



Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises

Réal Labelle (HEC Montréal)
Alain Schatt (Université de Franche-Comté)

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, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence, la qualité des rapports annuels croît avec la dilution de l'actionnariat. En revanche, il apparaît 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 – Performance.

Abstract :

The objective of this paper is to test the relation between the ownership structure and the quality of information of French firms. Our results show that, as predicted by agency theory, the quality of annual reports increases with ownership dilution. Furthermore, it appears that the relation between ownership dilution and the quality of investors' relation is not linear but curvilinear.

Keywords :

Financial reporting – Investors relations – Annual reports – Ownership structure – Performance

Coordonnées des auteurs :

Réal Labelle
Chaire de gouvernance et juricomptabilité
HEC Montréal
3000, chemin de la Côte-Sainte-Catherine
Montréal (Québec) Canada H2T 2A7
real.labelle@hec.ca

Alain Schatt
Université de Franche-Comté
UFR SJEPEG
Avenue de l'observatoire
25030 Besançon cedex - France
alain.schatt@univ-fcomte.fr

Remerciements :

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 que nous remercions.

Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises

1. Introduction.

Depuis quelques années, une pression de plus en plus forte s'exerce sur les dirigeants des entreprises françaises cotées en bourse pour qu'ils créent plus de valeur pour les actionnaires et améliorent la transparence de leur gestion. Les propositions relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise figurant dans les rapports Viénot (1995, 1999), comparables à celles formulées dans la plupart des pays de l'OCDE, traduisent les principales évolutions souhaitées. Elles portent notamment sur les caractéristiques des conseils d'administration (présence d'administrateurs indépendants, etc.) et sur la divulgation d'information générale et spécifique (rémunération des dirigeants, etc.).

Des améliorations ont été constatées par la Commission des opérations boursières (COB, 1999) au cours des dernières années. Il semble toutefois que certaines entreprises ont visiblement fait plus de progrès que d'autres. Ces progrès inégaux se sont notamment traduits par un éventail de stratégies de communication financière fortement différenciées. Certains dirigeants semblent peu enclins à divulguer toute l'information pertinente aux investisseurs pour leur permettre d'estimer la distribution du flux de trésorerie futur et, par conséquent, d'allouer efficacement leurs capitaux. Cette opacité en matière de divulgation d'information se traduit notamment par le non-respect de l'obligation de publication des rapports annuels. Par exemple, dans son rapport annuel 2001, la 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 Officielles (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 329) et à 66 (sur 149).

Cet article vise à expliquer les différences qu'on observe en matière de stratégie de communication financière. Plus précisément, en nous basant sur la théorie de l'agence, nous vérifions si la qualité de la communication varie en fonction de la structure de propriété. D'une part, les dirigeants d'entreprises devraient être enclins à mieux communiquer lorsque le public détient une fraction élevée des actions, c'est-à-dire lorsque les conflits d'intérêts latents décrits par Berle et Means (1932) sont importants. Cette incitation à mieux communiquer devrait être encore plus forte lorsque la performance de l'entreprise est faible. En effet, lorsque le capital est fortement dilué, ou corollairement lorsque les dirigeants détiennent peu d'actions, le risque de remplacement de ces derniers est plus important. Pour réduire cette probabilité d'éviction, les dirigeants sont incités à se dédouaner en encourageant des coûts d'agence ou en consacrant plus de ressources à l'amélioration de la qualité de la

communication financière. Ceci nous amène dans un premier temps à postuler que la relation entre la proportion des actions possédées par le public et la qualité de la communication financière devrait être positive.

D'autre part, dans le cas où les dirigeants détiennent une participation importante dans le capital d'une entreprise par rapport à celle du public, on peut avancer qu'ils sont également incités à bien communiquer afin de maximiser la valeur de l'entreprise et, par conséquent, leur propre richesse. En conséquence, nous tentons également de vérifier l'hypothèse selon laquelle la relation entre la proportion des actions détenue par le public et la qualité de la communication financière serait curvilinéaire plutôt que linéaire. Gelb (2000, p. 177) a pressentie cette forme de relation sans la vérifier sur le marché américain. En somme, les dirigeants qui possèdent peu d'actions comme ceux qui en possèdent beaucoup seraient incités à mieux communiquer, les premiers, dans le but de se maintenir en place et les seconds, dans le but de maximiser leur richesse, en tant qu'actionnaires de contrôle.

Pour vérifier cette hypothèse, nous retenons une mesure de la qualité de la communication financière des entreprises, qui n'a encore jamais été utilisée en France. Elle est appréhendée par la qualité des relations avec les investisseurs et par celle des rapports annuels, telle qu'évaluées par des professionnels des marchés financiers en France. Les résultats d'une étude de l'AGEFI et d'Euronext (l'autorité du marché boursier français), effectuée au cours de l'année 2000 auprès de ces professionnels, nous permettent 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 développons nos hypothèses dans la partie qui suit. Dans la troisième partie, nous exposons notre méthodologie et les résultats sont discutés dans la quatrième partie. Enfin, nous proposons une synthèse de nos résultats et concluons dans la dernière partie.

2. La cadre d'analyse.

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 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 de l'entreprise, (2) en coûts de dédouanement, engagés par les dirigeants pour montrer aux actionnaires qu'ils oeuvrent dans leurs intérêts, et (3) en coûts résiduels.

Une hypothèse découlant de cette théorie est que les coûts de dédouanement, qui se traduisent en particulier par ceux d'une meilleure communication financière, devraient augmenter avec la dilution de l'actionnariat ou, réciproquement, avec la diminution de la proportion des actions détenues par les dirigeants. Cette hypothèse a été testée et vérifiée par Gelb (2000) aux Etats-Unis, à partir des notes ou scores accordés par les analystes financiers aux entreprises dans le cadre du concours du meilleur rapport annuel organisé par l'*Association for Investment Management and Research* (AIMR). Cet auteur a montré que la participation des dirigeants aux capitaux propres est négativement liée à la qualité (la note) de la communication financière. Ainsi, ses résultats sont conformes aux prédictions de la théorie de l'agence, à savoir que les dirigeants disposant d'une faible proportion des actions

répondent mieux aux besoins d'information des investisseurs que ceux dont la participation est importante.

Si les dirigeants ne possèdent qu'une faible partie des actions, l'augmentation de valeur liée à une meilleure communication financière ne leur profite certes pas directement. La raison qui les pousse tout de même à bien communiquer tient au risque de perte du capital humain attaché à leur emploi et aux divers avantages qui lui sont associés. Ainsi, nous avançons que les dirigeants des entreprises, dont l'actionnariat est dilué, sont incités à développer une politique de communication financière de qualité parce que le risque de leur remplacement est plus élevé, surtout lorsque la performance de leur entreprise est mauvaise.

En effet, certaines études ont 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., 1988 ; Martin et McConnell, 1991). De plus, lorsque de telles opérations sont initiées, le taux de remplacement des dirigeants augmente anormalement. Par exemple, Martin et McConnell (1991) montrent que, sur un échantillon de 253 offres publiques aux Etats-Unis, le taux de remplacement des dirigeants augmente anormalement après cette opération. Cette augmentation s'explique en grande partie par une moins bonne performance des cibles par rapport à celle des entreprises concurrentes ; leur rentabilité boursière est significativement 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 plus faible lorsque les dirigeants détiennent une proportion élevée des actions ou, réciproquement, lorsque le public ou des détenteurs de blocs non affiliés aux dirigeants détiennent une proportion plus faible des actions (Shivdasani, 1993). Ces divers arguments nous conduisent à poser notre première hypothèse.

H1 : La qualité de la communication financière croît avec la proportion des actions détenues par le public.

Si Gelb (2000) a vérifié cette hypothèse aux Etats-Unis, où l'actionnariat est relativement dilué, on peut se demander si la même relation existe entre ces deux variables dans la majorité des autres pays, où l'actionnariat est réputé être beaucoup plus concentré. En effet, Shleifer et Vishny (1997, p. 754) ont rappelé qu'à l'exception des Etats-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 des pays tels que le Japon et l'Allemagne, une fraction élevée des actions se trouve entre les mains des banquiers, alors qu'en Italie et ailleurs, des familles possèdent de nombreuses actions des entreprises.

En France, à partir des statistiques présentées dans le tableau 1, nous constatons que des actionnaires de contrôle sont quasi-systématiquement présents dans le capital des plus grandes entreprises françaises. Cette situation n'est pas près de changer puisque Broye et Schatt (2003) recensent 402 introductions en bourse entre 1986 et 2000 où 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 cofondateur de l'entreprise, les deux principaux actionnaires conservent même les deux tiers des actions de l'entreprise. De plus, dans de nombreux cas, ces actionnaires de contrôle détiennent

un pourcentage de droits de vote supérieur au pourcentage d'actions détenues, en raison du non respect de la règle « une action, un droit de vote ». Les causes et les conséquences de cette différence institutionnelle pour la protection des intérêts des actionnaires minoritaires ont été discutées par La Porta et al. (1998, 2000). Pour ces auteurs, les investisseurs sont moins bien protégés dans les pays de droit civil comme la France, en comparaison des pays de droit coutumier comme les Etats-Unis. Compte tenu de ces spécificités, il nous semble intéressant de vérifier si la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication des entreprises en France est la même qu'aux États-Unis.

L'existence de cette concentration de l'actionnariat nous conduit à présumer que la relation entre la structure de propriété et la qualité de la communication n'est peut-être pas linéaire, mais curvilinéaire, notamment à cause du lien qui peut exister entre cette dernière et la valeur d'une entreprise. En effet, divers travaux visent à montrer qu'une politique de communication financière de meilleure qualité est synonyme d'augmentation de valeur des entreprises. La principale raison tient à la modification de la perception du risque par les investisseurs, qui se traduit notamment par une réduction du coût des dettes financières (Sengupta, 1998) et par une réduction du coût des fonds propres (Botosan, 1997), notamment via une meilleure liquidité des actions (Welker, 1998 ; Diamond et Verrechia, 1991). Cette augmentation de valeur peut être bénéfique aux dirigeants lorsqu'ils possèdent une fraction élevée des actions de leur entreprise, ce qui les incite également à mieux communiquer afin de maximiser leur propre richesse. Ainsi, il est possible que la qualité de la communication financière soit également élevée dans les entreprises où la participation des dirigeants à l'actionnariat leur donne le contrôle effectif.

D'autres relations non linéaires avec la participation des dirigeants dans le capital d'une entreprise ont été mises en évidence. En particulier, Morck et al. (1988) ont montré que la valeur de l'entreprise n'était pas une fonction croissante de la participation des dirigeants aux fonds propres, comme le laissaient supposer les résultats de Jensen et Meckling (1976). McConnell et Servaes (1990) ont confirmé l'existence d'une relation curvilinéaire (en forme de U inversé) entre ces deux variables sur des données américaines. En France, Charreaux (1991) n'a pas confirmé l'existence d'un lien entre la structure de propriété des entreprises et leur performance. Cependant, Broye et Schatt (2003) trouvent 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. Ces auteurs montrent que la sous-évaluation à l'introduction croît dans un premier temps, puis décroît dans un second temps, avec la proportion des actions cédées par les actionnaires de contrôle.

Cet argument de maximisation de la richesse des dirigeants, ainsi que les divers résultats empiriques énoncés préalablement, nous amènent à tester une seconde hypothèse.

H2 : La qualité de la communication financière décroît dans un premier temps, puis croît dans un second temps (relation curvilinéaire) avec la proportion des actions détenues par le public.

3. La Méthodologie.

Dans cette partie, nous présentons l'échantillon, les variables dépendantes, celles que nous avons choisies pour mesurer la dilution de l'actionnariat ainsi que les variables de contrôle.

3.1. La variable expliquée : la qualité de la communication financière.

Pour apprécier la qualité de la communication financière des entreprises, nous utilisons une mesure qui n'a pas encore été utilisée 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, l'autorité du marché boursier français. Cette enquête a été menée en deux étapes. Dans une première étape s'étalant sur les mois de septembre et octobre, un questionnaire ouvert a été envoyé à environ 1900 analystes financiers, gérants de portefeuilles et journalistes économiques et financiers. Elle a abouti 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'opérations sur le marché (introduction en bourse, etc.). Pour notre étude, nous retenons les prix relatifs aux relations avec les investisseurs et aux rapports annuels, ce qui nous permettra 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 utilisons 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, les assurances et les holdings, l'échantillon final comprend 23 sociétés citées par les professionnels pour la qualité de leurs relations avec les investisseurs sur un total de 90 sociétés cotées non financières, pour lesquelles nous avons pu collecter toutes les informations souhaitées.

Les statistiques descriptives du tableau 1 mettent en évidence certaines caractéristiques de ces 90 entreprises. Le chiffre d'affaires et le total de l'actif s'élèvent respectivement en moyenne à 7277,7 et 9965,9 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 2636,4 et 3087,3 millions d'euros. Concernant les effectifs, nous constatons que le nombre moyen de salariés est égal à 45 076, sachant qu'une entreprise sur deux a au moins 13 855 salariés.

- 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 24 entreprises de notre échantillon ont été nominées pour ce prix par les professionnels du marché financier. Parmi celles-ci, 15 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 des 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. Dans la mesure où de telles notes n'existent pas en France, nous retenons ces deux variables binaires.

Tableau 1.

Les caractéristiques des entreprises.

L'échantillon comprend 90 entreprises, 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. CAR est la rentabilité anormale cumulée, 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. ROE est la rentabilité comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les fonds propres comptables. DEBT est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les fonds propres comptables.

| | Moyenne | Médiane | Écart-type |
|--------------------|---------|---------|------------|
| Chiffre d'affaires | 7277,7 | 2636,4 | 10372,8 |
| Total Actif | 9965,9 | 3087,3 | 17321,0 |
| Effectifs | 45076 | 13855 | 66266 |
| PUBLIC | 55,26% | 53,17% | 19,89% |
| VOTE | 50,10% | 47,49% | 22,19% |
| CAR | 10,14% | -8,43% | 62,01% |
| ROE | 10,84% | 11,55% | 14,32% |
| DEBT | 70,34% | 60,64% | 57,50% |

3.2. Facteur déterminant de la qualité de la communication financière : la dilution de l'actionnariat

Pour apprécier la dilution de l'actionnariat, nous avons retenu la proportion des actions détenues par le public (PUBLIC), définie comme la proportion des actionnaires qui détiennent moins de 5% des actions ou des droits de vote d'une entreprise. Étant donné la difficulté d'identifier précisément les divers actionnaires, il est raisonnable de supposer que le reste des actions représente la participation des dirigeants au sens de Gelb. Dans son étude, Gelb (2000, p. 174) utilise une mesure semblable à la nôtre en définissant les dirigeants comme étant des initiés (« *insiders* ») ; il s'agit des dirigeants, des administrateurs et des actionnaires détenant au moins 10% des actions.

Le tableau 1 résume les renseignements que nous avons recueillis sur le site Web de la C.O.B. ou directement dans les documents publiés par les entreprises. Nous constatons dans ce tableau que le public détient en moyenne 55,26% des actions (53,17% en médiane) des entreprises, ce qui confirme l'idée d'une relative concentration de la propriété en France.

Nous remarquons également 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 50,10% (47,49% en médiane). La raison tient notamment à l'existence d'actions à droit de vote double détenues par certains actionnaires de contrôle. Nous utilisons également les droits de vote comme variable de dilution de l'actionnariat, pour tenir compte de cette spécificité institutionnelle.

3.3. Les variables de contrôle.

Le principal objet de cette étude est de vérifier l'impact de la structure de propriété des entreprises sur la qualité de la communication financière des entreprises en nous en tenant aux explications proposées par la théorie de l'agence. 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 partie précédente, les dirigeants sont plus incités à bien communiquer lorsque la performance est mauvaise. Une bonne communication permet, d'une part, de réduire le risque de remplacement des dirigeants, lorsque l'actionnariat est diffus et, d'autre part, de modifier la perception du risque des investisseurs et de maximiser la valeur de l'entreprise, lorsque la participation des dirigeants est élevée ou que l'actionnariat de l'entreprise est concentré. Ainsi, nous anticipons une relation négative entre nos deux mesures de performance (CAR et ROE), définies ci-après, et les deux mesures de qualité de la communication financière (RELINV et RAPP).

La première mesure de performance est une mesure de performance boursière. Elle correspond à la rentabilité anormale cumulée (CAR) de l'entreprise estimée sur des données journalières. Pour chaque séance de bourse, la rentabilité anormale est égale à la différence entre la rentabilité du titre et la rentabilité du marché (appréhendée 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. Les CAR moyen et médian s'élèvent respectivement à 10,14% et à -8,43%. Au cours de cette période, les indices ont fortement progressé en raison de la forte « poussée » des valeurs technologiques. La médiane négative s'explique en partie par la présence de nombreuses entreprises évoluant dans des secteurs d'activité traditionnels, qui ont été quelque peu « délaissées » par les investisseurs, au profit des entreprises de la nouvelle économie.

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 une mesure comptable de la performance. Il s'agit de la rentabilité comptable des capitaux propres (ROE)¹. Elle est égale au résultat net comptable sur les capitaux propres du dernier

1. Nous avons également utilisé une seconde mesure de performance comptable : le ROI (rentabilité économique), correspondant au rapport entre le résultat d'exploitation des entreprises (EBIT) et la total du passif. Les résultats n'étant pas affectés par le choix de la mesure de performance comptable, pour éviter l'encombrement, nous ne présentons que les résultats obtenus avec la variable ROE.

exercice comptable précédant l'enquête ou le concours. La rentabilité moyenne est de 10,84% (11,55% en médiane) pour les entreprises de notre échantillon.

- L'endettement des entreprises.

Notre seconde variable de contrôle est l'endettement². 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 monitoring 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 (DEBT) et les deux mesures de qualité de la communication financière (RELINV et RAPP).

Nous retenons une mesure traditionnelle d'endettement (DEBT) ; il s'agit du rapport entre les dettes financières et les capitaux propres comptables. L'endettement moyen et médian s'élève respectivement à 70,34% et 60,64%.

4. Les résultats.

4.1. Les résultats des analyses univariées

Dans une première étape, nous vérifions 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 paramétriques (test de Student) et tests non-paramétriques (test de Mann-Whitney) figurent dans le tableau 2.

Conformément à notre première hypothèse, les entreprises ayant bien communiqué avec les investisseurs possèdent un actionnariat plus dilué que les autres entreprises, que la dilution soit exprimée en pourcentage d'actions ou de droits de vote. Cependant, aucune différence significative n'est constatée en matière de performance boursière, comptable ou d'endettement.

Les résultats fournis dans le tableau 3, relatifs à la qualité des rapports annuels permettent de confirmer les résultats précédents. Les entreprises citées par les professionnels pour la qualité de leur rapport annuel sont caractérisées par un actionnariat significativement plus dilué que celui des autres entreprises, mais aucune différence de performance ou d'endettement n'est mise en évidence.

2. Nous n'avons retenu que deux variables de contrôle, pour deux raisons. La première est relative au souci de ne retenir que des variables en relation avec les hypothèses testées et les théories sous-jacentes. La seconde est relative au problème de multi colinéarité qui apparaît lorsque de nombreuses variables sont introduites dans les modèles. Par exemple, nous avons introduit une variable de taille dans nos modèles, mesurée par le logarithme du total de l'actif. Cette variable très significative dans ce type d'étude (Lang et Lundholm, 1993) est très fortement corrélée avec la plupart des variables définies préalablement et biaise fortement les résultats de nos régressions.

Tableau 2.
Comparaison des caractéristiques des entreprises en fonction de la qualité
des relations avec les investisseurs.

L'échantillon comprend 90 entreprises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. RELINV, qui mesure la qualité des relations avec les investisseurs, est égale à 1 si les entreprises ont été nominée (qualité élevée) et égale à 0 sinon (qualité faible). PUBLIC correspond au pourcentage d'actions détenues par le public en 2000. VOTE correspond au pourcentage de droits de vote détenus par le public. CAR est la rentabilité anormale cumulée, 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. ROE est la rentabilité comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les fonds propres comptables. DEBT est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les fonds propres comptables.

N correspond au nombre d'entreprises ; t est la statistique de Student; z est la statistique de Mann-Whitney. Les probabilités associées aux tests de différence de moyenne figurent entre parenthèses.

| | | N | Moyenne | t | z |
|--------|------------|----|---------|----------------|----------------|
| PUBLIC | RELINV = 1 | 23 | 62,96% | 2,193 | 1,970 |
| | RELINV = 0 | 67 | 52,63% | (0,031) | (0,049) |
| VOTE | RELINV = 1 | 23 | 60,01% | 2,556 | 2,239 |
| | RELINV = 0 | 67 | 46,71% | (0,012) | (0,025) |
| CAR | RELINV = 1 | 23 | 2,05% | -0,724 | -0,143 |
| | RELINV = 0 | 67 | 12,92% | 0,471 | 0,886 |
| ROE | RELINV = 1 | 23 | 11,38% | 0,206 | 0,902 |
| | RELINV = 0 | 67 | 10,66% | 0,837 | 0,367 |
| DEBT | RELINV = 1 | 23 | 73,72% | 0,325 | 1,161 |
| | RELINV = 0 | 67 | 69,18% | 0,746 | 0,246 |

Tableau 3.
Comparaison des caractéristiques des entreprises en fonction de la qualité
des rapports annuels.

L'échantillon comprend 90 entreprises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. RAPP, qui mesure la qualité des rapports annuels, est égale à 1 si les entreprises ont été nominée (qualité élevée) et égale à 0 sinon (qualité faible). PUBLIC correspond au pourcentage d'actions détenues par le public en 2000. Les autres variables sont définies dans le tableau 2.

N correspond au nombre d'entreprises ; t est la statistique de Student ; z est la statistique de Mann-Whitney. Les probabilités associées aux tests de différence de moyenne figurent entre parenthèses.

| | | N | Moyenne | t | z |
|--------|----------|----|---------|----------------|----------------|
| PUBLIC | RAPP = 1 | 24 | 62,50% | 2,119 | 2,080 |
| | RAPP = 0 | 66 | 52,64% | (0,037) | (0,037) |
| VOTE | RAPP = 1 | 24 | 57,88% | 2,040 | 1,825 |
| | RAPP = 0 | 66 | 47,28% | (0,044) | (0,068) |
| CAR | RAPP = 1 | 24 | 15,77% | 0,517 | 1,031 |
| | RAPP = 0 | 66 | 8,09% | 0,606 | 0,303 |
| ROE | RAPP = 1 | 24 | 10,33% | -0,205 | -1,241 |
| | RAPP = 0 | 66 | 11,03% | 0,838 | 0,215 |
| DEBT | RAPP = 1 | 24 | 78,03% | 0,844 | 0,730 |
| | RAPP = 0 | 66 | 67,25% | 0,401 | 0,465 |

Dans une seconde étape, nous examinons l'intensité des relations entre nos variables. Tous les résultats sont présentés dans la matrice de corrélation (tableau 4). Si la qualité de la communication financière - tant les relations avec les investisseurs que les rapports annuels - croît significativement avec la dilution de l'actionnariat, appréhendée par les actions et les droits de vote détenus par le public, nous constatons que les entreprises plus endettées sont également moins performantes. De plus, la rentabilité boursière (CAR) semble plus faible lorsque le public détient une fraction plus élevée d'actions, mais cette relation négative n'est pas significative.

Tableau 4.
Matrice de corrélations.

L'échantillon comprend 90 entreprises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. Les différentes variables sont définies dans les tableaux 1 et 2.

Pour chaque variable, la première ligne indique la statistique de Pearson et la seconde ligne indique la probabilité associée à la statistique.

| | RELINV | RAPP | PUBLIC | VOTE | CAR | ROE | DEBT |
|--------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------|------------------------|------------------------|------|
| RELINV | 1 | | | | | | |
| RAPP | 0,511 0,000 | 1 | | | | | |
| PUBLIC | 0,228 0,031 | 0,220 0,037 | 1 | | | | |
| VOTE | 0,263 0,012 | 0,213 0,044 | 0,964 0,000 | 1 | | | |
| CAR | -0,077 0,471 | 0,055 0,606 | -0,141 0,184 | -0,125 0,241 | 1 | | |
| ROE | 0,022 0,837 | -0,022 0,838 | -0,099 0,355 | -0,140 0,189 | -0,018 0,867 | 1 | |
| DEBT | 0,035 0,746 | 0,090 0,401 | 0,090 0,400 | 0,076 0,475 | -0,207 0,050 | -0,197 0,063 | 1 |

4.2. Les résultats des régressions logistiques

- La qualité des relations avec les investisseurs.

Toutes les régressions logistiques relatives aux relations avec les investisseurs figurent dans le tableau 5. Elles appellent les commentaires suivants. Le premier modèle testé permet de vérifier l'existence d'une relation linéaire, mise en évidence par Gelb (2000) sur des données américaines. Comme lui, nous trouvons effectivement que, lorsque le public détient une fraction plus élevée d'actions, la qualité des relations avec les investisseurs est meilleure. Ce premier résultat confirme notre première hypothèse. Cependant, la variance expliquée par le modèle est relativement faible, puisque le coefficient de détermination excède légèrement 5%, ce qui est cependant comparable au résultat de Gelb, qui a obtenu un r^2 proche de 3%.

Le second modèle testé vise à vérifier notre seconde hypothèse. Il fait apparaître une augmentation significative du r^2 , qui est désormais supérieur à 10%. Les signes des variables PUBLIC (-) et PUBLIC² (+) sont conformes à nos attentes et permettent de confirmer notre seconde hypothèse 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).

Lorsque l'on substitue la proportion des actions détenues par le public par celle des droits de vote, ces résultats sont sensiblement modifiés. Si la relation linéaire est confirmée dans le troisième modèle, il apparaît, en revanche, que la relation curvilinéaire n'est plus significative (modèle 4). Enfin, dans les divers modèles testés, les autres variables ne sont pas significatives. Seule la variable de performance boursière (CAR) a le signe négatif escompté. C'est conforme à l'idée que les dirigeants sont incités à mieux communiquer dans l'une des deux situations suivantes. Lorsque l'actionnariat est dilué, ils cherchent ainsi à réduire le risque de leur remplacement. Lorsque l'actionnariat est concentré, ils cherchent aussi à réduire le risque perçu par les investisseurs et à maximiser la valeur de leur portefeuille en communiquant mieux. Quant aux variables représentant la performance comptable (ROE) et l'endettement (DEBT), elles ont un signe positif, contraire à nos attentes.

Tableau 5.

Régressions logistiques relatives à la qualité des relations avec les investisseurs

L'échantillon comprend 90 entreprises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. La variable expliquée est RELINV, égale à 1 si l'entreprise a entretenu des relations de qualité avec les investisseurs et égal à 0 sinon. 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. CAR est la rentabilité anormale cumulée, égale à la somme des écarts des rentabilités journalières de l'actions avec les rentabilités journalières de l'indice SBF120, entre le 1^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000. ROE est la rentabilité comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les fonds propres comptables. DEBT est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les fonds propres comptables. w est la statistique de Wald et p est la probabilité associée à la statistique.

| Modèles | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| Constante | -2,832 | 1,064 | -2,842 | -0,804 |
| w | 7,996 | 0,316 | 9,590 | 0,312 |
| p | 0,005 | 0,574 | 0,002 | 0,577 |
| PUBLIC | 2,764 | -13,571 | | |
| w | 4,218 | 3,247 | | |
| p | 0,040 | 0,072 | | |
| PUBLIC² | | 14,098 | | |
| w | | 4,583 | | |
| p | | 0,032 | | |
| VOTE | | | 2,918 | -6,680 |
| w | | | 5,703 | 1,276 |
| p | | | 0,017 | 0,259 |
| VOTE² | | | | 8,760 |
| w | | | | 2,606 |
| p | | | | 0,106 |
| CAR | -0,168 | -0,129 | -0,148 | -0,123 |
| w | 0,134 | 0,077 | 0,103 | 0,068 |
| p | 0,715 | 0,782 | 0,748 | 0,794 |
| ROE | 1,137 | 2,171 | 1,466 | 1,909 |
| w | 0,277 | 0,922 | 0,433 | 0,684 |
| p | 0,599 | 0,337 | 0,511 | 0,408 |
| DEBT | 0,071 | 0,259 | 0,089 | 0,228 |
| w | 0,026 | 0,296 | 0,040 | 0,230 |
| p | 0,872 | 0,587 | 0,841 | 0,632 |

| | | | | |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cox et Snell r^2 | 0,056 | 0,106 | 0,074 | 0,101 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

4.2. La qualité des rapports annuels.

Les régressions relatives aux rapports annuels figurent dans le tableau 6. Le premier résultat est conforme à celui obtenu pour les relations avec les investisseurs. Le premier modèle montre qu'il existe une relation linéaire positive entre la proportion des actions détenues par le public et la qualité des rapports annuels, ce qui confirme notre première hypothèse. De plus, la variance expliquée (r^2) est similaire à celle obtenue précédemment.

En revanche, le second modèle ne permet pas de confirmer l'existence d'une relation curvilinéaire entre la fraction d'actions détenues par le public et la qualité des rapports annuels. En fait, aucune variable n'est significative. Cette divergence peut traduire l'idée d'une moindre importance accordée aux rapports annuels en France, surtout à la fin des 90, où le marché financier a connu une forte croissance avec la vague « Internet ». Les professionnels se sont alors essentiellement préoccupés des opportunités de croissance fondées notamment sur les prévisions de bénéfices des entreprises de la « Nouvelle Economie ». Ainsi, ces résultats tradiraient le fait qu'ils aient été moins sensibles à l'information, de caractère essentiellement historique, présentée dans les rapports annuels par les entreprises de notre échantillon, dont la plupart évolue dans des secteurs d'activité « traditionnels ».

Enfin, tous les autres résultats obtenus pour les relations avec les investisseurs sont valables pour les rapports annuels. D'une part, la substitution de la proportion d'actions par celle des droits de vote permet de confirmer l'existence d'une relation linéaire, alors que la relation curvilinéaire n'est toujours pas significative. D'autre part, les variables de contrôle ne sont toujours pas significatives, sachant que désormais ces trois variables ont le signe opposé (positif) à celui escompté. Ainsi, la variable performance boursière, bien que non significative, a désormais un signe opposé à celui obtenu pour les relations avec les investisseurs.

5. Conclusion.

L'objet de cet article est 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 par Shleifer et Vishny (1997). En particulier, dans les entreprises américaines, l'actionnariat est fortement dilué, alors qu'il est relativement concentré en France. De plus, la proportion des droits de vote détenus par le public est plus faible que la fraction d'actions détenues ce qui va à l'encontre de la règle « une action, un droit de vote ».

Ces différences institutionnelles nous conduisent à postuler que la relation entre la proportion des actions détenue par le public et la qualité de la communication financière, supposée linéaire dans les travaux similaires, peut également être curvilinéaire. Nos tests laissent apparaître deux résultats intéressants.

Premièrement, la qualité des rapports annuels croît avec la proportion des actions et des droits de vote détenus par le public. Ce résultat obtenu à partir de données françaises est conforme à celui obtenu aux Etats-Unis par Gelb (2000).

Tableau 6.

Régressions logistiques relatives à la qualité des rapports annuels

L'échantillon comprend 90 entreprises, appartenant à l'indice SBF 120 en 2000. La variable expliquée est RAPP, égale à 1 si l'entreprise a publié des rapports annuels de qualité et égal à 0 sinon. 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. CAR est la rentabilité anormale cumulée, 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. ROE est la rentabilité comptable, égale au rapport entre le résultat net comptable et les fonds propres comptables. DEBT est le ratio d'endettement, égal au rapport entre les dettes financières et les fonds propres comptables.

w est la statistique de Wald et p est la probabilité associée à la statistique.

| Modèles | 1 | 2 | 3 | 4 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Constante | -3,010 | -1,339 | -2,682 | -1,336 |
| w | 9,277 | 0,462 | 9,607 | 0,909 |
| p | 0,002 | 0,497 | 0,002 | 0,340 |
| PUBLIC | 2,807 | -3,959 | | |
| w | 4,390 | 0,290 | | |
| p | 0,036 | 0,590 | | |
| PUBLIC² | | 5,758 | | |
| w | | 0,853 | | |
| p | | 0,356 | | |
| VOTE | | | 2,405 | -3,952 |
| w | | | 4,155 | 0,484 |
| p | | | 0,042 | 0,487 |
| VOTE² | | | | 5,805 |
| w | | | | 1,268 |
| p | | | | 0,260 |
| CAR | 0,422 | 0,441 | 0,404 | 0,437 |
| w | 1,097 | 1,197 | 1,020 | 1,185 |
| p | 0,295 | 0,274 | 0,312 | 0,276 |
| ROE | 0,571 | 0,889 | 0,669 | 0,918 |
| w | 0,083 | 0,199 | 0,117 | 0,217 |
| p | 0,773 | 0,655 | 0,733 | 0,642 |
| DEBT | 0,370 | 0,445 | 0,391 | 0,491 |
| w | 0,776 | 1,047 | 0,880 | 1,266 |
| p | 0,378 | 0,306 | 0,348 | 0,261 |
| Cox et Snell r² | 0,064 | 0,073 | 0,060 | 0,074 |

Deuxièmement, 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 publique 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. Quant 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 de modifier la perception des investisseurs à propos de la distribution des flux de

trésorerie futurs de l'entreprise et, par conséquent, de la valeur de l'entreprise. Cette situation leur est directement profitable, puisqu'ils détiennent alors une participation élevée dans le capital. 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, par conséquent, sa valorisation. En revanche, le rapport annuel, publié une fois l'an et qui comprend essentiellement des informations formelles et historiques, permet aux dirigeants de se dédouaner, lorsque l'actionnariat est fortement dilué, conformément aux prédictions de la théorie de l'agence.

En fin de compte, les résultats obtenus en France divergent partiellement de ceux obtenus par Gelb (2000) aux Etats-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. Dans notre étude, nous trouvons que la dilution de l'actionnariat a une incidence sur la qualité des rapports annuels et des relations avec les investisseurs. Cette divergence confirme la pertinence de ce type d'étude dans un contexte institutionnel spécifique.

Références bibliographiques

- Berle, A. A. Jr. et G. C. Means (1932), *The modern corporation and private property*, Macmillan, N. Y.
- Botosan C. (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 72, juillet, p. 323-349.
- 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* (à paraître).
- Charreaux G. (1991), "Structure de propriété, relation d'agence et performance financière", *Revue Economique*, 42, p. 521-552.
- Diamond D. et Verrecchia R. (1991), "Disclosure, liquidity and the cost of capital", *Journal of Finance*, 66, septembre, p. 1325-1355.
- DeAngel L. (1988), "Managerial competition, information costs, and corporate governance : the use of accounting performance in proxy contests", *Journal of Accounting and Economics*, 10, 1, p. 3-36.
- Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1997), "Ownership structure and top executive turnover", *Journal of Financial Economics*, 45, p. 193-221.
- Gelb D. (2000), "Managerial ownership and accounting disclosures : an empirical study", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, 2, p. 169-185.
- Healy P., Hutton A. et Palepu K. (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16, Fall, p. 485-520.
- Jensen M. et Meckling (1976), "Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.
- Jensen M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, p. 323-329.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, et R. Vishny (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1154.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, et R. Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 1-2, October-November, p. 3-27.

- Lang et Lundholm R. (1993), "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures", *Journal of Accounting Research*, 31, automne, p. 246-271.
- Lang et Lundholm R. (1996), "Corporate disclosure policy and analysts", *The Accounting Review*, 71, octobre, p. 467-492.
- Leuz C. et Verrecchia R. (2000), "The economic consequences of increased disclosure", *Journal of Accounting Research*, 38, supplement, p. 91-124.
- Martin K. et McConnell J. (1991), "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *Journal of Finance*, 46, 2, p. 671-687.
- Mikkelson W. et Partch M. (1989), "Managers' voting rights and corporate control", *Journal of Financial Economics*, 25, p. 263-290.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", in : A.J Auerbach, eds., *Corporate Takeovers : causes and consequences* (University of Chicago Press, Chicago, ILL.).
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), "Management ownership and market valuation : an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, p. 293-315.
- Palepu K. (1986), "Predicting takeover targets : a methodological and empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 8, p. 3-35.
- Sengupta P. (1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt", *The Accounting Review*, 73, octobre, p. 459-474.
- Servaes H. et McConnell J. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27, p. 595-612.
- Shivdasani A. (1993), "Board composition, ownership structure, and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 1-3, p. 167-198.
- Shleifer A. et Vishny R. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52, 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 : 27 p.
- Viénot, M. (1999), *Rapport du Comité sur le gouvernement d'entreprise*, Association Française des Entreprises Privées et Mouvement des Entreprises de France, juillet : 33 p.
- Welker M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets", *Contemporary Accounting Research*, 11, Spring, p. 801-827.