



LE PROFIL DES SOCIETES QUI DIFFUSENT VOLONTAIREMENT DE L'INFORMATION

Florence DEPOERS

**Chercheur au CREFIGE -Université Paris Dauphine. PRAG à l'université de Lille 3 , BP
149, 59653 Villeneuve d'acsq. Courrier électronique: depoers@univ-lille3.fr**

RESUME: L'objectif de cet article est de relier certaines caractéristiques des sociétés cotées à leur pratique d'information volontaire. Les variables indépendantes étudiées font référence à la théorie politico-contractuelle. Les coûts de la publication sont également intégrés dans le modèle et apparaissent comme une contrainte majeure du processus de communication.

ABSTRACT: The aim of this paper is to relate the extent of voluntary disclosure in the annual reports of french listed companies to some economic determinants. Independent variables are derived from agency and political costs theories. The costs of disclosure are also studied as a main constraint of the communication process.

Introduction

Pour assurer la qualité et la comparabilité des données, le droit comptable définit la nature et la quantité des informations comptables et financières à publier par les sociétés. L'ensemble des obligations de publication, auxquelles les sociétés doivent se soumettre sous peine de sanction, est regroupé sous le terme d'information financière. Il s'agit par exemple, pour les sociétés cotées, de déposer les comptes annuels et le rapport de gestion au greffe du tribunal, de publier trimestriellement le chiffre d'affaires réalisé.

Dans la pratique, pour compléter voire modifier le “ portrait comptable ” de leur société, les dirigeants diffusent volontairement des informations (Depoers, 1998). La politique d'information des sociétés cotées apparaît ainsi formée de deux composantes :

- l'une incompressible et figée par le droit répond aux obligations légales de publication.
- l'autre composante correspond à l'information volontaire. Elle est tout ce que le droit ne prévoit pas, un espace de liberté, une marge de manœuvre que le dirigeant peut exploiter ou non pour modifier l'image de son entreprise.

L'objet de ce papier est d'analyser l'impact de certaines caractéristiques des sociétés cotées sur leur politique d'information volontaire. Le modèle d'hypothèses est présenté dans la première partie. La spécification de l'échantillon et des variables de l'étude font l'objet de la deuxième partie. Les analyses empiriques et les résultats obtenus sont ensuite développés.

1. LES DETERMINANTS A PRIORI DE L'OFFRE VOLONTAIRE D'INFORMATION

Pour expliquer l'offre volontaire d'information, une première analyse puise dans le référentiel politico-contractuel. La théorie de l'agence considère la politique d'information comme un mécanisme de dédouanement que le dirigeant a intérêt à utiliser pour rester en place et pour augmenter sa rémunération. Sous l'angle politique, l'offre volontaire d'information constitue un moyen de gérer les rapports de l'entreprise avec son environnement.

La deuxième analyse est une alternative à la précédente. La diffusion d'informations volontaires ne se justifie en effet, du point de vue économique, que si l'avantage procuré dépasse l'inconvénient occasionné. L'inconvénient est mesuré, ici, en termes de coûts. Les coûts directs ou matériels de la communication représentent une première contrainte susceptible de limiter l'offre volontaire. Mais l'information doit aussi être envisagée comme une source de risque potentiel pour l'entreprise. Certaines informations publiées peuvent par exemple, être utilisées par la concurrence et porter un préjudice, c'est à dire un coût indirect, à l'entreprise.

Le modèle d'hypothèses élaboré s'inspire de ces deux cadres d'analyse. Il considère la politique d'information comme le résultat d'un jeu de forces contradictoires: (1) des forces qui incitent à publier volontairement de l'information et qui répondent à la volonté de diminuer les coûts politico-contractuels de l'entreprise et (2) des forces qui limitent l'offre volontaire : les coûts directs et indirects de la communication.

1.1. LES DETERMINANTS AVANCES PAR LA THEORIE POLITICO-CONTRACTUELLE

1.1.1. La taille de la firme

De nombreux arguments militent en faveur de l'influence de la taille sur la politique d'information des sociétés. Jensen et Meckling (1976) ont montré analytiquement que les coûts d'agence augmentent en fonction de la taille des firmes. Les grandes firmes sont également censées pouvoir supporter plus facilement les coûts de production des données que les petites (Firth, 1979). De plus, la taille est souvent représentative de la position concurrentielle d'une firme sur son secteur et les firmes les plus petites sont davantage susceptibles de perdre un avantage concurrentiel lors de la diffusion de certaines informations que les grandes (Ball et Foster, 1982). Les grandes firmes font l'objet d'un suivi plus attentif de la part des analystes financiers. La demande d'information serait donc plus forte pour les grandes sociétés que pour les petites (Lang et Lundholm, 1997). On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante:

H1: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés les plus grandes n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

Le facteur taille présente l'inconvénient d'appréhender en même temps plusieurs caractéristiques de la société (notamment les coûts d'agence, les coûts politiques et certaines caractéristiques économiques et financières). Mais la théorie contractuelle offre également une explication intéressante basée sur la complexité de l'entreprise. En effet, l'hypothèse de dédouanement implique la transparence des affaires de la firme. Mais plus les opérations effectuées par la firme sont nombreuses, diversifiées géographiquement et sectoriellement, plus la masse

d'informations à gérer par la firme est grande. On peut donc s'attendre à ce que le dédouanement du dirigeant ou la mise en valeur de son action nécessite une politique d'information très active. Les facteurs taille et complexité sont effectivement très liés mais nous proposons de tester également dans ce sens l'hypothèse nulle complémentaire suivante:

H2: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés à caractère international n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

1.1.2. L'endettement

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling 1976, Smith et Warner 1979), les coûts d'agence augmentent en fonction de la part de financement extérieur de la firme. Quand l'endettement est important, les créanciers demanderaient plus d'information afin d'estimer la probabilité de la firme de tenir ses engagements et évaluer les risques de transferts de richesse vers les actionnaires. Si les banquiers ou certains créanciers peuvent négocier directement avec l'entreprise la transmission de certaines données, d'autres comme par exemple les obligataires, dépendent d'une information publiquement disponible. Quel que soit le type de dette, on s'attend à ce que la demande d'information représente une fonction croissante de la part d'endettement de l'entreprise. Les dirigeants diffuseraient donc davantage d'information quand l'endettement est élevé afin de minimiser les coûts d'agence.

On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante:

H3: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés les plus endettées n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

1.1.3. Le contrôle de la firme

La séparation propriété/contrôle génère à l'intérieur de l'entreprise des conflits d'intérêt entre dirigeants et actionnaires. Selon Fama et Jensen (1983), la structure de l'actionnariat détermine l'importance de ces conflits. La demande d'information des actionnaires devrait en conséquence être d'autant plus forte que le capital est disséminé. En effet, si le capital est concentré, les risques de transfert de richesse sont limités du fait du caractère managérial moins marqué de l'entreprise et de manière générale du nombre plus réduit d'actionnaires. Lorsque le capital est très diffus, les dirigeants sont incités à rendre transparente leur action en diffusant plus d'information de manière à diminuer les conflits d'intérêt. Trois raisons motivent le comportement des dirigeants: l'augmentation de leur richesse (ils sont actionnaires, possèdent des stocks options ou une partie de leur rémunération est basée sur les cours de l'action), la préservation de leur capital humain au sein de l'entreprise (le but est d'éviter une rupture de contrat ou les prises de contrôle) et sur le marché du travail.

On s'attend donc à ce que la politique d'information d'une entreprise soit d'autant plus active que son actionnariat est dispersé.

Par conséquent, l'hypothèse nulle suivante sera testée:

H4: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés dont l'actionnariat est dispersé n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

1.1.4. La proportion d'actifs en place

Selon Myers (1977) la valeur d'une firme a deux composantes: la valeur de capitalisation des revenus des actifs en place et la valeur actuelle des revenus attendus de la réalisation d'activités nouvelles (ses opportunités de croissance). Or, les coûts d'agence sont plus faibles lorsque la

part des actifs en place de la firme par rapport à ses opportunités de croissance est élevée. En effet, les risques de transfert de richesse entre actionnaires et créanciers sont plus difficiles concernant les actifs en place. L'incertitude pèse davantage sur les choix futurs d'investissement qui seront réalisés par le dirigeant. Afin de diminuer les divergences d'intérêt liées aux transferts de richesse possibles et les coûts d'agence qui en résultent, les dirigeants sont incités à diffuser plus d'information quand les opportunités de croissance sont élevées par rapport aux actifs en place.

Cet argument implique que l'importance de la communication financière est inversement liée à la proportion d'actifs en place de la firme.

On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante :

H5: Toutes choses égales par ailleurs, les entreprises dont le montant des actifs en place par rapport aux opportunités d'investissement est élevé offrent volontairement plus d'information que les autres.

1.1.5. La qualité du cabinet d'audit.

Une double relation explique dans le cadre de la théorie de l'agence que les sociétés auditées par les meilleurs cabinets d'audit diffusent volontairement plus d'information que les autres. L'audit est en effet analysé par Jensen et Meckling (1976), Watts (1977), Watts et Zimmerman (1983), comme une activité de contrôle. Par conséquent, les sociétés dont les coûts d'agence sont élevés font appel aux cabinets de qualité supérieure afin de diminuer ces coûts. De plus, ces cabinets incitent leurs clients à diffuser plus d'information afin de maintenir leur réputation.

La théorie de la signalisation offre une explication complémentaire. Bar-Yossef et Livnat (1984) montrent que la qualité du cabinet d'audit constitue un signal de la performance de

l'entreprise. Plus les attentes en termes de cash flows sont favorables, plus le dirigeant est incité à contracter avec un cabinet "à signature reconnue". Les auteurs suggèrent ainsi que le dirigeant augmente le volume d'informations de manière à transmettre celles qui sont nécessaires à l'estimation des cash flows futurs.

On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante:

H6: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés auditées par des cabinets de qualité supérieure n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

1.1.6. La visibilité politique.

La théorie politico-contractuelle avance que les pouvoirs publics et des groupes d'intérêt organisés se fondent sur l'information publiée par la société pour opérer des transferts de richesse en leur faveur (Watts 1977, Watts et Zimmerman 1978, 1986). L'entreprise a intérêt par conséquent à adapter sa politique d'information afin de diminuer ces coûts politiques. Les firmes les plus visibles politiquement utiliseraient donc l'information volontaire à des fins stratégiques pour diminuer leur exposition politique (Craswell et Taylor 1992, Waterhouse Gibbins et Richardson 1993).

On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante :

H7: Toutes choses égales par ailleurs, les sociétés dont l'exposition politique est importante n'offrent volontairement pas plus d'information que les autres.

La transposition de cette hypothèse au contexte français s'appuie sur l'actualité économique et sociale qui révèle deux coûts politiques.

Le premier est lié aux pratiques anticoncurrentielles qui font l'objet d'une réglementation très dense au niveau européen. Le risque d'intervention de la commission européenne augmente avec la probabilité qu'a la société d'appartenir à un secteur où de telles pratiques ont lieu. Dans ces conditions, le dirigeant est enclin à adapter sa communication (en diffusant des informations sectorielles, des données supplémentaires sur ses produits et ses marchés par exemple) afin de diminuer sa visibilité.

Le deuxième coût politique est lié au risque de revendications salariales. Les obligations de publication vis-à-vis des représentants des salariés dans l'entreprise sont denses. Ce droit d'information devrait donc permettre aux salariés de pouvoir juger l'action des dirigeants à leur encontre, et détecter des sources de conflits potentielles. La situation de l'entreprise détermine ces risques et le dirigeant serait incité à diffuser davantage d'information de manière à orienter le jugement des salariés sur cette situation.

1.2. La prise en compte des coûts de l'offre volontaire d'information

L'offre volontaire d'information entraîne une série de coûts directs (production, diffusion et audit) et indirects pour l'entreprise. Mais le dirigeant ne publiera des données supplémentaires que si l'avantage procuré dépasse le coût occasionné. La théorie politico-contractuelle postule en effet que les coûts de l'information et les coûts de transaction ne sont pas nuls.

1.2.1. Les coûts directs de la publication

Les coûts directs représentent un facteur non négligeable dans la décision de diffuser ou non des informations facultatives (Gray Radebaugh et Roberts, 1990). On peut s'attendre à une

relation inverse entre le comportement de publication volontaire et le coût de diffusion des informations.

On se propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante :

H8: Toutes choses égales par ailleurs, les coûts matériels de la communication augmentent l'offre volontaire d'information.

1.2.2. Les coûts indirects de la publication

Le rôle de la concurrence sur la politique d'information des sociétés a fait l'objet de nombreuses études (Verrechia 1983,1990, Dye 1985,1986; Jung et Kwon 1988; Darrough et Stoughton 1990, Wagenhofer 1990, Clinch Verrechia,1997). Ces travaux ont pour la plupart démontré que la concurrence est susceptible d'utiliser à son profit certaines informations divulguées par l'entreprise lui causant ainsi un préjudice (sous la forme par exemple d'une amputation de ses profits futurs). On s'attend donc à ce que l'externalité réelle¹ de l'information, et plus particulièrement celle liée à la concurrence, limite l'offre volontaire d'information.

On propose donc de tester l'hypothèse nulle suivante:

H9: Toutes choses égales par ailleurs, les coûts indirects de la communication augmentent l'offre volontaire d'information.

¹ L'information est source d'externalité quand elle informe les autres firmes du secteur. L'externalité est réelle lorsqu'elle modifie les cash flows des autres firmes. La communication par une firme d'un secret commercial par exemple, génère des externalités positives réelles pour les concurrents qui peuvent à la suite de la diffusion de l'information modifier leurs propres stratégies. Pour l'entreprise qui a publié, l'externalité est négative dans le sens où elle ampute ses profits futurs (Dye, 1990).

Le risque concurrentiel peut être analysé par la menace d'entrée d'un nouveau concurrent sur le secteur (Darrough et Stoughton 1990, Wagenhofer 1990). Lorsque les barrières à l'entrée sur un secteur sont faibles, l'entreprise n'a pas intérêt à renseigner la concurrence pour éviter l'entrée d'un nouveau concurrent. Au contraire s'il existe des barrières à l'entrée fortes dans le secteur, la société est plus encline à diffuser des informations.

2. DEMARCHE METHODOLOGIQUE ET RESULTATS DES TESTS

2.1. SPECIFICATION DE L'ECHANTILLON ET DES VARIABLES DE L'ETUDE

2.1.1. L'échantillon de l'étude

L'échantillon est composé de 70 sociétés cotées à la bourse de Paris (annexe 1). Ces entreprises ont été tirées au sort parmi la population de base constituée de l'ensemble des sociétés cotées en 1995.

2.1.2. Les scores de publication volontaire

La variable à expliquer de l'étude correspond à un score qui mesure l'étendue de la publication volontaire des sociétés de l'échantillon. Le support d'information retenu pour l'étude est le rapport annuel, supposé regrouper la grande majorité des informations diffusées par les sociétés au cours d'une année. Pour chaque société, un score a été calculé à partir d'une liste de 65 informations que les sociétés sont susceptibles de publier arbitrairement (annexe 2). La

démarche est dichotomique: une information de la liste prend la valeur 1 si elle figure dans le rapport annuel, sinon elle prend la valeur 0².

Tableau 1. Les scores de publication - statistiques descriptives

	moyenne	écart-type	médiane	étendue
Score de publication	26.71	12.40	24	7.69 - 57.8

2.1.3. Les caractéristiques des sociétés

Le tableau 2 présente les variables opérationnelles choisies pour mesurer les différentes caractéristiques des sociétés.

En ce qui concerne les freins de la communication, l'hypothèse des coûts directs est opérationnalisée par la rotation des titres de l'entreprise. Il est en effet raisonnable de penser que le coût de la communication financière varie en fonction de l'intérêt porté aux titres par la communauté financière. La relation attendue est ici négative. L'intérêt plus ou moins important du marché financier pour un titre ne devrait pas influencer l'offre volontaire. Les barrières à l'entrée sont quant à elles, mesurées par l'importance du capital minimum requis pour entreprendre (immobilisation brutes/total du bilan).

² Le détail de la méthodologie développée figure dans Depoers (1998).

Tableau 2. Récapitulatif des hypothèses et des variables de substitution

Hypothèses	Variables de substitution
taille et complexité de la société (+)*	- % CA à l'exportation - CA
dispersion de l'actionnariat (+)	- % du capital détenu par les 3 premiers actionnaires
endettement(+)	- dettes totales/total du bilan
proportion d'actifs en place(-)	- immobilisations corporelles/valeur de la société
taille du cabinet d'audit (+)	- variable muette (1 si le cabinet fait partie du réseau des 6 plus grands cabinets français, sinon 0)
risque de pratiques anti-concurrentielles (+)	- indice de concentration sectorielle (part de marché détenue par les 4 premières entreprises du secteur)
risque de revendications salariales (+)	- masse salariale/CA
coûts directs de la publication(-)	- volume annuel de transactions/nombre d'actions détenues par des actionnaires non connus
coûts indirects de la publication(+)	- immobilisations brutes/total bilan valeur brute

* sens attendu de la relation

2.2. RESULTATS DE L'ETUDE

Afin d'étudier l'influence des caractéristiques des sociétés cotées sur leur politique d'information, deux types de tests sont menés. Des analyses bivariées examinent les relations entre les indices de publication et chaque variable explicative. Une analyse multivariée prend en compte toutes les caractéristiques proposées.

2.2.1. Résultats des tests bivariés

Tableau 3. Statistiques descriptives et résultats des tests bivariés entre le score de publication des sociétés et les variables indépendantes

	Moyenne	Ecart-typre	Mediane	Correlation de Pearson
taille	9048	22407	1602	0.639***
taux d'exportation	38.75	26.40	38.10	0.419***
actionnariat	66.15	18.66	69.2	-0.400***
endettement	60.48	16.07	60.22	0.162
actifs en place	22.81	14.95	19.62	0.193
pression salariale	24.61	12.87	24.44	-0.26**
concentration sectorielle	39.66	23.66	40	0.308***
coûts directs	0.5727	0.5589	0.4621	0.42***
coûts indirects	50.74	17.02	48.85	0.389***
	Big 6 (n1 = 32)	Non Big 6 (n2 = 38)	T de Student	probabilité de rejet de H0
score de publication	22.92	28.86	-2.24	0.012**

* p<0.10; ** p< 0.05; *** p< 0.01

Tous les coefficients ont le signe prédit sauf la pression salariale et les coûts directs.

Les résultats montrent que conformément aux attentes, la publication volontaire est significativement reliée à la taille, au taux d'exportation et à la structure de l'actionnariat. Le test de student montre également que les sociétés auditées par un big 6 publient significativement plus d'informations volontaires que les autres. Les autres hypothèses de la théorie de l'agence, l'endettement et la proportion d'actifs en place, ne sont par contre pas validées.

On observe également des relations significatives pour les variables d'exposition politique. Les sociétés diffusent plus d'informations quand elles appartiennent à des secteurs où le risque de pratiques anti-concurrentielles est élevé, mais moins quand le ratio masse salariale /CA est élevé (ce qui est contraire aux prédictions).

En ce qui concerne les freins de la communication, l'hypothèse des coûts directs est validée dans le sens contraire à celui prédit. En effet, les résultats indiquent que plus la rotation des titres est importante, plus les sociétés publient. Ces dernières semblent donc répondre à l'intérêt qu'elles suscitent sur le marché financier sans que les coûts directs ne freinent la diffusion d'information. L'hypothèse des freins est par contre validée avec les coûts indirects. L'externalité de l'information limite la diffusion d'informations volontaires puisque les sociétés protégées par des barrières à l'entrée fortes sur leur secteur publient davantage.

Les tests bivariés présentent l'inconvénient de ne pas tenir compte des interactions entre les différentes variables. Ainsi, la validation statistique de certaines variables pourraient être due à leur interférence avec d'autres variables explicatives. L'introduction de toutes les variables explicatives dans une régression multiple permet d'éviter ces biais.

2.2.2. Résultats des régressions multiples

Pour identifier les variables les plus corrélées avec le score de publication, une régression multiple qui reprend toutes les variables précédemment testées a été conduite.

2.2.2.1. Résultats des régressions multiples sur l'ensemble de l'échantillon

La procédure pas à pas a été utilisée. Elle consiste à introduire toutes les variables dans le modèle puis à éliminer à chaque itération celle qui est la moins significative. Réalisée sous SAS, cette méthode permet par itérations successives d'aboutir à un modèle final qui retient les variables qui expliquent le mieux le comportement observé et qui sont les moins corrélées entre elles.

Le modèle initial estimé est le suivant:

Score de publication = $\alpha + \beta_1$ taille + β_2 exportation + β_3 actionnariat + β_4 dettes + β_5 actifs/valeur de la firme + β_6 masse salariale/ca + β_7 coût matériel + β_8 concentration sectorielle + β_9 immobilisations brutes/total du bilan + β_{10} big 6

Les différentes itérations conduisent à un modèle final globalement très significatif (seuil de 0.01%). D'autre part, l'analyse des résidus de ce modèle a été réalisée. Les différents tests effectués indiquent que les hypothèses de normalité, d'indépendance et d'homoscédasticité des résidus sont respectées, ce qui permet de justifier l'utilisation de la régression linéaire pour le problème étudié.

Le modèle final est le suivant:

Score de publication = -17,35 + 4,16 log CA + 0,08 export + 3,06 coût + 0,13 barrières à l'entrée

Au total, le modèle explique près de 66% du comportement de publication des sociétés. A titre indicatif, Hossein Perera et Rahman (1995) ont obtenu un R^2 de 68% en Nouvelle-Zélande, Cooke (1989) (1991) a obtenu 60% en Suède, et 64% au Japon. Ces R^2 ont tous été obtenu avec la variable cotation. Raffournier (1995) a obtenu un taux de 42% en Suisse, Meek Roberts (1995) 46% sur leur échantillon de multinationales, et Hossain Tan et Adams (1994) 28% en Malaisie.

Les résultats montrent que les variables qui expliquent le mieux la diffusion non réglementée d'informations sont dans l'ordre croissant de significativité:

- les barrières à l'entrée mesurées par le ratio immobilisations brutes/total du bilan (2.35%)

- le coût matériel (1,89%)
- la part de chiffre d'affaires réalisée à l'exportation (1.40%)
- la taille (0.01%).

Les variables actionnariat et concentration du secteur ne sont plus significatives dans le modèle.

De même, l'influence de la qualité du cabinet d'audit disparaît.

Le coût matériel de la diffusion est significatif dans le sens contraire à celui énoncé dans l'hypothèse de départ. En effet, on s'attendait a priori à ce que sous la contrainte des coûts, les entreprises qui enregistrent des transactions fortes sur leurs titres ne publient pas davantage d'informations que les autres. Les résultats montrent au contraire que les sociétés cotées répondent à l'intérêt que leur porte la communauté financière. La quantité d'informations publiée par les sociétés suit les mouvements enregistrés sur les titres.

En ce qui concerne les barrières à l'entrée, le montant des investissements à réaliser pour pénétrer un secteur est significatif dans le sens prédit ce qui confirme les résultats des tests bivariés.

Les résultats de la régression confirment les résultats des tests bivariés en ce qui concerne l'hypothèse de l'endettement, de la proportion d'actifs en place et de la pression salariale.

Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de 10% du taux à l'exportation se traduit par une augmentation de 0,88% de l'indice de publication. Si les barrières à l'entrée augmentent de 10%, le score augmente également de 1,34 % (moins d'une information). Les coefficients sont beaucoup plus élevés en ce qui concerne les deux autres déterminants. Ainsi une hausse de 1% du log du chiffre d'affaires se traduit par une augmentation de 4,16% de

l'indice (presque 3 informations). Une hausse de 1% de la rotation des titres, par une augmentation de 3,06% de l'indice (soit 2 informations).

En conclusion, l'analyse révèle que les entreprises qui ont beaucoup d'informations à diffuser (du fait de leur taille et de l'internationalisation de leur activité) et qui peuvent le faire sans trop de risques sont celles qui diffusent le plus d'informations. Par ailleurs, la rotation des titres est un déterminant significatif. A priori les variables d'agence (en dehors de la taille et de l'exportation) n'offrent pas d'explications valables. De même l'influence des coûts politiques disparaît dans l'analyse multivariée.

Les risques concurrentiels sont un facteur prédominant dans la décision de publier ou non des informations. C'est donc autant la publication que la non publication qui est expliquée par cette régression.

La mise en évidence du risque liée à l'externalité de l'information pourrait expliquer pourquoi en général les études empiriques antérieures ne valident pas le cadre théorique proposé par la théorie politico-contractuelle.

2.2.2.2. Résultats des régressions multiples sur un groupe d'entreprises de taille semblable

Compte tenu des résultats précédents et de la difficulté d'interpréter l'hypothèse de la taille, il semble intéressant d'effectuer une régression sur une portion de l'échantillon qui regroupe des entreprises de taille identique. Dans l'échantillon initial tiré au sort dans la population de base, le rapport de la taille était d'environ 1 à 1000 (ce rapport est identique à celui des 100 plus grandes entreprises françaises). La taille corrélée avec d'autres variables explicatives du modèle tels que l'actionnariat et la concentration sectorielle était susceptible dans les résultats

précédents de provoquer un effet de masque qui limite le pouvoir explicatif de ces variables. En travaillant sur un échantillon de 36 entreprises dont le chiffre d'affaires est de 620 à 6000 millions de francs (rapport de 1 à 9.67), la variable taille devient non significative dans le modèle. Son impact étant maîtrisé, la procédure pas à pas permet d'aboutir au modèle final suivant:

Score de publication* = -18,11 + 0,09 export - 0,16 pression salariale + 0,16 barrières à l'entrée

(* sur 36 sociétés de taille semblable)

Le modèle est hautement significatif (au seuil de 0.023%). Comme précédemment, une analyse des résidus permet de justifier l'utilisation de la régression linéaire pour estimer le modèle. Cette régression explique 41% du phénomène observé. Sur l'échantillon total, le R² était de l'ordre de 65%. Ces chiffres mettent en évidence un impact propre de la taille qui augmente la capacité du modèle à expliquer la politique d'information de plus de 24 points.

Les résultats de la régression permettent de valider les 3 variables suivantes classées par ordre de significativité croissante:

- la pression salariale (seuil de 4.8%).
- la part du chiffre d'affaires à l'exportation (seuil de 4.8%)
- les barrières à l'entrée (seuil de 3.9%)

Le taux d'exportation et les barrières à l'entrée étaient significatifs sur l'échantillon total. Leur rôle persiste quand les entreprises sont de taille semblable avec un seuil de significativité de 5%.

La pression salariale devient significative au seuil de 5% dans le sens inverse à celui prédit (ce sens inverse avait été détecté dans les analyses bivariées). En effet, les résultats montrent une

corrélation négative entre l'indice de publication et le ratio masse salariale/chiffres d'affaires. Ce résultat est par ailleurs similaire à ceux de Pourtier (1996) sur l'information sectorielle et Deegan et Hallam (1991) sur l'état de répartition de la valeur ajoutée. Il semble donc que la pression salariale joue le rôle d'une barrière à la publication. Les dirigeants ne cherchent pas à orienter le jugement des salariés mais au contraire tendent à cacher des informations quand la pression salariale est forte. On peut en effet supposer que le ratio utilisé augmente en même temps que le pouvoir des syndicats. L'interprétation abonde donc plutôt dans le sens de l'hypothèse de l'externalité. L'instinct de protection justifie que le dirigeant divulgue moins d'informations. Entre entreprises de taille différente, pour éviter l'entrée de nouveaux concurrents. Entre entreprises de même taille, pour éviter les interventions des syndicats.

A l'issue du modèle, il apparaît qu'une hausse de 10% du taux d'exportation se traduit par un accroissement moins que proportionnel de l'indice de publication de 0,9%. Une augmentation de 10% des barrières à l'entrée conduit à augmenter l'indice de 1,6% (c'est à dire une information). Par contre, si le ratio de la pression salariale augmente de 10%, l'indice de publication baisse de 1,6%.

En conclusion, la maîtrise du facteur taille dans l'échantillon permet de valider une nouvelle fois le phénomène de l'externalité lié cette fois à la pression salariale. Elle permet également de rejeter définitivement l'idée d'une influence des coûts d'agence (endettement, proportion d'actifs, actionnariat) sur l'étendue de la publication volontaire d'information. Le coût politique opérationnalisé par le risque de pratiques anticoncurrentielles ne sont pas significatifs alors que le modèle indique un pouvoir explicatif fort dans le sens négatif de la pression salariale.

Conclusion

Cette étude a permis d'éclairer certaines caractéristiques des sociétés cotées qui diffusent volontairement des informations. Contrairement aux études antérieures réalisées à l'étranger dans lesquelles les coûts de la publication sont supposés constants, cette recherche analyse la décision de publication comme un compromis entre des incitations à la rétention d'information (coûts matériels et externalité de l'information) et des incitations à la diffusion (coûts politico-contractuels).

Les tests bivariés et multivariés montrent que l'étendue de la publication volontaire augmente avec la taille, le taux à l'exportation la rotation des titres et diminue avec l'externalité de l'information. Aucun effet significatif n'a pu être observé concernant l'endettement et la proportion d'actifs en place. L'influence de la structure de l'actionnariat, de la taille du cabinet d'audit, des coûts politiques et de la pression salariale disparaît dans l'analyse multivariée.

Quand l'effet de la taille sur l'échantillon est contrôlé, l'importance de la publication volontaire est négativement corrélée à la pression salariale. Le taux d'exportation et les barrières à l'entrée demeurent significatifs. Aucune autre variable n'est validée.

Au total, à part la taille et le taux d'exportation, la théorie politico-contractuelle ne l'emporte pas.

La principale contribution de cette étude est d'avoir tenu compte du phénomène d'externalité de l'information et d'avoir démontré empiriquement que les incitations à la rétention influent sur la politique d'information des sociétés cotées.

Le R² du modèle final (65%) suggère cependant que qu'autres facteurs que ceux qui ont été identifiés influencent l'offre volontaire. Le champ de l'analyse pourrait ainsi être étendu à des indicateurs comme la culture, la stratégie, l'histoire de la société ou des mécanismes de gouvernement d'entreprise (Gibbins, Richardson, Waterhouse, 1990)

.

Annexe 1: Echantillon et score de publication par société

Société	Score	Société	Score
APEM	18,4615	SOPRA	18,4615
ARBEL	31,7460	SPIR COMMUNICATION	20,9677
BACCARAT	10,7692	STMB	25,0000
BERGER LEVRAULT	27,6923	VERMANDOISE DE SUCRERIES	16,9231
BERTRAND FAURE	26,1538	VEV	23,0769
BHV	26,7857	VIRBAC	43,0769
BIC	26,1538	VM MATERIAUX	27,6923
BOISSET JC	14,0625	VULCANIC	27,6923
BOLLORE TECHNOLOGIES	43,0769	ZANNIER	23,0769
CARREFOUR	57,8125		
CASCADES	38,4615		
CASINO	41,5385		
CCMX	14,0625		
CHAINE ET TRAME	12,3077		
CIMENTS FRANCAIS	36,9231		
CLARINS	41,5385		
COFLEXIP	40,0000		
COMPTOIRS MODERNES	22,5806		
CROMETAL	16,9231		
DAMART	26,1538		
DANONE	52,3077		
DAUPHIN OTA	23,0769		
DELACHAUX	21,5385		
DENTRESSANGLE	29,6875		
DEVERNOIS	13,8462		
DMC	38,4615		
DUCROS	20,3125		
ECIA	40,0000		
GANTOIS	18,4615		
GUERBET	30,7692		
HENRI MAIRE	12,6984		
INFOGRAMES	13,8462		
INFOPOINT	16,1290		
INFOREALITE	18,4615		
JEANJEAN	23,0769		
JULLIEN	7,6923		
LAPEYRE	33,8462		
LEGRAND	47,6923		
M6	25,0000		
MACHINE BULL	38,4615		
MARIE BRIZARD	21,5385		
METALEUROP	23,0769		
MGI COUTIER	30,7692		
MONOPRIX SA	14,2857		
NORTENE	10,7692		
ONET	7,6923		
PECHINEY	43,0769		
POUJOLAT	16,9231		
PRECIA	20,0000		
RACLET	12,3077		
REMY COINTREAU	32,3077		
ROUGIER	27,6923		
ROUSSEL UCLAF	43,0769		
SAGAL	37,4615		
SKIS ROSSIGNOL	38,4615		
SMOBY	16,9231		
SODEXHO	40,0000		
SOGERIS	9,2308		

Annexe 2. Liste des informations facultatives

- 1-Actifs (immobilisations, stocks..) par secteur ou zone géographique de commercialisation
- 2-Autofinancements/ secteurs ou zones
- 3-DAP/secteurs ou zones
- 4-Investissements réalisés par secteurs ou zones
- 5-Frais de R & D / secteurs ou zones
- 6-Présentation détaillée des activités (produits & marques) des différents secteurs, de la composition des zones géographiques
- 7-Données quantitatives sur la politique de recherche
- 8-Tableau de variation des capitaux propres consolidés d'un exercice à l'autre
- 9-Présentation des capitaux propres après affectation du résultat
- 10-Eléments sur les taux d'emprunt
- 11-Indication du nom d'établissements de crédit partenaires de l'entreprise
- 12-Détails sur les engagements de retraite
- 13-Décomposition détaillée de l'évolution du CA
- 14-Traitement en devises du CA
- 15-CA à structure comparable
- 16-Totaux partiels
- 17-Classement par destination ou état de répartition fonctionnelle des charges d'exploitation
- 18-Subdivisions de postes
- 19-Commentaire très détaillé de la formation des résultats d'exploitation, financier et exceptionnel
- 20-Commentaire sur l'évolution du titre
- 21-Données par action
- 22-Ratios boursiers
- 23-Evolution des cours
- 24-Evolution des volumes de transactions
- 25-Capitalisation boursière
- 26-Comparaisons avec des indices SBF,CAC
- 27-Commentaire sur la politique d'investissement, financement, évolution de la structure financière de la société
- 28-Tableau de financement ou de flux année N
- 29-Tableau de financement ou de flux antérieurs à N
- 30-Définition, mode de calcul détaillé des différents agrégats financiers présentés
- 31-Soldes intermédiaires de gestion
- 32-Tableau d'analyse du résultat avec analyse des charges par variabilité
- 33-Soldes de bilan (Fonds de roulement, besoin en fonds de roulement, trésorerie)
- 34-Montant de l'endettement/trésorerie net(te)
- 35-Cash flow
- 36-Capacité d'autofinancement
- 37-Ratios de structure
- 38-Ratios de rentabilité
- 39-Ratios de liquidité
- 40-Autres ratios
- 41-Evolution chiffrée des différents coûts
- 42-Tableau de répartition de la valeur ajoutée
- 43-Durée de rotation des stocks
- 44-Tableau de position sur les risques de marché

- 45-Durée moyenne du crédit-fournisseur
- 46-Délai de fabrication, livraison des produits
- 47-Description de processus de fabrication; savoir faire
- 48-Etude du marché des différents produits
- 49-Données quantitatives non financières concernant la production ou les ventes (tonnes produites, unités vendues..)
- 50-Présentation détaillée de la gamme des produits, des marques liées à l'activité de l'entreprise
- 51-Position de l'entreprise sur ses marchés
- 52-Environnement concurrentiel
- 53-Contribution des différents produits au CA de la société
- 54-Commentaire sur la politique commerciale
- 55-Tableau de répartition de la clientèle
- 56-Evaluation quantitative de la demande globale
- 57-Description des actifs physiques
- 58-Informations qualité
- 59-Bref historique de la société
- 60-Informations relatives à la publicité et à la communication en général
- 61-Lexique des termes techniques utilisés dans le rapport
- 62-Organigramme du groupe
- 63-Organigramme de direction
- 64-Nom, fonction, coordonnées du responsable de la communication financière
- 65-Principales fonctions exercées en dehors du groupe par les dirigeants

BIBLIOGRAPHIE

- BALL R., FOSTER G.** (1982) "Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research", Supplement to journal of Accounting research, p. 161-234.
- BARRY C.B., BROWN J.** (1985) "Differential information and security market equilibrium", Journal of financial and quantitative analysis, Vol.20 n°4, december, p. 407-422.
- BAR-YOSEF S., LIVNAT J.** (1984) "Auditor selection: an incentive signaling approach", Accounting and business research, autumn, p. 301-309.
- CLINCH G., VERRECHIA R. E.** (1997) "Competitive disadvantage and discretionary disclosure in industries", Australian journal of management, Vol. 22 n°2, december 1997, p. 125-136.
- COOKE T.E.** (1989) "Voluntary corporate disclosure by swedish companies", Journal of international financial management and accounting, summer, p.171-195.
- COOKE T.E.** (1991) "An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of japanese corporations", International journal of accounting, n°26, p.174-189.
- CRASWELL A., TAYLOR S** (1992) "Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis", Journal of business finance and accounting, vol. 19, p.295-308.
- DARROUGH M.N.** (1995) "Discussion of disclosure of predecision information in a duopoly", Contemporary accounting research, spring 1995, vol.11 n°2, p.861-872.
- DARROUGH M.N., STOUGHTON N.M.** (1990) "Financial disclosure policy in an entry game", Journal of accounting and economics, n°12, p. 219-243.
- DE ANGELO L.E.** (1981) "Auditor size and audit quality", Journal of accounting and economics, vol.3 n°2, august, p.183-199.
- DEEGAN C., HALLAM A.** (1991) "The voluntary presentation of value added statements in australia: a political cost perspective", Accounting and finance, june.
- DEPOERS F.** (1998) "L'offre volontaire d'information dans les rapports annuels des sociétés cotées : le cas français" Revue Française de Comptabilité n°305, novembre, p 69-75.
- DYE R.** (1985) "Disclosure of non proprietary information", Journal of accounting research, vol. 23 n°1, spring, p.123-145.
- DYE R.** (1986) "Proprietary and non proprietary Disclosures", Journal of business, april, p. 331-366.
- DYE R.** (1990) "Mandatory versus voluntary disclosures: the case of financial and real externalities", Accounting review, october, n° 65-1, p.1-24.
- FAMA E.F.** (1980) "Agency problems and the theory of the firm", Journal of political economy, vol.88, april 1980, p. 288-307.
- FAMA E.F., JENSEN M.C.** (1983) "Separation of ownership and control", Journal of law and economics, june 1983, p. 301-325.
- FIRTH M.** (1979) "The impact of size, Stock market listing and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports", Accounting and business research, autumn 1979, p.273-280.
- FRANTZ P., WALKER M.** (1997) "Information disclosure to employees and rational expectations: a game-theoretical perspective", Journal of business finance and accounting, vol. 24 n°9 & 10, p. 1421-1431.
- GIBBINS M., RICHARDSON A., WATERHOUSE J.** (1993) "L'information financière stratégique: le cas des négociations collectives", Recherche comptable comptemporaine, printemps, vol.9 n°2, p.559-589.
- GRAY S., RADEBAUGH L., ROBERTS C.** (1990) "International perceptions of cost constraints on voluntary information disclosures: a comparative study of U.K. and U.S.

multinationals”, *Journal of international business studies*, vol. 2 n°4, fourth quarter 1990, p. 597-622.

HOSSAIN M., TAN L.M., ADAMS M. (1994) “ Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the kuala lumpur stock exchange ”, *The international journal of accounting*, 29, p. 334-351.

HOSSAIN, PERERA, RAHMAN (1995) “ Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies ”, *Journal of international financial management and accounting*, vol.6 spring, p. 69-87.

JENSEN M., MECKLING W. (1976) “ Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure ”, *Journal of financial economics* n°3, october, p.305-360.

JUNG W., KWON W. (1988) “ Disclosure when the market is unsure of information endowment of managers ”, *Journal of accounting research* 26, spring, p. 146-153.

KELLY L. (1983) “ The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting ”, *Journal of accounting literature*, spring 1983, p. 111-150.

LANG M. H., LUNDHOLM R.J. (1996) “ Corporate disclosure policy and analyst behavior ”, *The accounting review*, october, vol.71 n°4, p.467-492.

LIBERTY S. E., ZIMMERMAN J. L. (1986) “ Labor union contract negotiation and accounting choices ”, *The accounting review*, october, p 692-712.

MYERS S. (1977) “ Determinants of corporate borrowing ”, *Journal of financial economics*, november, p.147-175.

POURTIER F. (1996) “ La politique de communication sectorielle des groupes ”, *Revue du financier*, n°105, p.49-59.

RAFFOURNIER B. (1995) “ The determinants of voluntary financial disclosure by swiss listed companies ”, *The European accounting review*, vol.4-2, p.261-280.

SMITH C., WARNER J. (1979) “ On financial contracting: an analysis of bond covenants ” *Journal of financial economics*, 7, p.139-157.

VERRECCHIA R.E. (1983) “ Discretionary disclosure ”, *Journal of accounting and economics*, december, n°5, p.195-211.

VERRECCHIA R.E. (1986) “ Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives ”, *Journal of accounting and economics*, 8, p.175-195.

WAGENHOFER A. (1990) “ Voluntary disclosure with a strategic opponent ”, *Journal of accounting and economics*, n°12, p. 341-363.

WATTS R. (1977) “ Corporate financial statements, a product of the market and political processes ”, *Australian journal of management*, vol.2, april 1977, p. 53-75.

WATTS R., ZIMMERMAN J.L. (1978) “ Towards a positive theory of the determination of accounting standards ”, *The accounting review*, january, p.112-134.

WATTS R., ZIMMERMAN J.L. (1986) “ Positive accounting theory ”, Prentice-Hall, Englewood cliffs, NJ.