idée d'une plus forte pression pesant sur les dirigeants, en raison d'un suivi plus intense par les investisseurs institutionnels.

Par ailleurs, le modèle II¹⁴ semble plus pertinent que le modèle I, puisqu'il fait apparaître un taux de classement correct des entreprises supérieur à 82 %. Les signes des variables PUBLIC (-) et PUBLIC² (+) sont conformes à nos attentes et permettent de confirmer notre hypo-

disposent d'un actionnariat plus dilué, ont une moindre croissance, sont plus endettées, appartiennent plus fréquemment à l'indice CAC40 et sont plus fréquemment cotées aux États-Unis).

¹⁴ Pour vérifier l'existence d'une relation curvilinéaire, nous introduisons dans le modèle une variable au carré (par exemple, PUBLIC²). Cette approche a notamment été proposée par McConnell et Servaes (1990), pour confirmer la relation curvilinéaire entre la structure de propriété et la valeur des entreprises aux États-Unis. Une telle relation est validée lorsque les signes des coefficients estimés – de la variable et de la même variable au carré – sont opposés et statistiquement significatifs.

thèse d'une relation curvilinéaire entre la fraction d'actions détenues par le public et la qualité de la communication financière. En somme, celle-ci est de meilleure qualité aussi bien lorsque le public détient une proportion élevée des actions (actionnariat dilué) que lorsqu'il en détient une faible proportion (actionnariat concentré). Entre ces deux situations, nous pouvons considérer que la qualité de la communication financière des entreprises correspond à la qualité minimale exigée par le législateur et par les investisseurs.

Tableau 3 – Modèles explicatifs de la qualité de la communication financière

Modèle	Relations avec les investisseurs				Rapports annuels			
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Constante	-3,649	0,998	-3,570	-1,328	-3,059	-1,117	-2,695	-1,334
	6,755 ***	0,180	7,951 ***	0,548	5,844 **	0,227	5,836 **	0,566
PUBLIC	1,304	-18,447			0,972	-6,737		
	0,611	3,600 *			0,365	0,625		
PUBLIC ²		17,059				6,521		
		4,089 **				0,825		
VOTE			1,304	-9,419			0,386	-5,860
			0,790	1,655			0,075	0,704
VOTE ²				9,797				5,654
				2,141				0,816
RENTAECO	3,338	3,521	3,249	3,625	-1,541	-1,840	-1,706	-2,019
	0,625	0,582	0,616	0,659	0,157	0,207	0,192	0,244
DETTE	-0,217	0,005	-0,211	-0,003	0,004	0,081	-0,016	0,091
	0,115	0,000	0,109	0,000	0,000	0,021	0,001	0,025
CROIDIV	1,256	1,366	1,246	1,236	0,560	0,587	0,579	0,561
	2,508	2,845 *	2,481	2,443	0,585	0,641	0,623	0,588
M-to-B	-0,040	-0,019	-0,036	-0,028	0,027	0,032	0,024	0,030
	0,362	0,079	0,302	0,182	0,426	0,608	0,333	0,524
CAC40	1,315	1,227	1,297	1,198	1,959	1,932	2,020	1,987
	4,181 **	3,177 *	4,077 **	3,294 *	9,470 ***	8,899 ***	9,917 ***	9,293 ***
COTAUS	1,855	2,119	1,794	1,929	0,900	0,942	0,891	0,931
	6,007 **	6,184 **	5,533 **	5,759 **	1,593	1,633	1,548	1,593
% class. correct	77,53 %	82,02 %	77,53 %	79,78 %	79,78 %	78,65 %	78,65 %	82,02 %
Chi ²	22,87 ***	28,39 ***	23,05 ***	25,42 ***	22,81 ***	23,65 ***	22,52 ***	23,36 ***

Note : L'échantillon comprend 89 entreprises. Les variables sont définies dans le tableau 2. Pour chaque variable retenue, la première ligne indique la valeur du coefficient estimé, la seconde ligne fournit le Chi² de Wald, et la troisième ligne fournit la probabilité associée à la statistique (*, **, *** indiquent que les tests sont respectivement significatifs au seuil de 10 %, 5 % et 1 %). Les trois dernières lignes fournissent des indications de la « qualité » des modèles testés (le pourcentage d'entreprises classées correctement, la statistique du Chi² et la probabilité associée à cette statistique).

Lorsqu'on remplace la proportion des actions détenues par le public par celle des droits de vote (modèle IV vs. modèle II), nos résultats sont sensiblement modifiés : la relation curvilinéaire n'est plus signifi-

cative. Ce résultat peut s'expliquer de la façon suivante. Les dirigeants cherchent à satisfaire l'ensemble des détenteurs d'actions, parce que ces derniers peuvent influencer la valeur de l'entreprise en cédant leurs actions s'ils sont insatisfaits. Ils ne se focalisent pas uniquement sur les détenteurs de droits de vote, même si ces derniers ont la possibilité de sanctionner les dirigeants lors de l'assemblée générale des actionnaires.

Enfin, il faut remarquer que les variables institutionnelles (CAC40 et COTAUS) sont également significatives dans les modèles II et IV. Il s'agit d'ailleurs des seules variables qui sont systématiquement significatives dans les quatre modèles testés. On remarque notamment que la variable COTAUS exerce une influence très significative sur la qualité des relations avec les investisseurs, ce qui traduit peut-être le fait que les exigences des investisseurs sont supérieures aux États-Unis.

– *La qualité des rapports annuels*

Les résultats de l'étude de la qualité des rapports annuels figurent dans les quatre dernières colonnes du tableau 4. Il est intéressant de remarquer que les taux de classement correct des entreprises sont proches de ceux obtenus dans les quatre premiers modèles testés. Cela étant, les déterminants de la qualité des rapports annuels semblent fort différents de ceux constatés pour la qualité des relations avec les investisseurs.

Dans les modèles V à VIII, une seule variable est systématiquement significative : il s'agit de l'appartenance des entreprises à l'indice CAC40. Conformément à nos anticipations, ces dernières publient des rapports annuels de meilleure qualité que ceux des entreprises n'appartenant pas à l'indice CAC40, parce que la pression qui s'exerce sur les dirigeants de ces entreprises est plus forte. Les dirigeants tiennent donc compte des attentes différenciées des professionnels du marché financier (analystes financiers et investisseurs institutionnels)¹⁵. Comparativement aux résultats obtenus pour la qualité des relations avec les investisseurs, deux principaux résultats diffèrent lorsque l'on étudie la qualité des rapports annuels.

Premièrement, notre seconde variable institutionnelle COTAUS n'est plus significative, ce qui est surprenant dans la mesure où la double cotation impose une double présentation des comptes (avec les

¹⁵ Il faut noter que l'entreprise Alcatel, appartenant à l'indice CAC40 et qui avait été fortement sanctionnée par les investisseurs en 1999, en raison de problèmes de communication, est l'une des entreprises ayant le mieux communiqué en 2000.

normes françaises et avec les normes américaines – *US GAAP*). Ce résultat pourrait notamment s'expliquer par le fait que les investisseurs anglo-saxons attachent moins d'importance aux informations comptables qu'aux informations stratégiques ou prévisionnelles. Dans ce cas, les dirigeants peuvent juger préférable de rencontrer plus régulièrement les analystes ou les investisseurs, pour répondre précisément à leurs questions (d'où une qualité plus élevée des relations avec les investisseurs).

Deuxièmement, notre hypothèse d'une relation curvilinéaire n'est plus validée. En fait, la structure de propriété n'exerce aucune influence significative sur la qualité des rapports annuels des entreprises. Seules les entreprises faisant l'objet d'un suivi plus attentif de la part des investisseurs – celles qui appartiennent à l'indice CAC40 – sont incitées à faire des efforts particuliers en matière de publication des rapports annuels. La différence peut s'expliquer par des raisons institutionnelles. Le contenu des rapports est, au moins partiellement, réglementé alors que les relations avec les investisseurs sont essentiellement discrétionnaires. Autrement dit, les dirigeants souhaitant bien communiquer ont la possibilité de se différencier en entretenant de meilleures relations avec les investisseurs (leur latitude est supérieure).

– *Analyse de la sensibilité des résultats*

Pour conclure ce travail, nous analysons la sensibilité des résultats à la nature de l'échantillon retenu. Plus précisément, nous effectuons désormais des régressions logistiques sur un échantillon restreint de 72 entreprises, comprenant 14 entreprises citées simultanément pour la qualité des relations avec les investisseurs et pour la qualité de leur rapport annuel, ainsi que 58 entreprises non citées pour les deux prix considérés dans cette étude. Autrement dit, nous ne tenons pas compte de 17 entreprises, qui ont été citées seulement pour l'un ou pour l'autre des deux prix. Nos résultats sont présentés dans le tableau 4 ¹⁶.

Nos conclusions ne sont pas modifiées. D'une part, le modèle IX indique que les 14 entreprises qui ont « très bien » communiqué sont celles qui sont cotées aux États-Unis et/ou qui font partie de l'indice CAC40. D'autre part, la relation curvilinéaire est confirmée dans le

¹⁶ Nous ne présentons que les régressions avec la fraction d'actions possédées par le public et non celles portant sur les droits de vote, dans la mesure où les résultats sont similaires à ceux obtenus précédemment.

modèle X, puisque les variables PUBLIC et PUBLIC² sont statistiquement significatives et sont de signe opposé.

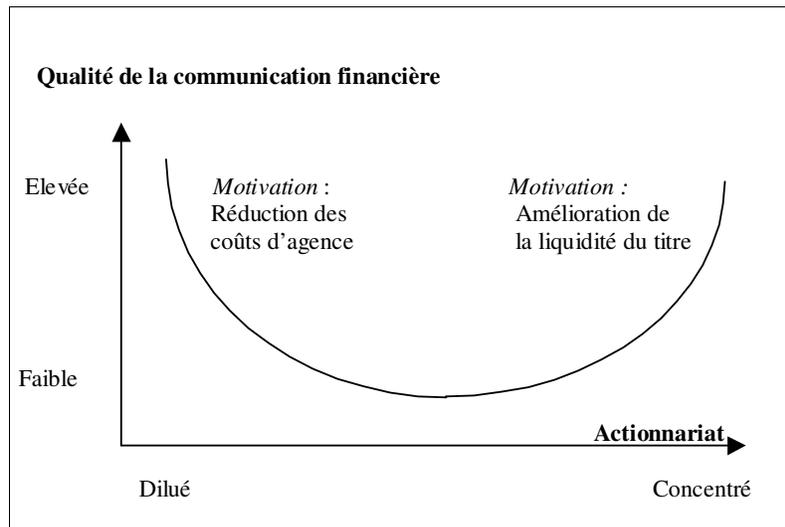
Tableau 4 – Modèles explicatifs de la qualité de la communication financière

Modèle	IX	X
Constante	-3,572	1,022
	3,368 *	0,129
PUBLIC	-0,997	-21,697
	0,164	3,587 *
PUBLIC ²		18,562
		3,310 *
RENTAECO	3,683	4,797
	0,369	0,585
DETTE	-0,418	-0,100
	0,204	0,010
CROIDIV	1,547	1,428
	1,745	1,485
M-to-B	-0,033	-0,005
	0,121	0,003
CAC40	2,670	2,823
	8,056 ***	7,231 ***
COTAUS	2,103	2,040
	3,626 *	2,763 *
% class. correct	84,72 %	87,50 %
Chi ²	26,13 ***	29,44 ***

Note : L'échantillon comprend 72 entreprises. Les variables sont définies dans le tableau 2. Pour chaque variable retenue, la première ligne indique la valeur du coefficient estimé, la seconde ligne fournit le Chi² de Wald et la troisième ligne fournit la probabilité associée à la statistique (*, **, *** indiquent que les tests sont respectivement significatifs au seuil de 10 %, 5 % et 1 %). Les trois dernières lignes fournissent des indications de la « qualité » des modèles testés (le pourcentage d'entreprises classées correctement, la statistique du Chi² et la probabilité associée à cette statistique).

La représentation graphique de cette relation curvilinéaire est fournie dans la figure 1. La seule différence a trait au pourcentage d'entreprises bien classées, qui est désormais supérieur : environ 85 % des entreprises sont bien classées par ces deux modèles, sachant que le taux de classement reste légèrement plus élevé pour le second modèle, qui vérifie l'existence d'une relation curvilinéaire (respectivement 61 et 63 entreprises sur 72 sont bien classées par les modèles IX et X).

Figure 1 – Représentation graphique de la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière



Conclusion

L'objet de ce travail était de vérifier si la qualité de la communication financière des entreprises françaises est fonction de leur structure de propriété. Son intérêt réside dans l'existence de différences institutionnelles majeures, en matière de concentration de l'actionnariat, soulignées notamment par Shleifer et Vishny (1997). En particulier, dans les entreprises américaines, l'actionnariat est plus fortement dilué qu'en France. Ces différences institutionnelles nous conduisent à postuler que la relation entre la fraction des actions détenues par le public et la qualité de la communication financière, supposée linéaire dans les travaux similaires, est plutôt curvilinéaire.

Nos tests font apparaître deux résultats intéressants. Premièrement, la qualité des relations avec les investisseurs n'est pas linéaire mais curvilinéaire. La qualité de ces relations est meilleure à la fois lorsque le public détient une faible proportion des actions (actionnariat concentré) et lorsque la participation du public est élevée (actionnariat dilué).

Nos résultats confirment donc l'idée que les dirigeants décident d'entretenir de bonnes relations avec les investisseurs afin de maximiser leur utilité. Quand le public détient une part élevée des actions, les dirigeants communiquent bien pour s'adjuger le soutien du public et ainsi éviter le risque de remplacement associé à la menace de prise de contrôle. Par ailleurs, lorsque le public détient une faible proportion des actions, les dirigeants communiquent bien afin d'accroître les volumes de transactions et, par conséquent, la liquidité et la valeur de l'entreprise.

Il est intéressant de noter que la proportion de droits de vote semble moins importante que celle des actions pour expliquer cette relation curvilinéaire. La raison tient probablement au fait que les dirigeants souhaitent s'attirer les faveurs de l'ensemble des actionnaires, ce qui favorise la liquidité du titre et la valeur des entreprises.

Deuxièmement, le rapport annuel, qui comprend essentiellement des informations formelles et historiques, permet essentiellement aux dirigeants de se dédouaner lorsque les entreprises font l'objet d'un suivi plus important de la part des investisseurs – c'est-à-dire lorsque les entreprises appartiennent à l'indice CAC40.

En fin de compte, les résultats obtenus en France divergent partiellement de ceux obtenus par Gelb (2000) aux États-Unis. Cet auteur a trouvé que les rapports annuels sont influencés par la dilution de l'actionnariat, en raison de leur caractère plus formel et moins flexible, mais pas les relations avec les investisseurs. Cette divergence confirme la pertinence de ce type d'étude dans un contexte institutionnel spécifique (Charreaux, 2004).

Bibliographie

- Albouy M. et Schatt A. (2004), « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 33-65.
- Amihud Y. et Mendelson H. (2000), « The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 4, p. 8-25.
- Berle A. et Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New-York.

- Bhushan R. (1989), « Firm Characteristics and Analyst Following », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, n° 2-3, p. 255-274.
- Bolton P. et von Thadden E.L. (1998a), « Liquidity and Control : A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 154, n° 1, p. 177-211.
- Bolton P. et von Thadden E.L. (1998b), « Blocks, Liquidity, and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, p. 1-25.
- Botosan C. (1997), « Disclosure Level and the Cost of Equity Capital », *Accounting Review*, vol. 72, n° 3, p. 323-349.
- Botosan C. (2000), « Evidence that Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 4, p. 60-69
- Bouton D. (2002), *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Mouvement des Entreprises de France, septembre.
- Brennan M. J. et Tamarowski C. (2000), « Investors Relations, Liquidity, and Stock Prices », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, n° 4, p. 26-37.
- Breton G. et Schatt A. (2000), « Rôle et caractérisation de l'analyse financière », *Revue d'Économie Financière*, vol. 59, n° 4, p. 147-162.
- Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, p. 67-89.
- Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahiers du FARGO/LEG*, Université de Bourgogne, janvier.
- Charreaux G. (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux (Éd.), *Le gouvernement des entreprises*, Économica.
- Diamond D. et Verrecchia R. (1991), « Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, p. 1325-1355.
- DeAngelo L. (1988), « Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance : The Use of Accounting Performance in Proxy Contests », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, n° 1, p. 3-36.
- Faccio M. et Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.

- Francis J., Hanna D. et Philbrick D. (1997), « Management Communications with Securities Analysts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n° 3, p. 363-394.
- Gelb D. (2000), « Managerial Ownership and Accounting Disclosures : an Empirical Study », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 15, n° 2, p. 169-185.
- Holmström B. et Tirole J. (1993), « Market Liquidity and Performance Monitoring », *Journal of Political Economy*, vol. 101, n° 4, p. 678-709.
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- Labelle R. (2002), « The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective », SSRN Working Paper Series.
- 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), « Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior », *Accounting Research*, vol. 71, n° 4, p. 467-492.
- Leuz C. et Verrechia R. (2000), « The Economic Consequences of Increased Disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, supplement, p. 91-124.
- Martin K. et McConnell J. (1991), « Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover », *Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, p. 671-687.
- McConnell J. et Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, p. 595-612.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers » in A.J. Auerbach (Ed.), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, University of Chicago.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1, p. 293-315.

- Palepu K. (1986), « Predicting Takeover Targets : A Methodological and Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n° 1, p. 3-35.
- Sengupta P. (1998), « Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt », *Accounting Review*, vol. 73, n° 4, p. 459-474.
- Shivdasani A. (1993), « Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1-3, p. 167-198.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 737-783.
- Viénot M. (1995), *Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées*, Rapport du groupe de travail de l'Association Française des Entreprises Privées et du Conseil National du Patronat Français, juillet.
- Viénot M. (1999), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise*, Association Française des Entreprises Privées et Mouvement des Entreprises de France, juillet.
- Welker M. (1995), « Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets », *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, p. 801-827.