



JOURNEE « CAPITAL IMMATERIEL : ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES »

Montpellier, 18 juin 2010

Coordonnée par C. Bessieux Ollier et E. Walliser

c.bessieux@supco-montpellier.fr et elisabeth.walliser@univ-montp1.fr

**Le rôle de la diffusion d'informations relatives aux actifs immatériels
auprès des parties prenantes : synthèse et illustrations**

Bruno Fabre

Professeur des universités

Laboratoire CR2M – Université de Montpellier

Mail : bruno.fabre@univ-montp2.fr

Le rôle de la diffusion d'informations relatives aux actifs immatériels auprès des parties prenantes : synthèse et illustrations

Introduction :

"Deux soldats dans la montagne viennent de faire prisonnier un homme. Ils contactent leur supérieur resté dans la plaine pour savoir qu'en faire. Ce dernier leur demande de le ramener dans la plaine et leur dit : "descendez-le !". Les deux soldats tuent alors le prisonnier".

Cette méprise dramatique bien connue des sémiologues illustre à elle seule la complexité même de la notion d'information (Machlup et Mansfield, 1994). On est loin de la définition qui prévaut en théorie financière orthodoxe qui ne peut d'ailleurs rendre compte de façon réaliste de cette méprise : "L'information [en théorie financière] peut être définie comme l'ensemble de données se rapportant aux états du monde et aux conséquences contingentes à ces états qui découlent des événements du monde résultant de causes naturelles ou sociales" (Fransman, 1998, p. 148). Selon cette conception, l'information correspond à la valeur d'une variable donnée à chacun des états de la nature dénombrés de façon exhaustive. Dans ce cadre, "l'univers informationnel présente des frontières précises éventuellement méconnues de certains, victimes de l'asymétrie d'information. Cette dernière n'existe alors qu'en raison du principe de rationalité limitée et non des schémas interprétatifs des individus supposés par ailleurs identiques" (Charreaux, 2007) dans le cadre de marchés parfaits où opèrent des investisseurs atomisés.

En résumé, l'information en théorie financière orthodoxe apparaît donc comme une donnée exogène, désincarnée, décontextualisée et neutralisée.

Or, s'agissant de la diffusion volontaire d'informations relatives aux actifs immatériels¹ privilégiées ici, il est peu probable qu'elles correspondent en effet à cette définition restrictive tant les effets attendus sur les indicateurs de création de richesse apparaissent difficiles à mesurer et les destinataires de ce type d'informations loin de se résumer aux seuls actionnaires. Quand, par exemple, dans le cadre d'un communiqué de presse, le 22 décembre

¹ Il est communément admis que les actifs immatériels peuvent être regroupés en 4 catégories : humain (connaissance et compétences), organisationnel (contrôle et communication), marketing (distribution) et de production (innovation de produit et de processus). Ces actifs ont les particularités d'être incertains quant à leur issue, appropriables partiellement et non séparables des autres actifs de l'entreprise.

2008, Sanofi-Aventis et Novozymes annoncent une collaboration pour le développement et la commercialisation d'un antibiotique innovant, il va de soi que ce type d'informations tiré de son contexte semble très positive. Or, qui sait que cette annonce intervient après le départ du PDG de Sanofi, Gérard Le Fur, le 1^{er} décembre 2008 pour résultat insuffisant, ayant négligé la recherche dans les biotechnologies, l'objet précisément de ce rapprochement en catastrophe avec Novozymes.

Cet exemple illustre l'importance prise par la politique de diffusion volontaire d'informations relatives aux immatériels dans les entreprises et ce, en raison de l'accroissement de l'activisme des actionnaires devenus versatiles, du déplacement des lieux de création de richesse vers le client qu'il faut informer ou encore des salariés soucieux de leur capital humain qu'il faut rassurer. Autant de facteurs à l'origine de l'émergence de modèles d'affaires pour lesquels les actifs immatériels, et en particulier le capital humain, jouent un rôle majeur.

Au-delà des seuls actionnaires pris en compte par la théorie financière orthodoxe, la pluralité des acteurs concernés par cette politique de diffusion d'informations peuvent modifier le contenu donné à l'information par son émetteur tant les attentes des parties prenantes sont hétérogènes. Dès lors, mieux vaut recourir à la définition donnée par Reix (2002) de l'information: "informer c'est fournir des représentations pour résoudre des problèmes ; ces représentations doivent être adaptées au contexte d'utilisation [...] L'information est ce qui nous apporte une connaissance, qui modifie notre vision du monde, qui réduit notre incertitude".

Ainsi, il paraît plus pertinent de recourir à la notion de connaissance qui résulte du prisme interprétatif et contingent de l'émetteur et du récepteur de l'information pour appréhender les motifs de la diffusion d'informations relatives à l'immatériel. Dès lors, les actifs immatériels ne constituent pas seulement un capital mais représentent aussi un enjeu de communication financière.

Une question mérite alors d'être posée dans ce cadre : quel rôle joue la diffusion d'informations relatives aux actifs immatériels auprès des parties prenantes ? Dit autrement, dans un contexte d'asymétrie d'information, quels motifs président à la divulgation volontaire de ce type d'informations par nature sensibles quant à l'avenir de l'entreprise ? On pressent que la réponse est contingente tant elle dépend du destinataire privilégié par cette diffusion. La littérature financière orthodoxe fournit les premières explications en privilégiant les actionnaires et les créanciers financiers comme principaux destinataires. Dans ce cadre, l'objectif consiste à augmenter la liquidité du titre, à diminuer l'incertitude, le coût d'obtention

de l'information et l'asymétrie d'information. Ce faisant, le coût du capital diminue et la valeur de l'entreprise augmente (I). Néanmoins, ce cadre d'analyse ne prend pas en compte suffisamment, selon nous, le caractère parfois qualitatif et donc particulièrement ambigu de ce type d'informations ainsi que la pluralité des acteurs concernés par cette politique de diffusion d'informations relatives aux immatériels (II). D'autres motifs semblent alors présider à cette politique. Deux illustrations sont proposées à l'appui de cette vision élargie de la politique volontaire de diffusion de l'information relative aux immatériels (III). La première illustre le rôle majeur joué par l'échange d'informations dans la politique offensive d'innovations chez Orange Labs tandis que la seconde montre comment cette politique peut aussi, dans un cadre défensif, constituer une tentative de la part des dirigeants de recherche d'une légitimité dans le cas, par exemple, du projet de fusion entre les laboratoires Biomérieux et Pierre Fabre.

I – Le cadre d'analyse traditionnel de la politique de divulgation d'informations volontaires en théorie financière

1 – 1 La diffusion ex ante d'informations relative aux immatériels à l'égard des créanciers financiers : une problématique largement ignorée en théorie financière

Cette diffusion à l'égard des créanciers financiers est peu abordée dans la littérature car ces derniers n'apparaissent pas comme les bailleurs de fonds des investissements immatériels. Sur un plan théorique, la théorie du financement hiérarchique stipule qu'en situation de fortes asymétries d'information, l'autofinancement sera privilégié soit en raison d'un contrôle extérieur (les banquiers refuseront de financer des actifs immatériels sur lesquels ils n'ont pas de garantie), soit par décision interne à l'entreprise : "[pour] ne pas introduire de rupture dans le respect des contrats implicites passés avec les clients, les fournisseurs, le personnel ou les collectivités locales" (Charreaux, 1992). De même, le faible recours à la dette pour le financement des investissements immatériels est expliqué par les théories contractuelles : en effet, en présence d'un endettement élevé, les dirigeants seraient incités à opter pour des projets risqués, contribuant ainsi à un transfert de la richesse des créanciers vers les actionnaires (Jensen et Meckling 1976), voire à sous-investir (Myers 1977). Les coûts d'agence supportés par les créanciers (coûts de surveillance de la procédure de sélection des projets) seront tels que la prime exigée sur leur rémunération rendra l'endettement plus coûteux que le recours aux fonds propres. Enfin, la théorie des signaux apporte aussi sa contribution, en posant le problème de la confidentialité des projets : un financement par

endettement implique une divulgation d'informations vis-à-vis de l'extérieur avec le risque de perdre l'avantage concurrentiel de l'entreprise (dans l'optique d'un financement par dette sur le marché). Cette constatation est validée empiriquement par de nombreuses études (Hall, 1992 ; Opler et Titman, 1994). Ceci remet en cause la proposition de Modigliani et Miller (1958) selon laquelle il y aurait indépendance entre la structure de financement et la structure de l'actif des sociétés, même en tenant compte de la fiscalité et semble favoriser plutôt les théories contractuelles ou du financement hiérarchique en raison d'asymétries d'information. Hall conclut en effet en disant qu'il est "plausible que le risque élevé présenté par les projets de R&D, et la difficulté ainsi que le coût de la publication d'informations sur ces projets, conduisent les entreprises à préférer l'autofinancement pour ces projets, ce qui n'est pas nécessairement vrai dans le cas d'investissements corporels" (Hall, 1992).

1 – 2 La diffusion ex post d'informations relatives aux immatériels à l'égard des créanciers financiers : informer sur la rentabilité des actifs immatériels et préserver des relations de confiance

Cette diffusion d'informations permet de limiter les coûts de surveillance supportés par les investisseurs et les prêteurs ainsi que les coûts de dédouanement des dirigeants liés aux conflits d'agence et donc en définitive à augmenter la valeur de l'entreprise (Depoers, 2000 ; Fan Yu, 2005). De ce fait, les investisseurs sont traités équitablement et protégés de toute manipulation de l'information due à son imprécision ou à son caractère partiel : c'est le concept anglo-saxon du "*fair disclosure*". Le coût d'obtention de l'information étant réduit, le coût du capital tend aussi à diminuer. Cela est d'autant plus vrai que le degré d'incertitude caractérisant le marché au sein duquel évolue l'entreprise est élevé (Sengupta, 1998). En effet, l'entreprise est d'autant plus soucieuse de préserver des relations de qualité avec les prêteurs par la diffusion d'informations que ces derniers ont du mal à les collecter. Or, cela est particulièrement vrai dans le cas de secteurs où les investissements immatériels jouent un rôle particulièrement important étant donné la difficulté à prévoir le niveau de rentabilité de ce type d'actifs : d'où l'importance pour les entreprises de préserver leur réputation et notamment la qualité des informations diffusées auprès des prêteurs (Diamond, 1991).

Bhojraj et Sengupta (2003) trouvent que les entreprises ayant un ratio d'endettement (sur capitaux propres) élevé ont tendance à moins diffuser d'informations volontairement pour ne pas mettre en valeur leur taux d'endettement. Cela est cohérent avec le cas d'une entreprise qui, détenant un montant élevé d'actifs immatériels, est a priori faiblement endettée et

communiquent donc plus volontairement d'informations au marché en vue de diminuer les frictions dans la collecte du financement externe (Lombardo et Pagano, 2002 ; Lambert et al., 2007).

1 – 3 La divulgation d'informations relatives aux actifs immatériels à l'égard des investisseurs et des analystes : diminuer l'asymétrie d'information et se signaler

La théorie de l'efficacité des marchés (Fama, 1970) financière orthodoxe stipule que toute information significative est intégrée par le marché dans le prix des actifs, l'étendue de cette information dépendant du degré d'efficacité du marché. Dans ce cadre, seul l'abandon de cette hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés peut expliquer l'impact d'une diffusion d'informations sur le cours de l'action. Ainsi, la diffusion d'informations relatives aux immatériels par le biais de leur inscription au bilan ou celui de leur diffusion dans la presse peut constituer un signal et influencer le cours de bourse seulement si cette diffusion implique une augmentation des flux de trésorerie futurs ou une diminution du risque anticipé.

Dans cette optique et dans les pays où il existe encore la possibilité d'activer les frais de R et D, Hughes et Kao (1991) ont montré que l'activation des frais de R et D peut être un signal vers le marché, montrant la qualité des projets de R et D. Ces auteurs ont ainsi établi que l'activation correspond à un processus volontaire de la part des dirigeants pour signaler aux marchés leurs projets de R&D rentables et ainsi se démarquer de leurs concurrents. La présence d'un auditeur indépendant qui valide l'évaluation de l'actif permet de donner à cette information une valeur "objective": les dirigeants sont prêts à encourir les coûts de l'activation (i.e le paiement d'un auditeur) parce que ces coûts sont nécessaires pour que le marché valorise cette information. Les firmes moins performantes ne peuvent pas procéder à une telle activation (faute de trouver un auditeur de réputation qui accepte de valider une valeur d'actif) et ainsi, l'activation signale les firmes les plus performantes (Hughes et Kao, 1991).

Dans la relation entre informations comptables et les marchés financiers, les analystes financiers jouent un rôle majeur dans la mesure où Breton et Taffler (1995) ont montré que ces analystes n'opèrent pas toujours les retraitements qui semblent s'imposer car "les sociétés de bourse sont concurrentes sur le marché de l'information, et doivent ainsi se conformer aux demandes de leurs clients, principalement des investisseurs institutionnels. Dans une grande mesure, la performance des analystes est appréciée d'après la précision de leurs anticipations, et la précision de ces anticipations est jugée non par rapport à ce qui pourrait être appelé le bénéfice "réel", mais par rapport au bénéfice publié". Cette affirmation est notamment validée

par Bozec et Magnan (1995) qui montrent qu'il y a une sanction du marché en termes de crédibilité quand les résultats réels d'une entreprise sont trop éloignés des prévisions.

1 – 4 Les effets attendus sur les indicateurs financiers

En finance, la diffusion volontaire d'informations a été étudiée sous les différentes dimensions de la liquidité et du cours du titre et du coût du capital.

1 – 4 – 1 La liquidité et le cours des titres

Tout d'abord, en présence d'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs, un problème de sélection adverse existe qui dissuade les moins informés d'acquérir le titre entraînant une sous-évaluation et une moindre liquidité du titre. Ainsi, adopter une politique de diffusion dynamique d'informations permet de nuancer ces problèmes de sélection adverse en égalisant les niveaux d'informations détenues par chaque investisseur. Le titre présente alors une plus grande liquidité ce qui le rend donc plus attractif et in fine augmente sa valeur (Kim et Verrecchia, 1991 ; Wang, 1994 ; Holden et Subrahmanyam, 2002 et Llorente, Michaely, Saar et Wang, 2002). Cet impact apparaît d'autant plus important que l'entreprise est de petite taille et le titre de faible liquidité (Verrecchia, 2001). Cela est d'autant plus vrai en présence d'investisseurs institutionnels (Diamond et Verrecchia, 1991). De nombreuses études empiriques ont ainsi vérifié cet impact de la diffusion d'informations sur la liquidité et le cours d'un titre (Welkar, 1995 ; Healy et al., 1999 ; Leuz et Verrecchia, 2000 ; Bushee et Leuz, 2005).

1 – 4 – 2 Le coût du capital

Ensuite, en présence d'une faible liquidité du titre, les investisseurs exigent une prime de liquidité augmentant d'autant la prime de risque et donc le coût du capital (Amihud et Mendelson, 1986 ; Chordia et al., 2000; Easley et al., 2002). Ainsi, Botosan (1997) trouve une relation négative entre qualité de diffusion et le coût des fonds propres confirmant l'une des conclusions de la théorie de l'agence tandis que Aboody et Kasznik (2000) dévoilent que les dirigeants avancent la diffusion des mauvaises nouvelles en retardant l'émission des bonnes pour espérer profiter de l'évolution des cours. Evans (2004) étudie la diffusion des informations dans les rapports financiers annuels relative à la recherche et conclut à un impact

négalif significatif sur l'asymétrie d'information entre dirigeants et propriétaires ainsi qu'à une diminution du coût du capital (Verrecchia, 2001).

Si on admet que l'information diffusée est liée au risque systématique de l'entreprise, alors la diffusion volontaire d'informations est valorisée par le marché et peut diminuer le risque perçu par les investisseurs mal informés et ainsi faciliter l'évaluation des cash-flows (Easley et O'Hara, 2004 ; Hughes et *al.*, 2007 ; Lambert et *al.*, 2007 et 2008). De même, elle permet une meilleure répartition du risque et donc une diminution du coût du capital (Merton, 1987 ; Diamond et Verrecchia, 1991). La plupart des études empiriques confirment cet impact (Botosan, 1997 ; Leuz et Schrand, 2008) même si d'autres sont plus réservées (Core et *al.*, 2008).

Au travers de ce bref survol de la littérature financière, l'étude de la diffusion d'informations ne concerne qu'un type particulier d'informations. Généralement, il s'agit d'analyser l'impact de la diffusion d'informations quantitatives dites "*hard*"² sur d'autres variables quantitatives comme le coût du capital ou de la dette. Or, dans les supports de diffusion comme les articles de presse, les rapports annuels de gestion, les conférences de presse, la plupart des informations relatives aux investissements immatériels sont qualitatives et souvent imprécises.

II - L'inadéquation du cadre d'analyse de la théorie financière

En effet, en raison des spécificités liées aux informations qualitatives relatives aux immatériels, le cadre d'analyse adoptée par la théorie financière apparaît inadapté pour un certain nombre de motifs qu'il convient de détailler.

2 – 1 La non prise en compte de la complexité du lien : informations/indicateurs financiers

Comme la valeur des immatériels est souvent difficilement observable, les entreprises recourent à des indicateurs dont la valeur est parfois étrangère à toutes actions des dirigeants. Ainsi, le lien entre les informations relatives aux actifs immatériels et les indicateurs financiers s'avère fragile car :

² Ces informations ont la particularité d'être faciles à stocker, à transmettre de façon impersonnelle, d'être facilement vérifiables et indépendantes du processus de collecte (Petersen, 2004). Elles véhiculent donc par nature des informations utiles (Grossman, 1981).

- les indicateurs financiers ne renseignent pas la plupart du temps sur le montant de la valeur créée mais seulement sur les facteurs clés de succès : ainsi, l'indicateur "productivité des salariés" renseigne sur le facteur "motivation des salariés" sans lien direct avec la création de valeur ;
- le processus d'innovation est dans certains secteurs très long. Le "*time from patent to product*" est ponctué par la diffusion d'informations liées à des découvertes dont le lien avec les indicateurs financiers est d'autant plus faible que l'on est éloigné du marché commercial : ainsi, dans le secteur du médicament³, entre la date du dépôt du brevet et le début des études cliniques s'écoulent en moyenne 5 années avec un rapport entre les molécules utilisées dans le médicament et le nombre de molécules découvertes de 1/10000^{ème} puis entre le développement du médicament jusqu'à sa mise sur le marché, 5 autres années s'avèrent encore nécessaires. Le processus d'innovation dure donc plusieurs années et l'impact sur les indicateurs financiers d'informations liées, par exemple, à la découverte de nouvelles molécules, est donc très lointain et pourtant réel ;
- diffuser volontairement une information relative à l'immatériel et en étudier le lien avec les indicateurs financiers risque d'encourager de la part des dirigeants le choix de dépenses immatérielles en R et D opérationnelle, par exemple, à rentabilité rapide et donc à faible risque et ainsi à renoncer à investir dans des opportunités d'investissements plus créatrices de valeur à long terme.

2 – 2 La non prise en compte de l'intérêt d'une information imprécise et incomplète

La littérature financière précédemment analysée privilégie dans ses études empiriques les informations relatives aux immatériels essentiellement quantitatives. Or, certains recommandent d'éviter toute diffusion d'informations trop précises et exhaustives :

- la diffusion publique de ce type d'informations détruit les opportunités de répartition du risque (Hirshleifer, 1971; Verrecchia, 1982) ; Diamond, 1985) ;
- cette diffusion informe les concurrents (Verrecchia, 1983 ; Dye, 1986; Gigler, 1994) ;
- cette diffusion influence les décisions d'autres agents dont la rentabilité peut s'en trouver affectée et avec elle la politique d'innovations, en particulier radicales (Morris et Shin, 2002 et 2004) ;

³ D'après les entreprises du médicament (LEEM), <http://www.leem.org>, mai 2006.

- l'imprécision des informations diffusées peut protéger les rentes ainsi que la position d'avantage pionnier en particulier lorsque cet avantage découle de l'observation d'une variable inobservable par le suivant (Maggi, 1994) ; en revanche, Blagwell (1995) estime que si cette position de pionnier est directement observable alors l'information à l'origine de cette position doit être totalement diffusée dans le cadre d'une stratégie de "coopétition" par exemple.

Fréquemment, les informations relatives aux investissements immatériels sont imprécises quant à leur montant trop difficile à appréhender a priori et quant à leur rentabilité attendue. Quels sont les effets de cette imprécision sur les indicateurs financiers de l'entreprise ? Intuitivement, plus l'imprécision est grande et plus le risque informationnel est élevé, ce qui accroît le risque conflictuel entre agents et donc au final le coût du capital de l'entreprise. Ainsi, quand le marché financier est seulement considéré comme lieu de transactions où les cash-flows sont décrits selon une distribution exogène et fixe, plus l'information diffusée est élevée et moins le risque et le coût du capital sont élevés. Par exemple, Kanodia et *al.* (2005) démontrent qu'un degré optimal d'imprécision tant en ce qui concerne la taille que la rentabilité attendue de l'investissement peut contribuer à créer de la valeur⁴ : plus l'asymétrie d'information entre les dirigeants et le marché est élevée et moins l'information diffusée doit être précise selon ces auteurs.

2 – 3 Une diffusion analysée à la lumière de la seule valeur actionnariale

En effet, la plupart des études privilégient la valeur de marché de l'entreprise dans le cadre classique des relations dirigeants, investisseurs et actionnaires. Ainsi, Amir et Lev (1996) analysent l'impact de l'annonce de la croissance du marché sur la valeur de marché de l'entreprise dans le secteur particulier des télécoms. Narayanan et *al.* (2000) montrent que la diffusion volontaire d'informations relatives à la R et D a un impact sur les décisions et la rentabilité des entreprises. Ces études ont pour point commun de ne privilégier que la relation dirigeants-investisseurs dans le cadre exclusif de l'étude de la valeur de marché de l'entreprise (Diamond, 1985 ; Diamond et Verrecchia, 1991 ; Stocken, 2000 ; Boot et Thakor, 2001). Or,

⁴ En revanche, trop de précision sur l'un des deux paramètres peut en détruire. Ainsi, si le marché connaît le montant de l'investissement mais pas son niveau de rentabilité, il en déduira le niveau de rentabilité à venir du montant de l'investissement observé ce qui induira un surinvestissement tandis que s'il connaît le niveau de rentabilité mais pas le montant de l'investissement, cela incitera l'entreprise à sous-investir (puisque le montant investi est ignoré des investisseurs).

l'information diffusée peut aussi intéresser d'autres parties prenantes d'autant que les supports utilisés ne se limitent plus à la presse spécialisée (Healy et Palepu, 2001). Ainsi, dans l'exemple relaté en introduction, Novozymes évoque explicitement l'intérêt pour ses clients de la recherche en commun avec Sanofi tandis que ce dernier évoque les retombées positives pour la société.

En outre, la diffusion de ce type d'informations peut s'interpréter à la lumière des travaux de Castanias et Helfat (1992) sur la rente managériale : communiquer sur les actifs immatériels de l'entreprise reviendrait pour les dirigeants à dévoiler la valeur de leur capital humain et ainsi à s'enraciner positivement au bénéfice de l'ensemble des parties prenantes.

2 – 4 L'absence de la prise en compte de l'intention stratégique des dirigeants

Ce type d'informations relatives aux actifs immatériels s'inscrit dans le cadre plus vaste de la formation de la stratégie de l'entreprise dont on sait depuis les travaux de Mintzberg (1978) qu'elle est le fruit de différents mouvements marqués par la réaction à des surprises environnementales mais aussi par l'intention du dirigeant. Or, diffuser volontairement ce type d'informations par essence stratégiques révèle souvent la vision des dirigeants qui les engage d'autant plus de façon irréversible qu'elle est rendue publique (Ferreira et Rezende, 2006).

Parmi ces intentions, celle consistant à diminuer l'incertitude pour inciter les partenaires à réaliser des investissements spécifiques à l'origine de conséquences financières positives pour les parties prenantes est sans doute réaliste. Ainsi, la valeur de marché n'est pas la variable directement privilégiée de cette politique de communication. La contrepartie est la perte de flexibilité qui oblige l'entreprise, victime du biais d'ancrage, à poursuivre sa politique dans une fuite en avant visant à récupérer ses "*sunk costs*". C'est pourquoi, sachant qu'ils pourront difficilement changer de politique une fois les informations diffusées, certains dirigeants préfèrent renoncer à diffuser certaines informations préservant ainsi l'option d'abandon et valorise donc la richesse des actionnaires à la lumière de l'analogie de la valeur des fonds propres et de celle des options défendue par Galai et Masulis (1976).

2 – 5 L'absence de la prise en compte de l'optimisme des dirigeants

Dans la littérature financière, la nature des informations prises en compte est décontextualisée (ou plutôt contextualisée dans le cadre unique de la relation dirigeants/actionnaires/créanciers), désincarnée et exogène. En effet rien n'est dit ou presque sur le processus lié à cette diffusion, ni même dans quel cadre stratégique cette diffusion d'informations se déroule puisque seuls des déterminants considérés comme exogènes sont pris en compte (comme la taille de l'entreprise, son niveau d'endettement, etc...). Pourtant, cette politique est fondamentalement endogène car elle relève de la volonté des dirigeants de s'adresser non seulement aux investisseurs mais aussi à l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise en particulier lorsque l'entreprise diffuse volontairement des informations qualitatives dites *soft*⁵.

Contrairement aux informations quantitatives et notamment financières, ce type d'informations est soumis principalement à deux aléas : l'optimisme (ou pessimisme) des dirigeants et l'incertitude. Qui plus est, le rôle de ce type d'information, et donc de l'optimisme des dirigeants, apparaît d'autant plus important que :

- les informations comptables apparaissent insuffisantes en raison notamment de la complexité du modèle économique liée à l'importance des investissements immatériels réalisés ;
- les titres sont cités de façon répétée par les médias et les analystes financiers à l'origine d'une forte interaction des dirigeants avec ces acteurs (Krishna et Morgan, 2004) ;
- le manque de consensus sur la valeur du titre (Foster et Viswanathan, 1996) et le niveau d'incertitude sont élevés (Grossman et Stiglitz, 1980 ; Veldkamp, 2006) ;
- les actifs immatériels sont de nature duale : à la fois à l'origine et finalité de la création de valeur.

2 – 6 La non prise en compte de l'apprentissage lié à la diffusion d'informations au sein de la hiérarchie

En raison d'une vision contractuelle de l'organisation et de l'hypothèse d'efficience historique⁶, l'apprentissage au sein de la grande organisation n'est pas pris en compte en théorie financière standard. Pourtant, la diffusion des informations liées aux actifs immatériels

⁵ Ces informations ont a contrario les particularités d'être vérifiables uniquement de leur émetteur, de ne pas l'engager et d'être souvent communiquées sous forme textuelle (Krishna et Morgan, 2008). Elles sont donc souvent considérées comme faiblement porteuses d'informations utiles (Benabou et Laroque, 1992).

⁶ L'un des mythes fondateurs sur lequel repose le management selon March (1999).

joue un rôle important dans le processus d'apprentissage. Les travaux pionniers d'Argyris et Schön (1983) ainsi que les travaux sur l'intraprenariat tels que ceux de Burgelman (1983) montrent que le processus de décisions d'investissements est étroitement lié à l'approche cognitive des acteurs situés à des niveaux différents de la hiérarchie. Les informations relatives aux immatériels n'auront pas a priori la même source ni la même finalité selon l'échelon hiérarchique qui les diffuse. Au plus proche du terrain et donc des besoins des clients, les cadres adoptent un "comportement stratégique autonome" émergent, résultant d'un degré de tolérance élevé à l'incertitude et à l'ambiguïté. Ces cadres réalisent dans un premier temps une activité de recherche (qualifiée de variété) au cours de laquelle les idées foisonnent; puis, se produit une sélection des meilleures idées liée à l'histoire et à la culture de l'organisation ; enfin, surgit la rétention de certaines de ces idées par apprentissage organisationnel à tous niveaux à l'origine d'un "*slack*" informationnel au sein de l'entreprise. Une véritable écologie des initiatives se met donc en place liée à la recherche de financements et à l'origine d'innovations à la condition que ces informations parviennent à se diffuser jusqu'au sommet de l'organisation. Dans ce cas, la direction générale ne sert qu'à allouer les ressources financières entre les différentes divisions. Il en est ainsi dans l'entreprise 3M où règne un management bas/haut au sein duquel les salariés recrutés sont souvent d'anciens chefs d'entreprises à l'origine d'innovations comme le Post-It ou encore le Scotch.

La diffusion d'informations du bas vers le haut de la hiérarchie est l'occasion de rendre autonome les salariés renvoyant au concept d'"*empowerment*" cher à Argyris.

Ainsi, la prise en compte de la dimension cognitive liée aux actifs immatériels entraîne un changement complet de la conception de la firme considérée comme "nœud de contrats" en théorie financière orthodoxe. En effet, encadrée dans une vision purement transactionnelle et non productive des actifs, cette théorie ne considère les actifs immatériels que sous leur dimension faiblement redéployable sur les marchés et donc de leur risque élevé à l'origine d'une politique de diffusion d'informations visant exclusivement (et négativement) à diminuer l'asymétrie d'information, l'incertitude, l'illiquidité des titres ou encore le coût du capital.

III - Un renouvellement du cadre traditionnel d'analyse rendu nécessaire par la prise en compte des différentes parties prenantes de l'entreprise

Envisager les actifs immatériels sous l'angle de leur perception dans le cadre d'une politique de diffusion d'informations et ce, par de multiples parties prenantes, enrichit considérablement le cadre explicatif de cette politique. En effet, la recherche de légitimité de

la part des dirigeants ou encore le souhait de contrôler les ressources présentes dans l'environnement semblent constituer deux motifs importants à l'origine de la diffusion d'informations aussi sensibles que celles relatives à l'immatériel. Aussi, ce qui pouvait ressembler dans le cadre traditionnel à des dépenses gaspillées en R et D (Jensen et Meckling, 1992) devient-il alors le creuset d'une création de valeur se prêtant d'ailleurs mal à une évaluation sur la base d'indicateurs purement financiers.

3 – 1 Gérer la diffusion d'informations relatives aux immatériels en vue de créer de la valeur pour le client final

A priori, une fois divulguée, l'information relative à l'innovation devient un bien collectif facilement reproductible alors que pour l'obtenir les entreprises doivent engager des dépenses privées considérables. Le risque semble grand de voir cette information réutilisée par les concurrents et ce, au détriment de son auteur. Or, l'idée même selon laquelle l'information en R et D est un bien public facilement utilisable est une idée souvent fautive en particulier lorsque la probabilité pour l'imitateur d'être toujours en retard est grande. En revanche, diffuser des informations relatives aux immatériels permet sous certaines conditions d'influencer le cadre des futures innovations et de solliciter son environnement pour obtenir de nouvelles idées.

Le cas exposé de la recherche chez Orange Labs fournit à cet égard une illustration de cette volonté de la part du groupe Orange de modeler son environnement :

Cas n° 1 - la diffusion d'informations relatives aux immatériels comme arme offensive liée à l'innovation : la recherche à Orange Labs

Dans son secteur, France-Télécom (FT)-Orange est l'un des groupes qui investit le plus dans la R&D au travers de sa filiale Orange Labs avec 900 M€ en 2008 soit 1,7% du CA, 3500 chercheurs et ingénieurs, 7000 brevets dans le monde et 350 nouveaux brevets par an. La recherche et développement connaît globalement deux tendances lourdes à l'origine d'une politique très dynamique de gestion de la diffusion d'informations relatives aux immatériels :

- **les frontières sectorielles s'estompent** sous l'effet d'une plus grande proximité avec le client final vers lequel et à partir duquel des informations relatives aux innovations circulent. En effet, les fabricants essaient de se rapprocher de leurs clients finals pour capter plus de valeur en stockant et en valorisant l'information acquise : ainsi, Nokia a

racheté la plateforme Ovi qui fournit non seulement des services dans la musique, les jeux et les GPS pour monter dans la chaîne de valeur aussi bien du côté des opérateurs que de l'intermédiation mais aussi une précieuse base de données quant aux profils des clients. Des producteurs comme Sony ou Apple intègrent désormais des plateformes de jeux et la fabrication d'équipements. Enfin Orange, opérateur, investit l'intermédiation et les contenus avec son offre premium qui donne accès à des contenus exclusifs depuis les TV, les PC ou les mobiles grâce à des innovations dont la communication est soigneusement orchestrée dans les médias ;

- **une multiplication des sources d'innovation** contraignant Orange à une politique de diffusion d'informations complexe : en effet, il y a 40 ans, l'innovation chez FT était exclusivement assurée par le CNET (Centre National d'Etude des Télécommunications) piloté par une structure verticale et un processus très long. Ainsi, le GSM (Global System for Mobile communications) a demandé 10 ans de raffinage de la norme et 10 ans de lancement industriel. Cette époque est révolue car on assiste aujourd'hui à un changement de paradigme. L'innovation est devenue un métier d'architecte aménageur consistant à créer les structures organisationnelles favorisant l'innovation : "tout est disponible sur les étagères et l'enjeu est de repérer ce qui s'intégrera au mieux dans le réseau et plateformes, au moindre coût et avec le plus de valeur pour le client final" souligne Thierry Bonhomme, responsable de la R et D chez Orange. Des sources d'innovations aussi improbables que celles des utilisateurs eux-mêmes nécessitent de la part de l'entreprise la création puis le développement de canaux de diffusion d'informations efficaces. Par exemple l'App Store permet aux utilisateurs d'iPhone de développer leurs propres logiciels, Apple se chargeant ensuite de les mettre en vente et de fournir les clients. App Store fournissait ainsi fin 2008 près de 4000 applications et en juin 2009, 70 000 !

Ainsi, chez Orange, cette gestion des canaux de diffusion des informations relatives aux immatériels permet une circulation à double sens à l'origine de véritables innovations :

- **l'offre d'Orange est décomposée en objets de recherche** qui correspondent à des propositions de valeur aux yeux des clients. L'un de ces objets, intitulé Futurology, est consacré à un travail avec les partenaires extérieurs sur les tendances lourdes du secteur : ainsi dernièrement, un travail a été réalisé avec le secteur automobile sur le transport multimodal et sur l'impact des TIC sur les innovations. Un autre objet, intitulé Seed, recueille tout ce qui provient des laboratoires hors de France pour alimenter la recherche (observation des "*business models*" déployés par les

concurrents) ;

- **la recherche est soumise à la plus forte exposition environnementale possible** au travers de la pratique de l'"*open innovation*" :
 - Chaque objet de recherche a un "*business plan*" et une gouvernance avec des membres extérieurs à la R et D. Un conseil scientifique composé d'industriels et de chercheurs et dirigé par Pierre-Luis Lions, médaille Fields 1994, audite chaque année 3 ou 4 objets et rédige un rapport d'évaluation objectif ;
 - Une demande est faite aux patrons des objets de recherche d'associer des partenaires externes même si cette exigence suscite de fortes réticences liées au sentiment de perte de temps de la part des responsables de chaque objet de recherche ;
 - Parallèlement à cette gestion interne aux objets de recherche, se produit un renforcement du processus d'innovation avec les clients grâce à la création d'un réseau social "*Dream Orange*" qui réunit clients, universitaires et artistes et auxquels on donne de l'information scientifique sur un thème donné visant à alimenter un débat pour aider à structurer une réflexion. Une autre initiative témoigne de cette volonté d'ouverture vers l'environnement : la création de la Cantine à Paris, véritable espace coopératif, d'échange, d'expérience de co-innovation qui réunit collectivités locales et clients à l'origine d'études sur les usages du Web et leur impact sur les besoins en nouvelles technologies.
- **la recherche est aussi menée en partenariat avec de nombreuses parties prenantes** dans le cadre d'une politique de co-innovation en réseau avec des établissements de recherche et d'enseignement supérieur (INRIA, CNRS, GET, Supélec, MIT, Stanford, ...), avec certains clients (ELM Leblanc), des sociétés hors télécoms (Essilor) ou encore des pôles de compétitivité et des clusters mondiaux. L'innovation est ainsi à l'origine de structures organisationnelles originales favorisant l'échange d'informations et donc d'idées à l'origine d'innovations.

On le voit au travers de cet exemple, l'efficacité de la R et D est d'autant plus grande que la diffusion d'informations relatives à cette activité lui permet d'être présent dans les écosystèmes innovants et ainsi d'influencer les processus de normalisation et de standardisation et d'accélérer la mise sur le marché de ses innovations en accordant des licences aux industriels qui seront ses propres fournisseurs.

3 – 2 Diffuser des informations relatives à l'immatériel en vue de rechercher une légitimité auprès des parties prenantes

Issue des travaux des institutionnalistes (Veblen, 1901 ; Commons, 1934 et 1950) et néo-institutionnalistes (Williamson, 1984), la théorie de la légitimation avance que tout dirigeant doit mettre en adéquation d'une part, les attentes et valeurs de la société avec d'autre part, les actions de leur organisation et ce, dans le but d'assurer sa survie à long terme (Dowling et Pfeffer, 1975 ; Lindblom, 1994). Comme les attentes de la société sont en perpétuelle évolution, les entreprises doivent s'adapter et le faire savoir à la société, ce qui justifie une politique de diffusion d'informations efficace. Cette vision utilitariste et instrumentale de la prise en compte des parties prenantes est plus particulièrement défendue par Freeman selon lequel la gestion des relations avec l'environnement peut redonner des marges de manœuvre à l'organisation. Dans une vision plus descriptive, Mitchell et *al.* (1997) analysent comment les dirigeants répondent aux parties prenantes selon un triptyque qui les caractérise : l'urgence, la légitimité et le pouvoir. Les deux derniers attributs apparaissent particulièrement liés à la diffusion d'informations relatives aux immatériels : lorsque la recherche d'un pouvoir de marché ou encore la restauration d'une légitimité semblent nécessaires, une communication fondée (à juste titre ou non) sur les actifs immatériels peuvent jouer un rôle prépondérant comme l'illustre la tentative de rapprochement des deux laboratoires pharmaceutiques Biomérieux et Pierre Fabre :

Cas n° 2 : la diffusion d'informations relatives à l'immatériel comme arme défensive de légitimation : la fusion des laboratoires Biomérieux et Pierre Fabre⁷

La fusion annoncée entre ces deux laboratoires en septembre 2000 reposait sur la principale justification suivante : la capacité de créer des synergies en inventant une nouvelle activité par la combinaison de la *thérapie* (dans laquelle les laboratoires Pierre Fabre étaient spécialisés) et du *diagnostic* (spécialité des laboratoires Biomérieux) résumé sous le terme créé pour la circonstance de théranostique.

A l'époque en 1999, les laboratoires Pierre Fabre souffrent d'un endettement important et

⁷ Ce cas est une synthèse de l'article intitulé : "La construction sociale des synergies dans les fusions et acquisitions : lorsque Biomérieux et Pierre Fabre inventent le "théranostique" pour justifier leur fusion" de P. Monin et E. Vaara paru dans la revue "Gérer et comprendre", n° 82, décembre 2005.

d'une faible rentabilité avec comme principale activité la pharmacie (ou thérapie). La politique de déremboursement et le maintien de produits pharmaceutiques anciens l'obligent à des dépenses élevées dans la R et D et en particulier dans l'immunologie. La dermo-cosmétique est la vache à lait du groupe lequel occupe le second rang mondial pour l'homéopathie (qui inclut la dermo-cosmétique). Outre ces problèmes financiers, Pierre Fabre, le fondateur, n'a pas de successeur, ce qui constitue un problème vital pour le groupe d'autant que le dirigeant tient farouchement à son indépendance et refuse toute alliance avec un grand groupe. Biomérieux est deux fois plus petit en chiffre d'affaires que les laboratoires Pierre Fabre et occupe la 8^{ème} place dans le diagnostic biologique. Il consacre par ailleurs 12% de son CA à la R et D (notamment la thérapie génique et l'immunologie) et réalise 75% de son chiffre d'affaires à l'étranger. Ce groupe est détenu par Alain Mérieux qui souhaite là aussi maintenir le caractère familial du groupe. Il entretient le rêve secret de revenir dans l'industrie du vaccin car le père d'Alain Mérieux dirigeait l'institut Pasteur tombé dans les mains de Sanofi-Aventis.

Après la naissance d'une holding détenue à part égale par Pierre Fabre et Alain Mérieux, des équipes mixtes sont créées courant 2000 pour organiser la fusion et exploiter les synergies liées à la combinaison des savoir-faire respectifs qui font alors l'objet d'une active politique de diffusion d'informations auprès des médias et des salariés. En effet, trois types de synergies sont annoncées : stratégique en raison du rapprochement de deux expertises (dans le diagnostic et dans la thérapie), financière (un groupe très endetté et l'autre moins) et commerciale (réseau de distribution international de Biomérieux complémentaire à celui de Pierre Fabre plutôt hexagonal). Très vite, la théranostique apparaît comme un concept scientifique séduisant car il signifiait la fin du paradigme des "*blockbusters*" en permettant de traiter très finement les pathologies à la carte et non massivement comme le font les "*blockbusters*". En interne, les dirigeants deviennent les relais de ce message positif : fort de son expertise le numéro 2 des laboratoires Biomérieux, Mr. Belingard, ancien PdG des laboratoires Roche Diagnostics et expert en synergies pharmaceutiques, se répand sur les bienfaits supposés de la théranostique. Cette idée devient à la mode car elle permet aux grandes entreprises pharmaceutiques et aux *start-up* de biotechnologies de justifier leurs investissements colossaux dans le génomique i.e le traitement individuel des patients. L'impact favorable sur les parties prenantes est immédiat en raison de préjugés cognitifs (des experts le disent), du mimétisme (à défaut de savoir, suivons la majorité) et d'une confiance aveugle envers les dirigeants (Bélingard connaît son métier).

Ainsi dès le départ, la théranostique est la justification à la fusion sur la base des

synergies attendues de la fusion des deux groupes. Ces synergies génèrent de fortes attentes mais sur la base d'une diffusion d'informations relativement floues d'autant plus nécessaire que cela épargne les deux groupes de questionnements trop pressants de la part des parties prenantes.

Ainsi, personne ne sait si la théranostique est un procédé opérationnel ou seulement une marque destinée à préempter le marché. De même, les moyens financiers apparaissent rapidement insuffisants pour rapprocher le diagnostic de la thérapie, du manque d'adossement de la recherche sur une start-up de biotechnologie et des structures de développement de ce concept (de type hôpitaux). Mais fin 2001, il apparaît ouvertement que les dirigeants divergent quant aux implications organisationnelles et stratégiques de la synergie liée à la théranostique car pour les représentants de Biomérieux cela signifiait que Pierre Fabre devait céder ses activités pharmaceutiques dirigé par le neveu et seul représentant de la famille ! Les médias commencent alors à se demander si la théranostique est le vrai motif. On commence à chercher les boucs émissaires et la théranostique apparaît comme un alibi pour cacher une opération purement patrimoniale. Ainsi, l'échec pourtant prévisible de cette fusion est annoncé début 2002.

Ce cas brièvement exposé illustre le rôle joué par la diffusion d'informations relatives aux activités de recherche de chaque groupe dans le but de susciter l'adhésion des parties prenantes à ce projet pourtant dès le départ jugé douteux par beaucoup. En effet, quels que soient les motifs le plus souvent avancés dans la littérature, les fusions-acquisitions doivent être justifiées auprès des parties prenantes internes et externes. La politique de communication d'informations suffisamment vagues et ambiguës – caractéristiques de celles relatives aux actifs immatériels – permet de fédérer autour d'un projet dont pourtant les aspects scientifiques apparaissent dès le départ douteux. Ce discours autour des synergies liées aux actifs immatériels apparaît ainsi légitime, accessible, présenté comme urgent et stratégique. Il représente en lui-même un actif immatériel à part entière utilisé intentionnellement pour justifier cette fusion au risque de construire des illusions et des attentes contradictoires.

Conclusion

Au terme de ce travail, nous avons essayé d'élargir le cadre d'analyse traditionnel de la théorie financière qui privilégie un type bien particulier d'informations : le plus souvent quantitatives, désincarnée et supposées objectives. Or, s'agissant des informations qualitatives relatives aux immatériels, leurs caractéristiques s'avèrent très différentes car souvent floues et ambiguës et dont les destinataires ne peuvent se résumer aux seuls actionnaires ou créanciers financiers. C'est pourquoi l'élargissement de la prise en compte des parties prenantes permet de mieux comprendre le caractère paradoxal et contingent de la politique de diffusion d'informations immatérielles et souvent par là même stratégiques. Sur un plan offensif, la recherche d'innovations par échange d'informations de sources diverses tout comme, sur un plan défensif, la volonté de bâtir une légitimité, dans le cadre par exemple d'une fusion acquisition, éclairent cette politique.

Ainsi, étant donné l'ampleur et la complexité des connaissances à mobiliser et à diffuser pour innover, ne pourrait-on pas définir la création de valeur comme l'art de gérer l'ambiguïté au travers d'un apprentissage permanent en renonçant au moins partiellement à mesurer cette valeur. L'essai erreur n'est pas seulement toléré mais encouragé dès lors que l'on apprend sinon autant et parfois plus de ses échecs.

Bibliographie

Aboody, D., and Kasznik, R., "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, 29, p. 73-100.

Amir, E. and Lev, B., "Value-Relevance of Non-financial Information: The Wireless Communications Industry", *Journal of Accounting and Economics*, 22(August-December), p. 3-30, 1996.

Argyris C. and Schön D., "Editorial ", *Journal of Management studies*, 20, p. 3-5, 1983.

Bhojraj, S., and Sengupta, P., "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors", *Journal of Business*, 76, p. 455-475, 2003.

Boot, A.W. and Thakor, A. V., *The many faces of information disclosure*. University of Michigan Business School, working paper, 2001.

Botosan, C.A., "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital", *The Accounting Review*, 72, p. 323-350, 1997.

Bozec R., Magnan M., "Effet modérateur de la crédibilité du bénéfice sur son utilité pour les investisseurs boursiers", *Cahier de recherche n° 95-20*, Ecole des HEC, Montréal, octobre, 25 p, 1995.

Burgelman R.A., "Corporate entrepreneurship and strategic management: Insights from a process study", *Management Science*, 29, p. 1349-1364, 1983.

Bushee, B.J. and Leuz, C., *Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC Bulletin Board*. *Journal of Accounting and Economics* 39: 233–264, 2005.

Castanias R.P and Helfat C.E., "Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 1992.

Charreaux G., "Autofinancement, information et connaissance," *Working Papers FARGO 1070102*, Université de Bourgogne , 2007.

Charreaux G., "Théorie financière et stratégie financière", *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 46-63, 1992.

Depoers, F., "A cost-benefit study of the voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies", *European Accounting Review*, pp.245-263, 2000.

Diamond, D., and R. Verrecchia,. *Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital*. *Journal of Finance*, 46: 1325-1360, 1991.

Diamond, D., "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economics Studies*, 51, 1985.

Diamond, D. and Verrecchia R., Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance* 46, 1325-1359, 1991.

Dye, R., Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, Vol. 23(1), 123-145, 1985.

Easley, D., and O'Hara M., Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59:1553-1583, 2004.

Lambert, R., Leuz, C. and Verrecchia, R. E., "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research* 45(2): 385-420, 2007.

Evans M., "Board Characteristics, Firm Ownership and Voluntary Disclosure", Duke University, Working paper, 2004.

Fama, E.F., "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, p. 383-417, 1970.

Fan Yu, "Accounting transparency and the term structure of credit spreads", *Journal of Financial Economics*, 75, p. 53-84, 2005.

Ferreira, D., and Rezende, M., "Corporate strategy and information disclosure", *RAND Journal of Economics* 38, 1, p. 164-184, 2006.

Graham, J.R., Harvey, C. R. and Rajgopal, S., "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics* 40, 3-73, 2004.

Hall B. H., "Investment and Research and Development at the firm level : does the source of financing matter ?", working paper n° 4096, National Bureau of Economic Research, 1992.

Healy, P. and K. Palepu, "Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp.405-440, 1999.

Hughes J. S. and Kao J. L., "Economic implications of alternative disclosure rules for research and development costs", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 8, n° 1, autumn, p.152-169, 1991.

Hughes, J.S., J. Liu, and J. Liu., "Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital", *The Accounting Review*, 82: 705-730, 2007.

Jensen M.C. et Meckling W.H., " Specific and General Knowledge, and Organizational Structure ", in L. Werin et H. Wijkander (Eds), *Contract Economics*, Blackwell, 1992, p. 251-274, 1992.

Jensen M., and W. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360, 1976.

Kanodia C., Sapra H. and Venugopalan R., "Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs ?", *Journal of Accounting Research*. Vol. 42, No. 1: 89-120, 2005.

Kim, O. and Verrecchia, R., "Market liquidity and volume around earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 17, p. 41-67, 1991.

Krishna V. and Morgan J., "Contracting for information under imperfect commitment", *RAND Journal of Economics*, 39, 4, p. 905-925, 2008.

Lambert R., Leuz C., and Verrecchia R., "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 45, p. 385-420, 2007.

Leuz Ch. and Verrecchia R.E., "The economic consequences of increased disclosures", *Journal of Accounting Research*, 36, p.31-40, 2000.

Lindblom, C.K., "The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure", *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York, 1994.

Mintzberg H., "Patterns in Strategy Formulation", *Management Science*, 24, 9, 1978.

Mitchell R. K. and al., "Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts." *Academy of Management Review*, 22, 4, p.853-886, 1997.

Morris S. and Shin H.S., "The Social Value of Public Information", *American Economic Review*, 92, p. 1521-1534, 2002.

Myers S., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, p. 147-175, 1977.

Narayanan, Deepa, Shah T., " Connecting the Local to the Global: Voices of the Poor", World Bank, Washington, 2000.

Opler T.C. and Titman S., "Financial distress and corporate performance", *Journal of Finance*, 49, 3, p. 1015-1040, 1994.

Reix R., "Systèmes d'information et management des organisations, 4e édition, Vuibert, 443 pages, 2002.

Sengupta P., "Corporate disclosure quality and the cost of debt", *The Accounting Review*, 73, pp.459-474, 1998.

Verrecchia, R.E., "Essays on Disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 97-180, 2001.

Verrecchia, R., "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, 3, p.179-194, 1983.

Wong, J., "The investment opportunity set and acquired goodwill", Working paper. The University of Auckland, 1994.