

Divulgence volontaire d'informations non-financières et valorisation boursière des firmes

Felix Zogning*

Université du Québec en Outaouais, Gatineau (Canada)

ARTICLE INFO

Article Type:
Research Article

Article History:
Received: 2013-09-05
Revised: 2014-01-09
Accepted: 2014-01-09

Keywords:

Divulgence volontaire
Information non-financière
Performance organisationnelle
Gestion de la réputation

Voluntary disclosure
Non-financial information
Organizational performance
Reputation management

ABSTRACT

Cet article discute de l'impact de la divulgation volontaire des indices de performance non-financiers sur la valeur marchande de diverses entreprises. Les résultats, basés sur plusieurs méthodes de recherche, indiquent que la divulgation volontaire d'informations non-financières concernant la performance organisationnelle diminue de manière significative l'asymétrie des informations en ce qui concerne les valeurs. De plus, la divulgation volontaire de cette sorte a aussi augmenté la valeur marchande des compagnies.

This paper discusses the impact of voluntary disclosure of non-financial performance indicators on the market value of different firms. Based on mixed methods research, the results show that voluntary disclosure of non-financial information on organizational performance significantly diminishes the information asymmetry with regard to securities. Such voluntary disclosure has also increased the market values of companies.

©Journal of Professional Communication, all rights reserved.

Le 09 août 1995, Netscape, l'entreprise promotrice du premier navigateur Internet qui avait été fondée un an auparavant, entrait en bourse. Le prix d'émission de son action était fixé à 14\$, et la première cote s'est finalement faite à 28\$, avant que le cours de l'action n'atteigne 75\$ en quelques heures. Cette envolée des cours qui est régulièrement constatée seulement lors des premiers jours de cotation d'un titre en bourse allait pourtant se maintenir pendant 5 ans, malgré les lourds déficits traînés par Netscape.

Comme Netscape, l'écrasante majorité des entreprises évoluant dans le

*Corresponding author (Felix Zogning)

Email: Felix.Zogning@uqo.ca, Twitter: @FelixZogning

©Journal of Professional Communication, ISSN: 1920-685. All rights reserved. See front matter.

domaine du high-tech, malgré leurs médiocres résultats comptables, allait connaître une performance boursière sans précédent à partir de 1995 ; une performance soutenue par les seules projections d'innovation et de nouveaux marchés à conquérir. Le pic fut atteint en mars 2000 lorsque l'indice du Nasdaq a surpassé les 5000 points. La bulle spéculative a explosé par la suite, et l'indice a perdu en quelques mois plus des deux tiers de sa valeur, sans jamais pouvoir remonter à 2500 points.

Dans la dynamique actuelle des marchés, la nécessité pour les investisseurs de maximiser leurs possessions et l'obsession des créanciers de minimiser leurs risques, suscitent chez les deux groupes un besoin croissant d'informations, pour parvenir à une meilleure allocation de leurs ressources. La divulgation d'informations par les entreprises au sujet de leur situation financière, leur potentiel économique et leur performance organisationnelle s'inscriraient dans le cadre de la satisfaction de ce besoin informationnel, tout en assurant à l'entreprise une meilleure compréhension de son activité par ses investisseurs et créanciers, une évaluation et une estimation plus précises de ses perspectives par des analystes financiers qui lui fournissent des recommandations. Ceci est notamment le point de vue et la préoccupation de l'ICCA (Institut Canadien des Comptables Agréés), qui prépare à cet égard des règles « *visant à promouvoir la mesure et la communication de l'information sur la performance organisationnelle non traitée dans les états financiers* », au moment même où plusieurs firmes (PriceWaterhouse&Coopers, 2001) et ordres comptables se penchent sur la pertinence d'inclure dans les divulgations corporatives des indicateurs de performance non-financière, lesquels tournent largement autour de la performance organisationnelle. Cette performance organisationnelle peut être définie comme l'aptitude de l'entreprise à faire croître cumulativement et durablement son produit réel global; soit son potentiel latent qui devrait avoir une incidence sur ses possibilités de croissance.

De nombreuses études (Eccles et Mavrinac, 1995; Graham et al., 2002) relèvent l'importance grandissante de l'information non-financière pour les acteurs du marché financier et notamment de la part des analystes financiers qui font figure d'utilisateurs sophistiqués de l'information corporative. Ces études cadrent avec une réalité factuelle, si l'on s'en tient aux exemples qu'offre l'éclatement de la bulle spéculative des high-tech dont les entreprises ont été évaluées sur la base de méthodes pratiquement affranchies de l'orthodoxie financière, ce qui confirme une influence et une pertinence de plus en plus importantes des variables non-financières dans le processus de valorisation des entreprises de NTIC, et une tendance de décrochage à l'égard de l'information comptable traditionnelle. Les agences de notation sont par ailleurs de plus en

plus intéressées à des informations au sujet de la performance organisationnelle des entreprises qu'elles notent, comme l'indique une étude de la firme McKinsey & Company (2007).

Dans le dessein d'enrichir les travaux jusqu'ici réalisés et qui ont porté sur l'utilité et la pertinence de l'information non-financière fournie par l'entreprise dans l'évaluation et les prévisions des analystes, la présente étude a pour but d'explorer le processus d'intégration de cette sorte d'information par le marché financier, et ensuite, de mesurer l'ampleur du lien entre la divulgation d'informations relatives à la performance organisationnelle et l'asymétrie d'information dans ce marché.

Par conséquent, ceci pourrait mener à une meilleure définition d'une politique de divulgation d'informations non-financières relatives à la performance organisationnelle.

Revue de la littérature

L'utilisation grandissante de l'information non-financière a déjà été l'objet d'un nombre d'études et ce, dans plusieurs contextes incluant l'organisation de l'entreprise ainsi que la satisfaction de ses employés et de ses clients. Déjà, Kaplan et Norton (1992), suivis de Ittner & Larcker, (1998) recommandaient de tenir compte de mesures non-financières dans l'évaluation de la performance d'une entreprise, en avançant comme argument que la performance organisationnelle est un préalable à la performance financière et qu'elle pourrait aisément permettre d'estimer celle-ci. Évoquant la satisfaction des employés comme mesure de performance organisationnelle, Likert (1961) et Roethlisberger (1959) affirment que des employés satisfaits sont plus susceptibles de s'engager dans un effort de collaboration et d'accepter les objectifs organisationnels qui augmentent la productivité. De même, Anderson, Formell et Lehmann (1994) pensent que la satisfaction de la clientèle a un impact sur le produit des ventes, les parts de marché et les intentions d'achats. Un haut degré de fidélisation d'une clientèle serait alors garant d'une certaine stabilité de flux de trésorerie.

Eccles et Mavrinac (1995) notent chez les analystes financiers, la nette conviction de l'existence d'un fossé informationnel dans les domaines des chiffres comptables et de la réalité de l'entreprise. Ittner et Larcker, (1998) et Graham et al. (2002) expliquent l'accroissement de la pertinence de l'information non-financière par l'accroissement de la concurrence et la mondialisation, les

développements technologiques, et l'introduction d'un nouveau type d'entreprise, notamment les entreprises du secteur du high-tech. Ces auteurs indiquent que pour prévoir des revenus futurs, les analystes financiers doivent nécessairement s'appuyer sur des informations non-financières telles que les activités futures de l'entreprise ou les acquisitions qu'elle espère réaliser. Vanstraelen et al. (2003) trouvent par ailleurs que la divulgation de l'information non-financière prospective a une influence positive sur l'exactitude des analystes quant aux prévisions de bénéfices. Ils précisent ainsi que toutes les informations non-financières ne sont pas d'importance égale. C'est le constat que font également Flöstrand et Ström (2006) qui ont analysé les rapports d'analystes au sujet de 200 entreprises de l'indice S&P500 et ont trouvé que les analystes ont tendance à s'appuyer plus fortement sur l'information non-financière prospective que sur l'information non-financière historique.

La complémentarité entre les données financières et les données non-financières a aussi été avancée dans des recherches antérieures, entre autres par Amir et Lev (1996) qui ont étudié la valeur et la pertinence de renseignements non-financiers dans l'industrie des communications sans fil. Sur une base autonome, ils indiquent que les informations financières (salaires, valeur comptable des actifs, et flux de trésorerie) sont très peu pertinentes pour l'évaluation boursière des entreprises de téléphonie cellulaire. Par contre, des indicateurs non-financiers, tels que la taille de la population (comme proxy de croissance) et la pénétration du marché (comme mesure du rendement de l'exploitation), sont hautement pertinents dans ce cas. Toutefois, lorsqu'elles sont combinées avec des informations non-financières, les données de la comptabilité financière gagnent une contribution marginale pour l'explication des cours boursiers, ce qui suggère un degré de complémentarité entre les données financières et non-financières. Ceci est un point partagé par Cohen (2004), qui pense que si l'information comptable constitue un matériau nécessaire et particulièrement adapté pour le diagnostic financier, elle ne saurait cependant répondre à tous les besoins informationnels des analystes financiers dont la tâche d'évaluation et de prévision requiert également des informations extra-comptables de caractères qualitatif et quantitatif. L'information non-financière couplée à l'information financière permettrait alors de mieux appréhender la valorisation des firmes, notamment dans les secteurs liés au développement des technologies de l'information et de la communication. Hand (2003) indique dans ce sens que les informations non-financières qui donnent des détails sur les alliances stratégiques nouées ou les processus opérationnels implantés au sein de la firme, sont davantage prédicteurs de la tendance des résultats futurs.

Dans une étude traitant de l'effet sur le comportement des analystes financiers de la divulgation via le web des informations relatives à la performance organisationnelle et financière des entreprises, Aerts, Cormier et Magnan (2007) concluent que cette divulgation est de nature à réduire la dispersion des prévisions des analystes financiers en Amérique du Nord. Par ailleurs, l'information quantitative semble intéresser les analystes plus que l'information descriptive ou qualitative. Ce résultat est confirmé par Cormier et al. (2008), qui évoquent une incidence de la nature et de l'ampleur des informations sociales sur la volatilité des titres boursiers, en démontrant que l'information quantitative et vérifiable réduit cette volatilité. En outre, Nielsen (2005) et Garcia-Meca & Martínez (2007) observent que les analystes financiers se basent principalement sur l'information concernant la stratégie de l'entreprise. D'ailleurs, les marchés financiers continuent d'exiger davantage d'informations pour aider les acteurs à prendre des décisions d'investissement.

Dans la même veine, Grunert et al. (2005) dans leur analyse des données de fichiers de crédit de quatre grandes banques allemandes, trouvent que l'utilisation combinée des données financières et des données non-financières mène à une prévision plus précise des futurs événements de défaut, beaucoup mieux qu'une simple utilisation de chacun des deux de types de données. Dans la prévision de bénéfices, les analystes font face à l'incertitude économique des entreprises. À cet égard, et selon Bushman et Smith (2003), ils peuvent réduire cette incertitude en se basant sur les informations divulguées sur les projets de recherche et développement, les segments de marché des produits, la compétence des employés et la qualité des produits. Ces informations ont un contenu prédictif, de même que les informations sur les pratiques de gouvernance d'entreprise peuvent aider les analystes à évaluer la fiabilité de la divulgation de performance d'une entreprise. Cette utilité prédictive de l'information non-financière à caractère organisationnel est toutefois questionnée par Campbell (2008) qui pense que certaines de ses caractéristiques limitent son utilisation dans la prise de décision. Il se réfère ici à leur caractère non rigide et le fait qu'elles s'appuient sur des balises moins objectives et des échelles de mesure non conventionnelles.

Donc, comme vu ci-dessus, les études antérieures portant sur la valeur, les attributs et la pertinence de l'information non-financière ont jusqu'ici contribué à montrer son utilité et l'intérêt grandissant que lui vouent les parties prenantes aux activités des entreprises. Ces études ont pour la plupart porté sur des techniques d'observation, d'enquêtes, ou de sondage. La présente étude voudrait non seulement confirmer l'utilité prédictive et la pertinence reconnues à l'information non-financière relative à la performance

organisationnelle, mais aussi montrer la manière dont ces informations affectent la valeur marchande de l'entreprise, mesurer leur impact sur cette valeur, et appréhender leur portée dans l'estimation et les prévisions de cours.

Cadre théorique et cadre conceptuel

La divulgation volontaire de l'information corporative n'est en général pas aléatoire. Le cadre théorique initial pour expliquer les divulgations volontaires remonte à Grossman (1981) et Milgrom (1981) qui estiment que l'incitatif principal pour une entreprise à divulguer de façon volontaire est son avantage concurrentiel. Pour ces auteurs, il ne peut y avoir de situation d'équilibre où aucun dirigeant n'aurait intérêt à divulguer volontairement. Car, pensent-ils, il existe toujours au moins une entreprise au-dessus de la moyenne, qui aura besoin de le faire savoir, et qui divulguera pour être mieux valorisée. Verrecchia (1983) et Dye (1985) adhèrent à cette vision, tout en complétant le modèle par des contraintes qui pourraient empêcher l'entreprise de divulguer, même dans le cas où cela lui serait bénéfique : ils évoquent, entre autres, les coûts liés à l'information et ils pensent également que le dirigeant s'abstiendrait de divulguer une information, même pertinente pour l'investisseur, si celle-ci doit avoir un impact négatif sur la valeur ou la perception de son entreprise.

Comme le dit Vernimmen (2009), ce travail est basé sur la théorie des signaux, qui se fonde sur le fait que

... l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoyeurs de fonds. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal.

Le signal est défini ici comme un indicateur perceptible des qualités non directement observables. Certaines informations cachées étant parfois révélées par autre chose que le signal, nous pouvons ajouter que celui-ci doit être intentionnel et que sa production devrait être bénéfique pour son émetteur. Il sera d'une certaine fiabilité s'il est salutaire de le produire honnêtement et sera coûteux s'il est produit faussement. Ce perspectif sur l'importance de la crédibilité du signal est bien exprimé par cet citation de Vernimmen (2009):

Cette théorie met en évidence l'importance de la crédibilité du signal et incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de toute décision ou information financière.

Le principal but de la divulgation volontaire des informations non-financières semble être une réduction de l'asymétrie de l'information (Lang et Lundholm, 2000). Un autre avantage semble être une diminution du coût du capital pour les entreprises (Welker, 1995). Sengupta (1998) explique qu'une politique de divulgation détaillée et en temps réel entraîne une diminution du coût de la dette de l'entreprise. Healy et Palepu (1993) ajoutent que les analystes financiers sont beaucoup plus convaincus de la fiabilité de l'information formelle lorsque les entreprises divulguent également des informations volontaires. En outre, les marchés financiers continuent d'exiger davantage d'informations afin de prendre des décisions d'investissement (Grüning et Stockmann, 2004). Breton et Taffler (2001) constatent pour leur part que les analystes financiers utilisent fréquemment des informations portant sur la stratégie et les conditions du marché, entre autres. Ne perdons tout de même pas de vue que les informations divulguées volontairement sont soigneusement choisies et que leur but non avoué est de drainer des effets bénéfiques pour la firme qui les divulgue.

Ces études, dont certaines comptent parmi les plus récentes, indiquent une utilisation croissante de l'information non-financière par les acteurs du marché. Ceci nous amène à poser l'hypothèse générale selon laquelle l'asymétrie d'information est négativement associée à la divulgation d'informations au sujet de la performance organisationnelle. Autrement dit, plus l'entreprise divulgue au sujet de son potentiel latent, plus l'asymétrie d'information à son égard se réduit considérablement du point de vue des investisseurs. Ceci devrait donc se traduire par une adhésion relative aux titres de la compagnie sur le marché financier. Cette hypothèse va être déclinée ci-dessous au point 3, pour chacune des mesures de l'asymétrie de l'information.

En outre, nous examinerons le processus d'intégration de ces informations par le marché financier, en donnant un rôle important aux analystes financiers dans cette chaîne. Ils ont en effet l'expertise nécessaire pour décoder les informations de diverses sources internes et externes de l'entreprise, de les assimiler et les intégrer dans leurs analyses et évaluations, afin de faire des recommandations. Ainsi, l'impact de la divulgation sur les cours de titres qui pourrait ressortir de notre analyse quantitative serait le résultat de ce processus que nous examinerons sur un plan qualitatif, suivant le cadre conceptuel qui décrit l'effet de la divulgation volontaire d'informations non-financières

à caractère organisationnel sur la valeur de l'entreprise. Ces informations émises par l'entreprise à travers plusieurs supports sont décodées par les analystes, confrontées aux informations qu'ils tiennent d'autres sources externes, et intégrées dans l'évaluation des titres, puis prises en compte dans les recommandations faites aux investisseurs. Ceux-ci sollicitent les titres visés et font ainsi grimper leur cours et leur rendement ; ce qui affecte immédiatement la valeur de l'entreprise. D'ailleurs, ce sont la taille de l'entreprise, son exposition médiatique, les coûts de divulgation et le suivi des analystes qui déterminent le niveau de divulgation, indépendamment de la volonté de divulguer.

Modèle de recherche: Les mesures de l'asymétrie d'information

Plusieurs mesures sont utilisées dans la littérature pour capter l'asymétrie de l'information: on y retrouve entre autres, la proportion de la propriété institutionnelle (Brickley, Lease et Smith, 1988), la dispersion des analystes dans leurs prévisions de revenus (Barron et al., 1998; Aerts, Cormier et Magnan, 2007), la notation de la qualité des divulgations comptables par l' Association for Investment and Management Research (Amihud, 2002), le bid-ask spread, le volume des transactions et la volatilité des prix (Leuz et Verrecchia, 2000), et le Tobin's Q (Ciner et Karagozolu, 2008). Dans le cadre de cette étude, nous retiendrons les trois mesures de l'asymétrie d'information, décrites ci-dessous.

Le bid-ask spread

Dans la littérature financière, le bid-ask spread est généralement attribué aux variations journalières de cours, aux mécanismes de négociation, à la volatilité, et surtout à l'asymétrie d'information. C'est à ce dernier déterminant du bid-ask spread que nous allons nous en tenir. Nous nous attendons justement à ce que l'information non-financière tende à combler le fossé informationnel et à réduire l'asymétrie d'information qui est matérialisée par cet écart. Autrement dit, nous anticipons que les entreprises qui auront divulgué le plus d'informations au sujet de leur performance organisationnelle (sur une base volontaire), auront globalement le plus faible écart bid-ask, indépendamment du cours qui sera finalement retenu par le marché. Ceci pourrait signifier que pour elles, la valeur de l'entreprise perçue par les vendeurs se rapproche de

celle que perçoivent les acheteurs.

H1 : Le niveau de divulgation d'information non-financière (organisationnelle) est négativement associé à la hauteur du bid-ask spread.

Le volume des transactions

Sur les marchés financiers occidentaux qui fonctionnent presque tous sur la cotation au fixing, le cours qui est retenu est celui qui maximise les transactions, donc celui qui associe le maximum d'ordres d'achat à d'ordres de vente, ce qui mène à présumer que si les prix demandés et les prix offerts sont beaucoup trop distants, les transactions ne se feront pas, ou se feront peu. Donc à taille comparable, les entreprises dont les titres présentent le plus fort volume de transactions seraient celles pour lesquelles l'asymétrie est moins forte. Nous nous attendons alors à ce que les entreprises ayant les plus fortes divulgations présentent les volumes de transactions les plus élevés.

H2 : Le niveau de divulgation d'information non-financière (organisationnelle) est positivement lié au volume des transactions de titres.

La volatilité des cours

La volatilité des cours mesure l'ampleur des variations de ces cours sur un marché boursier. La volatilité est ici associée au risque, et peut donc être calculée par l'écart type des rendements d'un titre. Plus cet écart sera grand, plus l'asymétrie d'information sera forte et ce serait le signe d'une faible divulgation en matière de performance organisationnelle.

H3 : Le niveau de divulgation d'information non-financière (organisationnelle) est négativement associé à la hauteur de l'écart-type des rendements de titres.

Les entreprises pour lesquelles il existe des ratings des agences de notation sont réputées de faire preuve de moins d'asymétrie d'information (Wittenberg, 2008). Cette forme de divulgation non-financière, externe à l'entreprise sera rajoutée à notre modèle.

Méthodologie : design, données et variables

Nous proposons dans ce travail d'examiner la portée de la divulgation de données non-financières à caractère organisationnel sur la valeur de l'entreprise, dans le cadre d'une analyse de régression.

Nous utilisons trois variables qu'il faudra associer à l'étendue et la teneur des divulgations d'informations volontaires. Il s'agit de l'écart bid-ask, du volume des transactions de titres, et de la volatilité des cours, qui sont extraits de la base de données de la bourse de Toronto.

Les types d'informations non-financières à caractère organisationnel qui font l'objet de cette étude concernent notamment la stratégie et la gouvernance de l'entreprise, l'innovation, la satisfaction de la clientèle, les parts de marché, le capital humain et intellectuel, ainsi que la responsabilité sociale de l'entreprise.

L'échantillon est constitué des entreprises de l'indice TSX60 (les 60 compagnies à plus forte capitalisation de la bourse de Toronto) pour lesquelles nous avons collecté toutes les données sur trois ans : 2006, 2007 et 2008. Ces entreprises constituent de fait notre unité d'analyse. La crise financière ayant éclaté en fin 2008, nous n'avons pas intégré de données boursières de l'année 2009, au cours de laquelle les marchés financiers ont tous connu de mauvaises performances, dues à une crise de confiance des investisseurs en la capacité des États à relever les économies. Les marchés ont donc fonctionné depuis fin 2008, de façon quelque peu exceptionnelle.

Les supports retenus que sont le web, le rapport annuel, le rapport de responsabilité sociale et/ou de développement durable et les communiqués de presse ont été collectés pour chacune des 39 compagnies, sur les trois années également. Ces supports comptent parmi les moyens de diffusion d'informations les plus aptes à être retracés. Le web est constitué de la partie HTML du site web de l'entreprise, le rapport annuel, le rapport de responsabilité sociale et les communiqués de presse sont disponibles en format PDF sur le site web de ces entreprises et sur la base de données *ABI Inform Global*. Afin de tenir également compte de la teneur des informations divulguées plutôt que de leur seule densité, une grille de codage a été établie pour attribuer différentes pondérations aux informations indicatives (1) qualitatives ou descriptives (2), quantitatives et numériques(3).

L'analyse de régression est faite pour chacune des mesures d'asymétrie de l'information que nous avons retenues (l'une après l'autre) en prenant les scores de divulgations comme variables explicatives. Les données étant étendues sur 3 ans pour toutes les entreprises retenues, la dimension en panel des

données est intégrée dans notre analyse de régression en utilisant le logiciel STATA. Le niveau de divulgation étant par ailleurs déterminé par la taille d'une entreprise, la taille a été utilisée dans nos équations de régression comme variable de contrôle. Et dans notre cas, il s'agit du niveau de capital.

Ainsi, les équations de régressions portent sur les modèles suivants :

$$\text{Spread} = \beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$$

$$\text{TV} = \beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$$

$$\text{Vol} = \beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$$

$$\text{Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$$

Où :

Spread est la moyenne annuelle des écarts bid-ask,

TV est le volume annuel moyen des transactions de titres,

Vol est l'écart-type (sur un an) des rendements journaliers des titres,

Disc représente la divulgation au sujet de la stratégie et la gouvernance (Gov), l'innovation (Innov), la satisfaction de clientèle (Cust), les parts de marchés (Mark Share), le capital humain (Hum Cap), la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE),.

La fiabilité de cette étude dépend du double codage des scores de divulgation et de la détermination d'un alpha de Cronbach à 71 %. De plus, le choix de trois différentes mesures pour l'asymétrie de l'information vise à pallier les limites que pourrait présenter chacune de ces mesures. Conséquemment, ces mesures conjointes arriveraient à peu près à capter le bon construit. La nature et la taille de l'échantillon (entreprises de l'indice TSX60) lui assurent une certaine généralisabilité.

Résultats

Les corrélations partielles observées entre les variables étudiées sont reportées dans le tableau suivant :

Tableau 1. Corrélations partielles

	Spread	Volume	Return	Gouv et strat.	Innovation	Satisfaction client	Parts de marché	Capital humain	RSE
Spread	1.0000								
Volume	-0.2435*	1.0000							
Return	-0.0494	-0.0356	1.0000						
Gouv et strat.	0.2598*	-0.1023	-0.2176	1.0000					
Innovation	-0.0640	0.2494*	-0.2273	0.2177*	1.0000				
Satisfaction client	-0.0518	0.1923*	-0.2155*	0.2056*	0.9322*	1.0000			
Parts de Marché	-0.1230	0.2883*	-0.2992*	0.1126	0.5903*	0.5807*	1.0000		
Capital humain	-0.0442	0.2183*	0.1828*	-0.1150	0.0125	-0.1921*	-0.1262	1.0000	
RSE	-0.4521*	-0.1158	-0.0035	0.1613	-0.0727	-0.0665	-0.1303	-0.0681	1.0000

* : $P < 0,05$

Il ressort de ces résultats que le spread et la volatilité comme prédit, sont négativement corrélés avec le volume des transactions et la plupart des indicateurs de performance organisationnelle. Le volume des transactions affiche pour sa part une corrélation positive et significative avec ces indicateurs, à l'exception de la gouvernance et de la RSE. La divulgation d'informations au sujet de ces indicateurs semble donc réduire l'écart bid-ask et la volatilité en augmentant le volume des transactions.

Cependant, il faut noter que la divulgation de tous ces indicateurs se fait simultanément en général et affecte le niveau des indicateurs boursiers de façon conjointe. D'où l'intérêt de procéder à une régression avec un modèle qui intègre tous ces segments de divulgation.

Les résultats obtenus, après que le rapprochement des scores de divulgation avec les variables indicatives de l'asymétrie d'information a été fait, sont présentés dans le tableau 2 ci-dessous :

Tableau 2. Résultats de régressions

Spread = $\beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$

Volume trans. = $\beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$

Volatilité = $\beta_0 + \beta_1 \text{ disc Gov} + \beta_2 \text{ disc Innov} + \beta_3 \text{ disc Cust} + \beta_4 \text{ disc Mark Share} + \beta_5 \text{ disc Hum Cap} + \beta_6 \text{ disc RSE} + \varepsilon$

	Spread	Volume trans.	Volatilité
Stratégie et gouvernance	0.0044039	-8506.555	0.70
Innovation	** -0.0001062	**800.699	** -1.71
Satisfaction de la clientèle	0.0000262	** -160.6969	-1.55
Parts de marché	-0.0001024	**968.0236	** -1.82
Capital humain et intellectuel	0.001722	31286.06	1.62
Responsabilité sociale de l'entreprise	** -0.0266478	-306092	* -0.56
R ² ajusté	0.1928	0.2105	0.1210
P-value	0.0026	0.0014	0.0253
N	39	39	39

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

L'innovation ressort comme la variable la plus déterminante, avec une association significative avec chacune des trois variables expliquées. La satisfaction de la clientèle, les parts de marché et la responsabilité sociale de l'entreprise sont aussi fortement associées aux variables expliquées. Les modèles proposés expliquent 19,28% de la variation du Bid-ask spread, 21,05% pour ce qui est du volume des transactions, et 12,19% en ce qui concerne la volatilité, coefficients de détermination tous très significatifs (P-value = 0,0026 ; 0,0014 ; 0,0253 respectivement).

Ces résultats suggèrent qu'en dehors du capital humain et de la gouvernance dont l'effet semble marginal, l'innovation, les parts de marché, la satisfaction de la clientèle et la RSE, sont des indicateurs non-financiers de performance organisationnelle dont le marché tient compte dans la valorisation des entreprises.

Avec la révolution écologique, la RSE a pris une nouvelle dimension et intéresse davantage les médias, qui sensibilisent un plus grand public. Les entreprises en sont conscientes et adoptent une série de mesures et de politiques

de communication pour préserver, acquérir, maintenir ou restaurer leur légitimité, indépendamment de leur performance réelle en la matière. C'est cette légitimité qui leur permet de maintenir une certaine opinion publique favorable à leurs produits et services. Dans cette optique, même si la RSE semble ne pas avoir un impact direct sur la rentabilité, elle y concourt tout de même en préservant les activités de la compagnie des attaques et boycotts éventuels que pourraient commanditer des groupes de pressions non satisfaits de sa politique sociale et environnementale. D'emblée, les analystes nous font penser qu'ils ne tiennent pas compte de la RSE, mais que celle-ci agit par ricochet sur la performance financière et boursière de la compagnie. Une chute des ventes due au boycott d'un produit serait sans doute prise en considération par les analystes. Et si ce boycott était lié à des problèmes sociaux environnementaux, on tiendrait compte de la RSE en filigrane.

Conclusion et contributions

L'information financière qui est déjà difficilement compréhensible aux acteurs des marchés financiers et à certaines parties prenantes, a montré des limites quant à sa capacité de refléter toute les dimensions des entreprises et de conférer une précision aux prévisions des cours. Les acteurs de marché, les analystes financiers en particulier, montrent un intérêt croissant pour des informations non-financières et plus précisément celles qui donnent une idée de la performance organisationnelle des entreprises. L'efficacité du comportement de l'analyste, étant autant une question de compétences que de mesures d'incitation, peut être affectée par leurs attentes au sujet des informations, ainsi que par l'offre spécifique d'informations données par l'entreprise (Pope, 2003).

L'augmentation de la divulgation volontaire d'informations non-financières devrait, suivant les résultats obtenus dans cette étude, réduire l'écart entre le besoin d'information du marché et les informations fournies par les dirigeants d'entreprise. Elle pourrait inciter les sociétés cotées à continuer à améliorer leurs stratégies de divulgation, et à pousser les entreprises candidates à la cotation à essayer d'intéresser les analystes qui pourront à leur tour améliorer l'efficience de marché de ces nouveaux titres. La connaissance de la portée de ces informations et de leur impact sur le jugement et les recommandations des analystes financiers et d'autres acteurs du marché, est utile pour la mise en place d'une politique de communication d'entreprise apte à réduire l'asymétrie d'information sur les marchés et à mener à une certaine efficience

de ceux-ci. Les implications pratiques de cette étude concernent notamment les décideurs, les préparateurs de rapports d'activité, les agences de notation et les autres producteurs de l'information corporative.

L'une des lacunes de cette étude sera évidemment le choix qu'elle fait d'attribuer l'écart bid-ask à l'asymétrie d'information, bien que cela puisse parfois être dû à un problème de liquidité ou de volatilité du marché. En outre, la généralisation de cette étude à d'autres pays où les marchés sont moins dynamiques qu'en Amérique du Nord pourrait poser problème, compte tenu des différences de système de gouvernance et d'un encadrement différent de la comptabilité financière. Une issue possible de cette étude serait de procéder en plus à une analyse sectorielle afin de déterminer les types d'informations qui serait davantage pertinents pour certains secteurs en particulier, et le genre de support de divulgation assurerait un plus grand impact.

Références bibliographiques

- Aerts, W., Cormier D., & Magnan, M. (2007). The association between web-based corporate performance disclosure and financial analyst behaviour under different governance regimes. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1301-1329.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (1994). Special Committee on Financial Reporting: Improved Business Reporting – A Customer Focus, New York: AICPA: 9, 58-64.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Market*, 31-56.
- Amir, E & Lev B. (1996, August-December). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting & Economics*, 22, 3-30.
- Anderson, E. W., Fornell, C. & D. R. Lehmann. (1994). Customer satisfaction, market share, and profitability: Findings from Sweden. *Journal of Marketing*, 58(3), 53-66.
- Barron, O., Kim, O., Lim S.C., & Stevens, D.E. (1998). Using analysts' forecasts to measure properties of analysts' information environment. *The Accounting Review*, 73(4), 421-433.

- Brickley, J., Lease, R., & Smith, C. Jr. (1998). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267–291.
- Bhushan, R. (1989). Firm characteristics and analyst following. *Journal of Accounting and Economics*, 11, 255-74.
- Biggs, S. (1984). Financial analysts' information search in the assessment of corporate earning power. *Accounting, Organizations and Society*, 9, 313–323.
- Breton, G., & Taffler, R.J. (2001). Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach. *Accounting and Business Research*, 31(2), 91–102.
- Bushman, R. & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65–87.
- Ciner, C. & Karagozoglu, A.K. (2008). Information asymmetry, speculation and foreign trading activity: Emerging market evidence. *International Review of Financial Analysis*, 17, 664–680.
- Cohen, E. (2004). *Analyse financière* (5ème édition). Economica,
- Cormier, D. (2002). *Comptabilité Anglo-saxonne et Internationale*, Economica, 2002.
- Cormier, D. & Magnan, M., (1997, Spring). The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting. *The Journal of Financial Analysis*, 6-17.
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M-J., & Magnan, M., (2008). Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26(1), 71-88.
- Demers, E. & Lev, B., (2000). *A rude awakening: Internet shakeout in 2000* (working paper). University of Rochester.
- Dempsey S.J., & Gatti, J.F., (1997). The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analysts' forecasts, *Journal of Financial Statement Analysis*, 2(4), 61–79.
- Dye, R.A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 23, 123-145.
- Flöstrand, P., & Ström, N., (2006). The valuation relevance of non-financial information. *Management Research News*, 29(9), 580.

- García-Meca E. & Martínez, I., (2007). The use of intellectual capital information in investment decisions: An empirical study using analyst reports, *International Journal of Accounting*, 42(1), 57-81.
- Graham, C.M., Cannice, M.V., & Sayre, T.L. (2002). The value relevance of financial and non-financial information for internet companies. *Thunderbird International Business Review*, 44 (1), 47-70.
- Grossman S., (1981). An introduction to the Theory of Rational Expectations under Asymmetric Information, *Review of Economic Studies*, 48, 541-559.
- Grunert, J., Norden, L., & Weber, M. (2005, February). The role of non financial factors in internal credit ratings, *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 509-531.
- Grüning, M., & Stöckmann, K. (2004, April). *Corporate disclosure policy of German DAX-30 companies*. Paper presented at the 27th EAA-annual congress, Prague.
- Hand, J. (2003). Profits, losses, and the nonlinear pricing of internet stocks. In J. Hand & B. Lev (Eds.), *Intangible Assets: Values, Measures and Risks* (pp. 248-268). New York, NY: Oxford.
- Healy, P.M. & Palepu, K.G., (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7(1), 1-11.
- Ittner, C. D., & Larcker, D. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36, 1-35.
- Kaplan, R. S., & Norton D.P. (1992). The balanced scorecard: Measures that drive performance, *Harvard Business Review*, 70(1), 71-79.
- Lang, M.H., & Lundholm, R.J., (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), 623-662.
- Likert, R. (1961). *New patterns of management*. New York: McGraw Hill.
- McKinsey & Company. (2007). Women Matter. La mixité comme levier de performance de l'entreprise. <http://leadershipaufeminin.tg/wp-content/uploads/2014/12/Women-Matter-2007.pdf>
- Milgrom P. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *Bell Journal of Economics*, 12, 380-91.

- Myers, S.C., (1977, November). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nielsen, C. (2005). *Essays on business reporting: production and consumption of strategic information in the market for information* (Doctoral dissertation). Copenhagen Business School.
- Pope, P., (2003, April). Discussion of disclosure practices, enforcement of accounting standards, analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 273 - 283.
- PriceWaterhouse&Coopers.(2001).Les facteurs et indicateurs de la compétitivité des entreprises de services rendus à l'industrie.
<http://archives.entreprises.gouv.fr/2012/www.industrie.gouv.fr/biblioth/docu/dossiers/sect/pdf/compet.pdf>
- Roethlisberger, F. J. (1959). *Management and morale*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt, *Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Tobin J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 15-29.
- Trueman, B., Franco Wong, M.H., & Zhang, X.J. (2000). The eyeballs have it: Searching for the value in Internet stocks. *Journal of Accounting Research*, 38, 137-162.
- Vanstraelen, A., Zarzeski, M.T., & Robb, S.W., (2003). Corporate non-financial disclosure practices and financial analyst behavior across three European countries. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(3), 249-278.
- Vernimmen, P., (2009). *Finance d'entreprise* (Édition 2009). Paris, France: Dalloz.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research*, 11(3), 801-828.
- Wittenberg-Moerman, R. (2008). The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics*, 46, 240-260