

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LE RÔLE DU SYSTÈME FINANCIER DANS LA PERTINENCE ET LE NIVEAU DE
LA DIVULGATION VOLONTAIRE

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR
JOSEPH FÉLIX ZOGNING NGUIMEYA

MARS 2016

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.07-2011). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Sincères remerciements à :

Denis Cormier, professeur à l'École des sciences de la gestion,
Université du Québec à Montréal

Titulaire de la Chaire d'information financière et organisationnelle

Marie-Josée Ledoux, professeure à l'École des sciences de la gestion,
Université du Québec à Montréal

Michel Magnan, professeur à l'École de gestion John Molson,
Université Concordia

Titulaire de la Chaire de gouvernance d'entreprise Stephen A. Jarislowsky

DÉDICACE

À mon père et à ma mère,

À tous mes frères et sœurs.

Ce résultat est aussi le fruit de votre soutien indéfectible et de

vosre confiance constante.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	vii
LISTE DES TABLEAUX.....	viii
LISTE DES ABRÉVIATIONS	x
RÉSUMÉ	xi
INTRODUCTION	1
CHAPITRE I	
CLASSIFICATION ET CARACTÉRISTIQUES DES SYSTÈMES FINANCIERS.....	9
1.1 Les canaux de financement.....	11
1.2 Le modèle de gouvernance	22
1.2.1 La Loi NRE et la Loi du Grenelle 2 en France.....	26
1.2.2 Le <i>Deutsche Nachhaltigkeitskodex</i> (DNK) en Allemagne.....	27
1.3 Le coût de la dette.....	28
1.4 La structure de l'actionnariat.....	30
CHAPITRE II	
INDICATEURS NON FINANCIERS DE LA PERFORMANCE ORGANISATIONNELLE ET DIVULGATION VOLONTAIRE :	
REVUE DE LA LITTÉRATURE ET CADRE THÉORIQUE.....	35
2.1 Cadre conceptuel	35
2.2 Revue de la littérature	39
2.2.1 Essor et pertinence des mesures non financières de la	

performance	39
2.2.2 Utilité et pertinence de l'information non financière pour les marchés.....	49
2.2.3 La divulgation volontaire en contexte de marchés de capitaux.....	55
2.2.4 La divulgation volontaire : incidences des facteurs institutionnels	62
2.3 Cadre théorique et hypothèses.....	66
2.3.1 Théories de la divulgation	67
2.3.2 Théorie de l'agence	68
2.3.3 Hypothèse des coûts politiques dans la théorie comptable positive	70
2.3.4 Théorie du signal	70
2.3.5 La théorie de la dépendance envers les ressources	72
CHAPITRE III	
MÉTHODOLOGIE, VARIABLES ET DONNÉES.....	75
3.1 Échantillonnage.....	77
3.2 Variables et données.....	78
3.2.1 Le <i>bid-ask spread</i>	79
3.2.2 La volatilité des cours	80
3.2.3 La divulgation.....	80
3.3 Modèle d'analyse.....	84
3.3.1 Le modèle de réduction d'asymétrie	85

3.3.2	Le modèle de valeur prédictive	85	
CHAPITRE IV			
ANALYSE DES RÉSULTATS.....			90
4.1	Statistiques descriptives	90	
4.2	Analyses multivariées.....	106	
4.2.1	Matrice de corrélations.....	106	
4.2.2	Statistiques de régressions	109	
4.3	Tests d'effets modérateurs	131	
4.3.1	Analyse de chemin	131	
4.3.2	<i>Path analysis</i> – la méthode PROCESS de Hayes (2013).....	136	
4.4	Conclusion du chapitre	147	
CONCLUSION.....			150
ANNEXE A			
Les 18 points de divulgation sociale et environnementale de la Loi NRE)			157
ANNEXE B			
Les 20 thématiques du <i>Deutsche Nachhaltigkeitskodex</i> , (Code de développement durable allemand)			161
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES			165

LISTE DES FIGURES

Figure		Page
1.1	Nombre de sociétés cotées.....	15
1.2	Capitalisation boursière, en % du produit intérieur brut (PIB)	16
1.3	Valeurs transigées en bourse, en % du produit intérieur brut (PIB)	17
1.4	Emprunts bancaires, en % du total des emprunts.....	18
1.5	Épargne bancaire, en % du revenu disponible	19
2.1	Cadre conceptuel.....	38
4.1	Évolution de la divuigation environnementale	96
4.2	Évolution de la divulgation sociale	97
4.3	Évolution de ia divulgation économiqne et de gouvernance.....	97
4.4	Effet modérateur du système financier.....	132

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
1.1	Classification des systèmes financiers34
3.1	Grille de l'indice de divulgation Bloomberg.....83
4.1	Scores de divulgation.....91
4.2	Test de moyennes relatif aux scores de divulgation94
4.3a	Statistiques descriptives / Variables expliquées 100
4.3b	Statistiques descriptives / Variables explicatives et instrumentales..... 103
4.4	Matrice de corrélations partielles..... 107
4.5	Résultats de régression sur l'écart <i>Bid-ask</i> 111
4.6	Résultats de régression sur la volatilité 113
4.7	Résultats de régression sur les prévisions de bénéfices 115
4.8	Résultats de régression sur le suivi des analystes 117
4.9a	Résultats de régression de l'écart <i>bid-ask</i> (RSE) 122
4.9b	Résultats de régression de l'écart <i>bid-ask</i> (Gouv) 123
4.10a	Résultats de régression de la volatilité (RSE) 124
4.10b	Résultats de régression de la volatilité (Gouv) 125
4.11a	Résultats de régression de la prévision des bénéfices (RSE) 126
4.11b	Résultats de régression de la prévision des bénéfices (Gouv) 127

4.12a	Résultats de régression du suivi des analystes (RSE)	128
4.12b	Résultats de régression du suivi des analystes (Gouv)	129
4.13	Régression en <i>path analysis</i>	134
4.14a	Régression complémentaire de l'écart <i>bid-ask</i>	139
4.14b	Matrice Process de Hayes pour l'écart <i>bid-ask</i>	140
4.15a	Régression complémentaire de la volatilité	141
4.15b	Matrice Process de Hayes pour la volatilité	142
4.16a	Régression complémentaire des prévisions de bénéfices	143
4.16b	Matrice Process de Hayes pour les prévisions de bénéfices	144
4.17a	Régression complémentaire des recommandations d'analystes	145
4.17b	Matrice Process de Hayes pour les recommandations d'analystes	146

LISTE DES ABRÉVIATIONS, DES SIGLES ET DES ACRONYMES

AIMR	Association for Investment Management and Research
BSC	Balanced Scorecard
DNK	<i>Deutsche Nachhaltigkeitskodex</i>
ESG	Dimensions environnementales, sociales et gouvernance
GRI	Global reporting Initiative
G7	Groupe des sept pays les plus industrialisés au monde
ICCA	Institut canadien des comptables agréés
IFRS	International Financial Reporting Standards
MFP	Mesures financières de la performance
MNFP	Mesures non financières de la performance
NTIC	Technologies de l'information et de la communication
NRE	Loi sur les nouvelles régulations économiques
OCDE	Organisation pour la Coopération et le Développement Économique
PIB	Produit intérieur brut
ROE	Rendement des capitaux propres
ROA	Rendement des actifs
RSE	Responsabilité sociale et environnementale

RÉSUMÉ

La pertinence pour les marchés financiers de certaines informations non financières portant sur le potentiel de l'entreprise est aujourd'hui démontrée, notamment leur impact sur la valorisation boursière des titres. Un impact qui est justifié entre autres par leur capacité de prédiction de la performance financière future; et par la tendance des marchés financiers à se tourner vers l'avenir et à privilégier des données prospectives plutôt que des données historiques. Cependant, de nombreux pays, même parmi les plus industrialisés au monde, ont un modèle économique axé sur le marché monétaire (les banques). Les banquiers étant davantage demandeurs de conservatisme comptable que les analystes financiers, la tendance de décrochage à l'égard de l'information comptable traditionnelle actuellement constatée sur les marchés financiers est moins poussée sur les marchés monétaires, qui privilégient la fiabilité lorsque les marchés financiers mettent l'accent sur la pertinence. Une différence est donc à prévoir dans la teneur du reporting volontaire entre ces deux systèmes.

Le but de la thèse est de relever, sur la base d'une étude comparative internationale, le lien entre le système financier et le niveau, ainsi que la pertinence de la divulgation volontaire concernant les éléments non financiers de la performance organisationnelle. La classification courante érige les pays anglo-saxons (Canada, États-Unis, Grande-Bretagne, etc.) comme étant orientés vers le marché financier et les pays d'Europe continentale (Allemagne, France) comme étant davantage tournés vers les banques. Notre classification s'appuie sur cette dernière, mais ressort les éléments qui justifient une telle catégorisation. Nous avons procédé à une classification en tenant compte de la principale source de financement, du modèle de gouvernance, du coût de la dette et du capital, et enfin, de la structure de l'actionnariat. Les pays comme le Canada, les États-Unis et la Grande-Bretagne présentent nettement un niveau plus élevé de capitalisation boursière et d'emprunts obligataires, alors que la France et l'Allemagne présentent un niveau plus élevé

d'emprunts bancaires. Les premiers seront présentés comme orientés « Marché » et les seconds comme orientés « Banque ». Afin de contrôler les variations dans le *reporting* volontaire qui peuvent être liées au référentiel, à l'environnement ou à la pratique comptable du pays, nous retenons les pays qui partagent les mêmes normes comptables. Dans notre cas, la France, l'Allemagne et la Grande-Bretagne ont en commun le référentiel des Normes internationales d'information financière (IFRS) depuis 2005, et ce dernier est en vigueur au Canada depuis 2011. L'échantillon va donc se restreindre aux entreprises de ces quatre pays, pour lesquels nous disposons de données d'au moins quatre années.

L'objectif étant de déterminer si le système financier et la source de financement de l'entreprise influencent la teneur et la pertinence de la divulgation, la méthodologie consiste d'abord à examiner le niveau de divulgation volontaire de chaque groupe pays, ensuite de rapprocher ces scores avec les indicateurs boursiers pour déterminer s'il y a une incidence, et dans quel système l'incidence est plus grande. Ceci est fait de trois manières : d'abord, les scores de divulgation sont utilisés pour régresser différents indicateurs de l'utilité prédictive (prévisions de bénéfices et recommandations d'analystes), et les divers attributs de l'asymétrie de l'information (*bid-ask spread* et volatilité), dans le dessein de déterminer s'ils réduisent cette asymétrie et s'ils apportent de la justesse dans les prévisions de résultats. Ensuite, un découpage de l'échantillon est fait pour déterminer la pertinence de la divulgation dans chaque système financier. Enfin, des tests d'effet modérateur sont effectués sur la variable de système financier.

Les résultats indiquent que la divulgation sociale et environnementale est plus accrue en France et en Allemagne, tandis que la divulgation économique et de gouvernance est plus présente au sein des firmes canadiennes et britanniques. La divulgation volontaire des informations non financières permet de réduire l'asymétrie d'information, d'améliorer les prévisions de résultats et d'affiner les recommandations des analystes. Cette pertinence de la divulgation volontaire est

plus prononcée au Canada et en Grande-Bretagne dont le système financier est orienté vers le marché financier, par opposition à la France et l'Allemagne dont le système financier s'appuie sur les banques. On note toutefois une mutation du modèle allemand, du marché bancaire au marché boursier.

Mots clés : système financier, divulgation volontaire, marché financier, secteur bancaire, informations non financières.

INTRODUCTION

18 mai 2012, Facebook vient de réaliser la plus importante introduction en bourse de l'histoire pour une entreprise du Web. Une introduction pourtant contrainte pour cette entreprise créée en 2004 qui a régulièrement clamé sa volonté de ne pas aller à la cote. Mais en foulant le seuil des 500 actionnaires, elle s'est trouvée assujettie aux mêmes exigences en matière de gouvernance et de divulgation que les compagnies cotées, même si elle restait fermée.

Tant qu'à faire, le réseau social, fort de ses 900 millions d'abonnés à travers le monde, va donc miser sur une offre abondante (421 millions d'actions) et un cours d'introduction élevé (30 \$). De nombreux analystes, notamment basés en Europe, affichent un scepticisme quant à ce prix escompté pour le titre dont ils jugent la réelle valeur en deçà de 10 \$, en se fondant sur les résultats plutôt ordinaires présentés par Facebook au début de l'année 2012. La première cotation se fera pourtant à 38 \$, permettant à Facebook de récolter près de 16 milliards de dollars. Tous secteurs confondus, seuls Visa et General Motors ont fait mieux par le passé.

Après des débuts difficiles qui ont laissé croire à une introduction ratée, Facebook, qui compte aujourd'hui environ 1,4 milliard d'utilisateurs, maintenait le cours de son

action autour de 80 \$ au printemps 2015, soit plus de deux fois sa valeur d'introduction. Une performance qu'elle doit entre autres à ses applications mobiles, développées depuis son introduction en bourse. Cette envolée rappelle la seconde moitié des années 90, avec l'euphorie autour des entreprises du domaine de la haute technologie dont la valorisation avait atteint des niveaux surréalistes avant l'explosion de la bulle spéculative survenue en mars 2000.

L'explosion de la bulle technologique a été plus dramatique pour les entreprises américaines que pour les entreprises européennes, ces dernières ayant été moins surévaluées que leurs homologues américaines (Pilbeam et Nagle, 2009). La remontée de la capitalisation des entreprises technologiques ces dernières années est par ailleurs plus forte sur les places financières américaines que sur les places boursières européennes. À l'instar de Facebook, plusieurs start-ups aux États-Unis affichent une valorisation de plus d'un milliard de dollars. Snapchat (2 milliards), Uber (3,8 milliards) et Dropbox (10 milliards) en sont de bons exemples. Pourtant très peu de compagnies technologiques à l'échelle de toute l'Europe sont évaluées au-dessus du milliard de dollars. Dans le top 100 des entreprises technologiques à plus forte valorisation, seulement neuf sont européennes. Un chiffre qui devrait passer à huit après l'acquisition du finlandais Nokia par l'américain Microsoft.

Ces exemples illustrent la faible place occupée par l'information comptable dans les perspectives d'évaluation de ces compagnies, la préséance étant accordée sur les marchés à des informations de nature non financière dont le mérite perçu est d'indiquer le potentiel de l'entreprise et de mieux prédire sa dimension et ses revenus à long terme. Autre constat : l'économie américaine, dont le financement à long terme est en général orienté vers la bourse, semble davantage valoriser ces données non financières, contrairement aux économies européennes dont le financement long s'appuie sur des banques en général, et qui s'avèrent plus conservatrices.

Dans la dynamique actuelle des marchés, la nécessité pour les investisseurs de maximiser leurs avoirs et l'obsession des créanciers de minimiser leurs risques suscitent chez ceux-ci 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, de leur potentiel économique et de leur performance organisationnelle s'inscrirait dans le cadre de la satisfaction de ce besoin informationnel. De plus, cette divulgation assurerait 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 leur fournissent des recommandations. C'est notamment le point de

vue et la préoccupation de l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA). Ce dernier a préparé 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 firmes¹ et ordres comptables penchent sur la pertinence d'inclure dans des 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 un potentiel latent qui devrait avoir une incidence sur ses possibilités de croissance.

De nombreuses études (Eccles et Mavrinac, 1995; Graham et al. 2002) relèvent, à l'image du cas Facebook, une 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 donc 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

¹ PriceWaterhouse&Coopers, 2001. Les facteurs et indicateurs de la compétitivité des entreprises de services rendus à l'industrie. 156 pages.

plus importantes des variables non financières dans le processus de valorisation des entreprises de technologies de l'information et de la communication (NTIC), et une tendance de décrochage à l'égard de l'information comptable traditionnelle. Des agences de notation sont par ailleurs de plus en plus intéressées par des informations au sujet de la performance organisationnelle des entreprises qu'elles notent, comme l'indique une étude de la firme McKinsey & Company².

En outre, l'émergence de plusieurs agences de notation en matière de gouvernance ou de responsabilité sociale, et la prescription par divers organismes de plusieurs grilles de divulgation volontaire (à l'instar du *Global Reporting Initiative* (GRI)), sont la manifestation probante d'une forte demande et d'une utilisation croissante d'informations non financières donnant une indication de la performance à long terme de l'entreprise. Ces données peuvent conférer un avantage compétitif aux entreprises sur le marché du travail, des biens et services, et notamment sur les marchés financiers, en leur assurant une plus haute valeur économique.

Si l'influence grandissante des mesures non financières de la performance sur les marchés financiers n'est plus à démontrer, que dire de la différence notée dans l'importance qui leur est accordée des deux côtés de l'Atlantique? On pourrait se

² « La mixité, levier de performance de l'entreprise », étude réalisée en 2007.

demander si le cadre institutionnel y joue un rôle, du moment où les compagnies cotées sur plus d'une place boursière présentent une plus grande liquidité de leurs titres sur les places boursières des pays orientés vers le marché financier que dans les pays orientés vers le marché monétaire (Scharler, 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, le but de cette thèse est donc d'examiner la teneur de divulgation volontaire d'informations non financières, ainsi que leur pertinence, en fonction du système financier qui prévaut dans le pays d'exercice de la firme. En plus d'explorer le processus d'intégration de ces informations par chacun des deux types de marchés, nous voulons mesurer l'ampleur du lien entre la divulgation d'informations relatives à la performance organisationnelle et la capacité de prédiction de la performance financière d'une part, et l'ampleur du lien avec l'asymétrie d'information d'autre part.

La question de recherche à laquelle ce travail voudrait apporter une réponse est donc : les entreprises basées dans des économies orientées vers le marché financier présentent-elles une divulgation volontaire d'informations non financières

plus accrue, plus utile, et d'une plus grande valeur prédictive que les entreprises installées dans des pays où le marché monétaire est prépondérant?

Une classification par firme et par pays permettra de déterminer, en plus de la source réelle du financement de l'entreprise, en quoi le caractère pays a une incidence sur la divulgation, suivant le système légal et le niveau de mise en vigueur existant.

Nos résultats pourraient conduire à une meilleure définition d'une politique de divulgation d'informations non financières qui sont jusqu'ici fournies sur une base volontaire, notamment pour des entreprises implantées dans plusieurs pays ayant des systèmes financiers différents.

La suite de notre travail sera organisée ainsi : le chapitre premier décrit et classe les systèmes financiers dominants au monde; le deuxième chapitre dresse un inventaire de la littérature sur la divulgation extra-financière, des théories mobilisées et souligne les hypothèses qui sous-tendent l'étude. Le troisième chapitre met en lumière la méthodologie utilisée, les modèles et les variables retenus. Et enfin, le quatrième chapitre présente et commente les résultats de l'étude, et la conclusion

souligne les principaux enseignements à tirer de cette thèse, ainsi que sa contribution, ses limites et principales avenues qu'elle propose.

CHAPITRE I

CLASSIFICATION ET CARACTÉRISTIQUES DES SYSTÈMES FINANCIERS (MARCHÉS DE CAPITALAUX)

L'objectif de cette thèse étant de faire ressortir le rôle du système financier et/ou de la principale source de financement dans la nature, l'étendue, la teneur et surtout la pertinence de la divulgation volontaire d'informations non financières reliées à la performance d'une entreprise, ce chapitre est rédigé dans l'optique de présenter les caractéristiques et spécificités de chaque système financier. Cette présentation sera sans doute utile à l'analyse et à la compréhension des résultats que nous obtiendrons dans la suite de l'étude. La différenciation faite ici nous permet également de classer des pays en fonction des types de marchés de capitaux qui y ont cours. Ainsi, plutôt que de partir sur la base d'une classification générique qui veut que le marché de capitaux dominant aux États-Unis et au Royaume-Uni soit le marché financier et que le marché monétaire soit le plus influent en Allemagne et en France (Lee, 2012), nous présentons ici des données empiriques qui nous permettent d'adopter plus objectivement cette classification.

Après la Seconde Guerre mondiale, deux modèles de systèmes financiers se sont progressivement dessinés dans le monde, au gré des cultures et de l'orientation économique (capitaliste, socialiste ou communiste) des pays. Le marché monétaire s'est trouvé prépondérant dans un certain nombre de pays, alors que le marché

financier a été plébiscité par d'autres. Certains pays ont même réussi un équilibre entre ces deux types de marchés de capitaux. Ces deux systèmes proposent deux formes différentes de financement externe pour les entités économiques d'un pays. Le marché monétaire incarné par la finance bancaire propose des emprunts, et le marché financier représenté par la bourse des valeurs propose des obligations et des titres de capitaux comme alternative ou complément à l'autofinancement. La différence notable entre ces deux systèmes que nous allons présenter tout au long de ce chapitre est le caractère concentré ou diffus des créanciers. Nous procédons à une classification de pays développés en fonction du système financier, et aussi à une comparaison de ces deux modèles dominants sur la base des canaux de financement, le modèle de gouvernance, le coût de la dette et la structure de l'actionnariat.

Un système financier est défini par un ensemble d'institutions (marchés, intermédiaires et dispositifs) à travers lequel les ménages, les entreprises et les gouvernements obtiennent du financement pour leurs activités et investissent leurs économies. C'est la combinaison que fait chaque économie entre les marchés et les différentes institutions financières, ainsi que le rôle et le poids relatif de chacune de ces institutions, qui déterminent l'orientation et la structure du système financier. Indépendamment de son orientation, la fonction économique essentielle du système financier est celle de canaliser les fonds provenant des ménages, des entreprises et

des gouvernements qui ont épargné des fonds excédentaires en dépensant moins que leurs revenus, vers ceux qui ont un manque de fonds en dépensant au-delà de leur revenu. Les systèmes financiers sont en général classés comme étant soit à orientation bancaire, soit à orientation boursière. Habituellement, les pays anglo-saxons comme le Canada, les États-Unis ou le Royaume-Uni sont considérés comme des économies à forte dominance de marchés financiers (soit orientation boursière), tandis que des pays d'Europe continentale et le Japon sont réputés comme des économies à forte dominance bancaire. Cette classification s'appuie sur une description des caractéristiques institutionnelles du système financier de chacun de ces pays, et notamment en tenant compte des proportions dans lesquelles les bourses et les banques fournissent des capitaux aux agents économiques non financiers. Elle s'appuie également sur des différences dans les rôles joués par les deux types d'institutions financières dans chacun de ces pays. Ce chapitre présente donc les caractéristiques de chacun des deux systèmes en mettant en lumière leurs différences et leurs spécificités, notamment en ce qui concerne les acteurs impliqués.

1.1. Les canaux de financement

Dans une économie, les entreprises, en plus de leur autofinancement, recourent en général à un financement extérieur à long terme pour accompagner des projets

d'envergure. La principale source du financement extérieur à long terme de ces entreprises constitue le premier critère d'identification du système financier d'un pays (Wang et Ma, 2009).

Le marché financier offre un mécanisme qui permet aux agents économiques d'acheter et de vendre facilement des titres financiers (comme les actions et obligations), des matières premières (telles que les métaux précieux ou des produits agricoles), et d'autres articles fongibles de valeur, à faibles coûts de transaction et à des prix qui reflètent l'efficacité des marchés. Ce type de financement par les marchés est aussi appelé « la finance directe », la fourniture de fonds pour un investissement étant par exemple le résultat d'un lien direct entre un prêteur et l'emprunteur final, par l'émission d'une obligation.

Le second canal de financement, aussi appelé « finance indirecte », décrit le processus par lequel les entrepreneurs (emprunteurs en dernier ressort) obtiennent des fonds auprès d'un intermédiaire financier qui a au préalable accumulé des fonds auprès des prêteurs initiaux. Ces intermédiaires, qui font figure d'investisseurs institutionnels, sont en général des fonds de pension, des fonds mutuels, des assurances, et surtout des banques. Contrairement aux prêts bancaires, les titres (notamment des obligations) sont facilement négociables, et sont détenus par des investisseurs qui, généralement, ne veulent pas avoir davantage de lien de dépendance avec l'entreprise émettrice.

Dans un système bancaire, notamment basé sur des relations, une banque aura des liens étroits avec une entreprise candidate potentielle à un emprunt, parfois en raison de fréquents contacts passés ou en raison des liens de propriété. En évaluant les besoins d'emprunt de l'entreprise et sa capacité à payer les intérêts et principal, la banque prendra en considération non seulement sa capacité actuelle à assurer le service de la dette, mais aussi sa capacité à long terme à rembourser, ainsi que les divers leviers dont la banque dispose pour s'assurer un remboursement. Ainsi, les banques peuvent en général réduire les risques de sélection adverse ou d'aléa moral, en raison de leurs relations de longue date avec les compagnies auxquelles elles prêtent, et de leur capacité à recueillir des informations sur le contexte financier des firmes en question. Cela réduit le risque qu'elles encourent.

Dans un système boursier, l'entreprise sera en mesure d'exploiter un plus large cercle de prêteurs potentiels, avec une divulgation plus accrue de l'information financière à son sujet. Ce qui conduira à un prêt contracté pour une période déterminée, et le taux d'intérêt sera concurrentiel afin de récompenser le prêteur pour le temps et le risque de ce prêt en particulier.

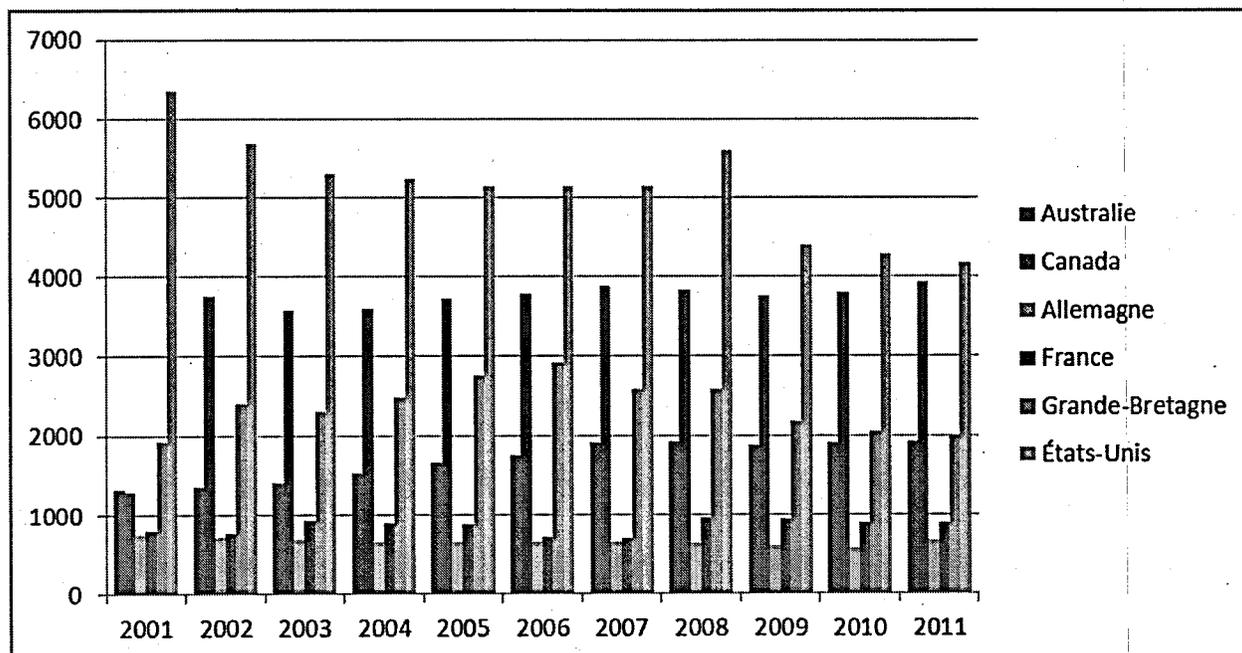
Si l'on prend l'exemple au milieu des années 90 des États-Unis et de l'Allemagne qui sont respectivement deux prototypes du modèle anglo-saxon et du modèle euro-continental, seulement 16 %³ des emprunts corporatifs aux États-Unis étaient issus

³ Source : *World Development Indicators & Global Development Finance*, Banque Mondiale.

des banques, alors que 49 % du financement extérieur était le fait d'émissions de valeurs mobilières, notamment des obligations et du papier commercial. En revanche, 80 % des emprunts d'entreprises en Allemagne provenaient des banques et seulement 10 % provenait des valeurs mobilières. Dans la première moitié des années 90, les sociétés américaines ont émis chaque année des actions d'un montant élevé à 1,2 % du produit intérieur brut (PIB). En revanche, les sociétés allemandes ont émis des actions pour un montant élevé à seulement 0,04 % du PIB. Bien plus encore, il y avait 3,11 appels publics à l'épargne par million de citoyens aux États-Unis en 1995, contre 0,08 par million d'habitants en Allemagne (La Porta et al., 1997). Ces différences sur le plan macroéconomique peuvent également traduire la culture de financement individuel des grandes et surtout des petites entreprises dans chacun de ces pays.

Suivant les critères de différenciation retenus par Čihák et al. (2012), les figures ci-après montrent le positionnement de six pays développés par rapport à chacun des modes de financement. Il s'agit des principaux pays anglo-saxons que sont l'Australie, le Canada, les États-Unis et la Grande-Bretagne, ainsi que les deux premières puissances d'Europe continentale que sont l'Allemagne et la France.

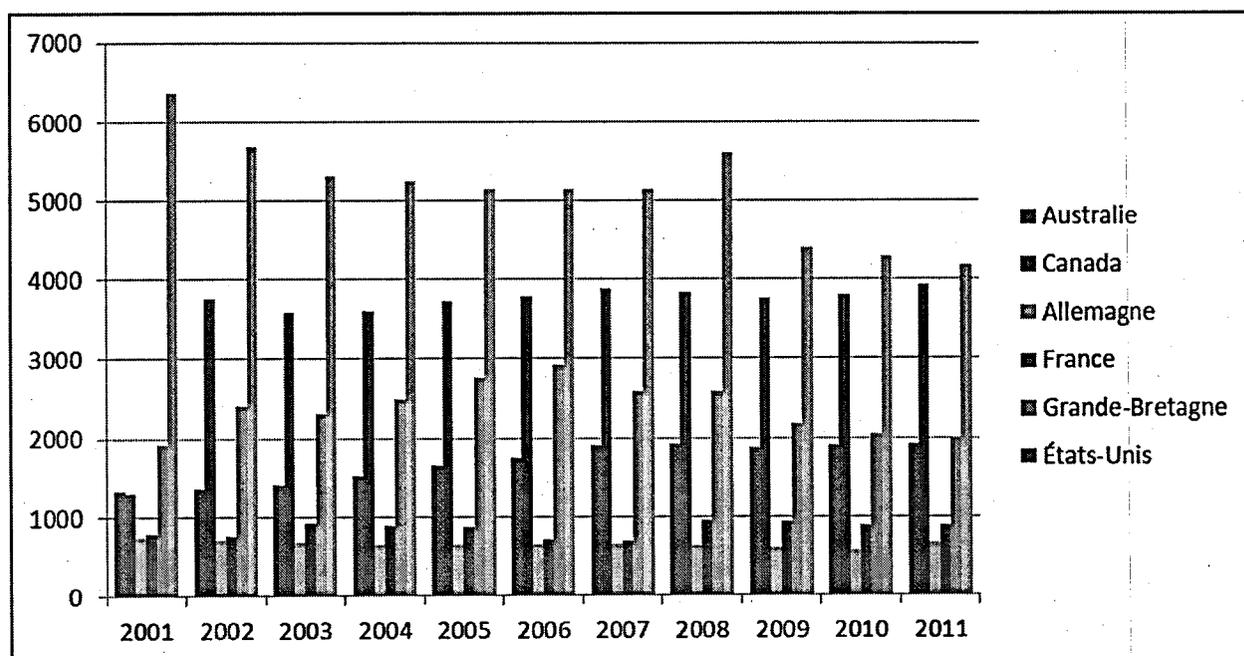
Figure 1.1 Nombre de sociétés cotées



Source : *World Development Indicators & Global Development Finance*, Banque Mondiale.

Les États-Unis et le Canada présentent sur toute la dernière décennie le nombre de sociétés cotées en bourse le plus élevé, suivis de la Grande-Bretagne et de l'Australie. Loin derrière, la France et l'Allemagne bouclent le peloton. Ces chiffres laissent croire que la culture boursière est largement plus répandue dans les quatre premiers pays que dans les deux derniers.

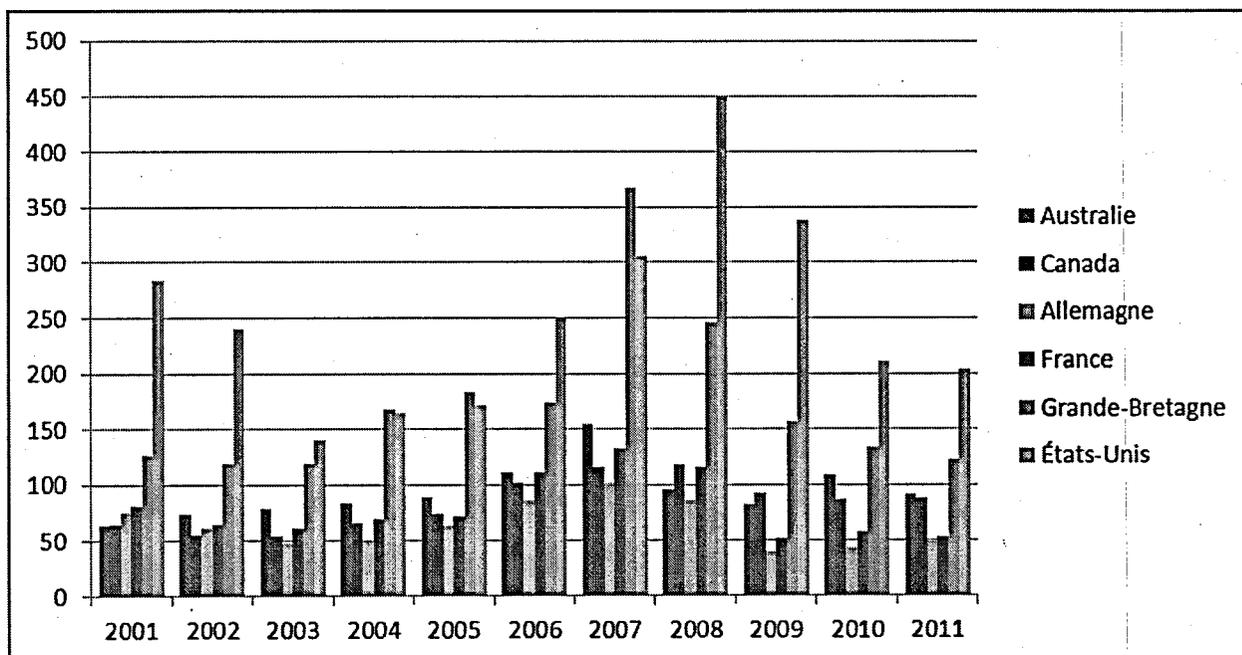
Figure 1.2 Capitalisation boursière, en % du produit intérieur brut (PIB)



Source : World Development Indicators & Global Development Finance, Banque Mondiale

La figure 1.2 présente le poids relatif de l'ensemble des compagnies cotées par rapport au niveau du produit intérieur brut de chaque pays. Là aussi, la tendance est la même : le Canada et les États-Unis, suivis de l'Australie et la Grande-Bretagne, affichent les capitalisations boursières les plus importantes au sein de leurs économies respectives, loin devant la France et l'Allemagne.

Figure 1.3 Valeurs transigées en bourse, en % du produit intérieur brut (PIB)



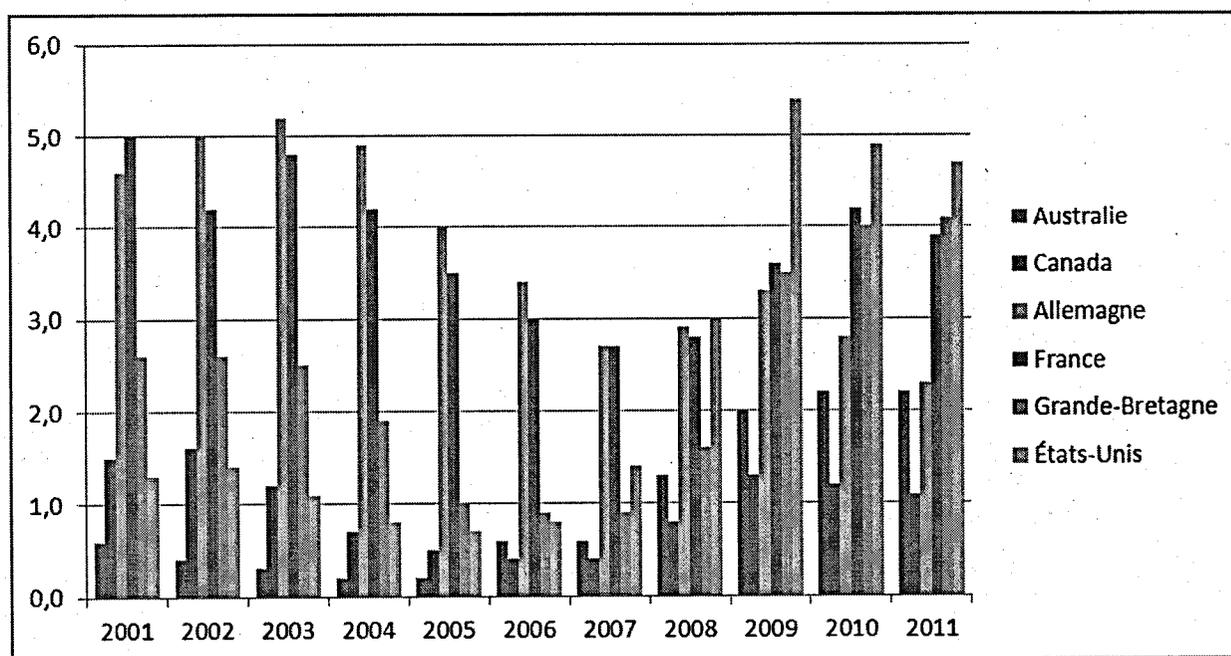
Source : World Development Indicators & Global Development Finance, Banque Mondiale

Les valeurs transigées sont une bonne estimation du niveau des fonds levés sur les marchés. La figure 1.3 indique que les États-Unis enregistrent la meilleure performance à ce sujet, suivis de la Grande-Bretagne. La Grande-Bretagne qui talonne d'ailleurs les États-Unis entre 2003 et 2006, avant de les surpasser en 2007. Une période au cours de laquelle la Loi Sarbanes-Oxley était applicable sous sa forme initiale, jugée dévastatrice pour l'attractivité des marchés financiers américains. En mars et en mai 2007, diverses mesures⁴ ont été prises pour alléger

⁴ 21 mars 2007 – La *Securities and Exchange Commission* (SEC) a voté un assouplissement de la loi afin de faciliter la cotation et la radiation des entreprises étrangères.

des dispositions de cette loi de sécurité financière. Ce qui explique probablement la remontée des États-Unis en 2008. Le Canada et l'Australie présentent des niveaux de collecte de fonds intéressants, la France et l'Allemagne affichent les taux les plus bas.

Figure 1.4 Emprunts bancaires en % du total des emprunts

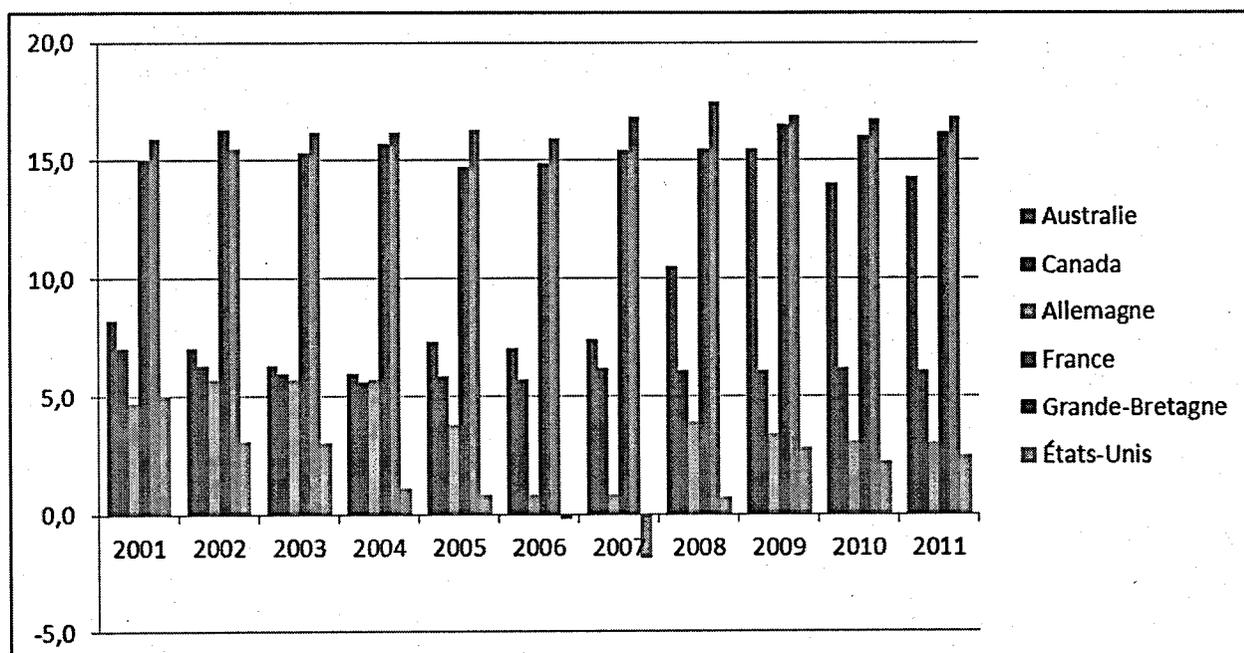


Source : Euromonitor International

Jusqu'en 2007, la France et l'Allemagne sont les deux pays où le niveau du financement bancaire est nettement le plus élevé. À partir de 2008, les États-Unis, et

ensuite la Grande-Bretagne, commencent à présenter des taux d'emprunts bancaires comparables, tandis que le score de l'Allemagne baisse sensiblement.

Figure 1.5 Épargne bancaire en % du revenu disponible



Source : Euromonitor International

La France et l'Angleterre se partagent le haut du pavé en ce qui concerne le niveau d'épargne bancaire, comme l'illustre la figure 1.5. La part des États-Unis est restée la plus faible, allant même jusqu'à un taux négatif en 2006 et en 2007. Curieusement, pour un pays comme l'Allemagne dont l'économie est adossée sur la solidité de ses banques, le taux d'épargne bancaire est nettement en deçà de la moyenne. Ajoutée à la baisse sensible durant les cinq dernières années du niveau

de l'emprunt bancaire, cette faiblesse de l'épargne bancaire allemande – qui dénote la conversion d'une part considérable de l'épargne en investissements – laisse croire que le système financier allemand, même s'il peut être encore perçu comme orienté vers les banques, est sans doute en pleine mutation.

Ces deux dernières décennies ont connu un développement fulgurant des marchés financiers partout dans le monde. Si les pays déjà orientés vers le marché comme les États-Unis ont consolidé leur positionnement en augmentant considérablement le nombre et la proportion de projets industriels financés par les valeurs mobilières, la croissance dans les marchés a été encore plus marquée en Europe continentale. Depuis la décennie 90, la capitalisation boursière par rapport au PIB a augmenté de plus de treize fois, tandis que la proportion des investissements financés par les émissions de valeurs mobilières a bondi jusqu'à seize fois. Même si ce développement n'a pas éliminé complètement l'écart existant avec les économies anglo-saxonnes, il l'a clairement réduit. En 1980, la capitalisation boursière des économies anglo-américaines était cinq fois plus grande que celle des pays d'Europe continentale. Au début des années 2000, ce n'était que 60 % de plus. De nombreux pays d'Europe continentale ont désormais un grand nombre de sociétés cotées. De plus, la proportion du crédit bancaire au Royaume-Uni a considérablement augmenté et ressemble à celle de l'Europe continentale, tandis que les États-Unis gardent encore des quantités relativement faibles d'intermédiation

auprès des banques commerciales. De nombreux pays d'Europe continentale ont également introduit de nouveaux marchés d'actions, tels que le *Neuer Markt* en Allemagne, où les exigences de divulgation sont nettement plus élevées que par le passé.

Selon les cinq figures ci-dessus, il est encore possible de répartir ces six pays en deux groupes distincts, avec d'un côté l'Allemagne et la France, et d'un autre côté, l'Australie, le Canada, les États-Unis et la Grande-Bretagne. Le premier groupe présente un système financier où les banques fournissent le financement à long terme des entreprises, gardent une relation étroite avec ces compagnies et disposent de moyens de surveillance de leurs investissements. La finance bancaire y est donc dominante. Dans le second groupe, les banques fournissent davantage de prêts à court terme, les prêts à long terme étant en général sollicités sur les marchés financiers, avec une plus grande possibilité de diversification des risques. La part du financement interne par rapport au financement total semble également être plus élevée dans les économies du second groupe. Curieusement, les légères différences entre ces deux groupes de pays dans l'importance du financement bancaire ne reflètent pas ce que l'on aurait pu attendre sur la base de la classification traditionnelle.

1.2. Le modèle de gouvernance

Au-delà du niveau de financement que des entreprises obtiennent sur chacun des marchés de capitaux, quelques critères qualitatifs permettent d'identifier le système financier en vigueur dans une économie. Le modèle de gouvernance fait entre autres partie de ces indicateurs.

Les systèmes de gouvernance d'entreprise ont évolué différemment à travers le monde. Le système de gouvernance fondé sur les marchés est basé sur le droit anglo-américain. Étant donné que les marchés financiers constituent la principale source de capitaux, les investisseurs détiennent un pouvoir élevé dans la détermination de politiques de l'entreprise. Par conséquent, c'est en phase avec les exigences du marché que le système de gouvernance exerce un contrôle sur la gestion de la société. Les firmes modernes de grande taille soulèvent assez bien le problème de la façon dont le contrôle est exercé dans une entreprise, surtout si on y retrouve un certain nombre de groupes différents avec une participation ou un intérêt dans l'entreprise, tels que les actionnaires, les gestionnaires, les employés, les créanciers et même le gouvernement, qui peuvent poursuivre des intérêts tous différents.

Dans les pays anglo-saxons, le mécanisme de gouvernance s'appuie sur des principes voulant que les gestionnaires soient obligés de servir en priorité, et parfois

exclusivement, les intérêts des actionnaires avec un but qui devrait être de maximiser la valeur marchande des capitaux propres de ces actionnaires. L'alignement des intérêts des actionnaires et des gestionnaires devrait donc être garanti par un marché qui fonctionne pour le contrôle de l'entreprise, qui assure le libre-échange, et la libre exécution des droits de propriété qui sont acquis par l'achat d'actions. Le marché financier se retrouve donc clairement au cœur du système de gouvernance des entreprises. Par l'achat des actions et l'atteinte d'une influence notable ou d'une majorité, les investisseurs sont en mesure d'exercer une pression sur la gestion de l'entreprise et de l'amener à adopter une stratégie qui leur convient. Le contrôle est très rigoureux dans ce système où le conseil d'administration comprend majoritairement des membres extérieurs, avec une influence accrue du chef de la direction. Ce modèle qui rejoint les dispositions de la théorie de l'agence est généralement qualifié de modèle de gouvernance de type *shareholders* tel qu'illustré par Aerts, Cormier et Magnan (2007) du fait de la primauté accordée aux investisseurs en termes de légitimité au sein de l'entreprise. Ce modèle est dominant en Australie, au Canada, aux États-Unis, et en Grande-Bretagne.

Au Japon et dans la plupart des pays d'Europe continentale, un système de gouvernance différent a évolué sur une base de réseaux. Ce système est basé sur l'hypothèse que l'entreprise est plus prédisposée à réaliser de bonnes performances, et les actionnaires sont plus susceptibles d'en bénéficier, si des

opportunités sont créées par les différents groupes ayant un intérêt dans l'entreprise, selon leur engagement et les relations qu'ils nouent. Il existe donc un contrat implicite avec ces groupes qui sont en droit d'attendre une forme de reddition des comptes de la part des gestionnaires, et même de voir leurs intérêts pris en compte dans les activités de l'entreprise. Cette conception de l'entreprise comme étant un « nœud de contrats » se reflète dans la façon dont le contrôle est exercé sur sa gestion. Les principes de ce modèle de gouvernance veulent que les dirigeants agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires, mais tiennent compte des intérêts des autres parties prenantes, comme le gouvernement, les salariés et les créanciers, avec comme objectif en bout de ligne d'harmoniser ces différents intérêts. On note ici deux niveaux d'administration : la direction et une forme de conseil de surveillance, avec un contrôle interne moins rigoureux. Ce second modèle de gouvernance qui s'identifie davantage à la théorie des parties prenantes et qui reste dominant en France et en Allemagne est qualifié par Aerts, Cormier et Magnan (2007) de gouvernance de type *stakeholders*.

Le problème d'agence se pose différemment dans les deux modèles de gouvernance, tout comme le niveau d'asymétrie d'information varie. Parce que le dirigeant concentre un immense pouvoir dans un système de marchés et que les pourvoyeurs de fonds (investisseurs) n'ont pas accès au même niveau d'informations que lui, ou encore qu'ils ne possèdent pas nécessairement la même

compétence dans la compréhension des activités de l'entreprise, des mécanismes de surveillance ou d'alignements d'intérêts sont habituellement proposés pour résoudre les problèmes d'agence qui se posent, et qui sont en général de nature « dirigeant-proprétaire ». L'asymétrie d'information est plus élevée dans ce système qui exige par ailleurs la transparence comme une garantie de protection des investisseurs, habituellement constitués du grand public. Il ne serait donc pas surprenant que la divulgation volontaire des données non financières soit plus accrue dans un tel système, à dessein de réduire la carence informationnelle des investisseurs à l'égard des dirigeants.

Dans un système à base bancaire, les banques ont, à la différence des investisseurs dans un système de marchés, une expertise financière plus poussée et en savent davantage sur la santé financière des entreprises dont elles financent les projets ou l'exploitation. Elles sont parfois présentes sur le conseil d'administration ou le conseil de surveillance de ces entreprises, ce qui change la nature du problème principal-agent et réduit considérablement l'asymétrie d'information. En outre, les banques s'intéressent assez largement aux performances financières des entreprises, et notamment à leur rentabilité et leur solvabilité. Les mesures non financières de la performance se voient accorder peu d'attention. La divulgation volontaire devrait donc normalement y être soit plus faible, soit moins pertinente. Toutefois, dans la structure de la divulgation, et indépendamment du financement par voie bancaire, il

est possible que la divulgation en matière sociale et environnementale soit plus élevée dans ces pays. Car les pays de l'Union Européenne sont en général dotés de lois et de textes règlementaires qui incitent les entreprises à intégrer volontairement les préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales, au regard de la diversité des parties prenantes. La Loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) et la Loi du Grenelle 2 en France, ainsi que le code de développement durable allemand, le *Deutsche Nachhaltigkeitskodex* (DNK), en sont les exemples les plus connus.

2.2.1 La Loi NRE et la Loi du Grenelle 2 en France

Promulguée en mai 2001 et entrée en application en mai 2002 dans un pays qui a instauré le bilan social depuis 1977, la Loi NRE visait à travers son article 116, à formaliser et circonscrire le champ de la divulgation en matière sociale et environnementale, notamment pour les entreprises cotées en bourse. Du point de vue environnemental, il est essentiellement question pour l'entreprise de communiquer de l'information sur l'impact environnemental de son activité et d'indiquer les mesures réparatrices éventuelles prises à cet effet. L'aspect social est majoritairement couvert par la main d'œuvre et les diverses conditions de travail. Toute information à caractère social et environnemental ne portant sur aucun des dix-huit points de cette Loi (voir annexe 1) est alors considérée comme volontaire.

Votée en 2010 et rendue applicable à partir de 2012, La loi du Grenelle 2 en son article 225, étend et précise les contours du *reporting* en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises (RSE). Désormais, toute entreprise de 500 salariés et plus est soumise à la production d'un *reporting* extrafinancier. Quelques innovations sont à relever : les informations au sujet de la RSE doivent figurer dans les rapports au conseil d'administration et à l'assemblée générale, en plus du fait qu'elles doivent faire l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant. Enfin, la divulgation est élargie au périmètre de consolidation en intégrant les filiales des compagnies assujetties. Le calendrier d'arrimage des entreprises françaises à cette Loi s'étale de 2012 à 2016, en commençant par toutes les entreprises cotées.

2.2.2 Le *Deutsche Nachhaltigkeitskodex* (DNK) en Allemagne

Tout comme la France, l'Allemagne a très tôt adopté des dispositions législatives pour encadrer le *reporting* social et environnemental, même si cette dernière a davantage privilégié une approche exclusivement volontaire, mais intégrant une plus grande palette d'indicateurs arrimés sur les référentiels internationaux, notamment le *Global Reporting Initiative* (GRI). Des textes législatifs de plus en plus précis vont dans ce sens depuis 2001, et le plus récent d'entre eux est le *Deutsche Nachhaltigkeitskodex*, le code de développement durable allemand. Axé sur vingt

thématiques (extraits en annexe 2), ce code issu de la concertation entre plusieurs parties prenantes prône un modèle auto-déclaratif où les entreprises doivent volontairement déclarer si elles satisfont au code et expliquer pourquoi elles n'y satisfont pas, le cas échéant (*comply or explain*). Malgré son caractère volontaire, le code allemand semble porter davantage de fruits, en grande partie en raison de sa perspective internationale (et non locale) et de son applicabilité à toutes les entreprises. On peut donc entrevoir que l'absence de *reporting* social et environnemental pour une entreprise, même si elle n'est pas illégale, peut s'avérer comme un important désavantage par rapport aux autres compagnies de taille semblable ou de taille inférieure qui en présente un. Il est donc attendu que la plupart des compagnies fassent des efforts dans ce sens.

Avec une tradition de bilan social et un encadrement législatif favorisant la reddition des comptes auprès de différentes parties prenantes, en plus d'un accent sur l'aspect social et environnemental, il est judicieux d'anticiper que ces deux sections seront plus étoffées dans la divulgation volontaire des pays orientés vers les banques, indépendamment de la taille et de la pertinence de la divulgation totale.

1.3. Le coût de la dette

Le coût de la dette est particulièrement important pour les firmes dont les possibilités d'autofinancement sont limitées. Frankel et al. (1995) ont montré que les firmes

accédant au financement extérieur par le biais des marchés financiers avaient tendance à présenter un niveau de divulgation plus élevé, et un coût de la dette plus faible. Botosan et Plumlee (2002) confirment ces résultats tout en arguant que c'est en général le système légal et de stricts mécanismes de protection des investisseurs qui concourent à encourager la transparence et à réduire le coût de la dette. Le financement bancaire étant le fait d'un échange d'informations privées, il réduit les incitatifs pour le gestionnaire à fournir des informations au grand public. Cette faiblesse perçue dans la transparence et le coût de documentation pour les banquiers à l'égard des compagnies sollicitant du financement, ajoutés aux frais d'intermédiation bancaire, semblent prédisposer le marché monétaire à un coût de la dette plus élevé que le marché financier.

Hail et Leuz (2005) ont montré que le coût de la dette est systématiquement lié aux divers risques traditionnels. Le risque est lui-même en général associé à une forme d'incertitude liée à une absence ou à une carence d'informations. Le niveau élevé de divulgation qui prévaut dans des systèmes à forte dominance de marchés financiers en raison des mécanismes de protection des investisseurs qui les caractérisent, leur assure alors un coût du capital plus faible.

En somme, la finance bancaire met en évidence le rôle positif des banques dans l'obtention d'un avantage informationnel sur les entreprises pour l'allocation du capital, en assurant une meilleure discipline de crédit. En revanche, la finance

boursière met en avant le rôle des marchés financiers pleinement fonctionnels dans le renforcement de la croissance, la promotion de l'innovation, l'application de la discipline de marché et la gouvernance d'entreprise. Il est par ailleurs de plus en plus perceptible que tout système présente en réalité une interaction dynamique entre les banques et les marchés financiers.

1.4. La structure de l'actionnariat

La structure de l'actionnariat diffère d'une économie à une autre, du fait entre autres du type de financement externe largement employé et du type de contrôle prévu par le modèle de gouvernance en présence. Dans un système à dominance bancaire, les structures de propriété sont assez complexes et caractérisées par des participations croisées. La protection des actionnaires minoritaires y est relativement faible, en raison du poids important accordé aux actionnaires majoritaires (Berkovitch et Israël, 1998). Les structures de propriété dans un système fondé sur la bourse semblent moins complexes et plus flexibles. La protection des actionnaires minoritaires est très forte dans ce système, car malgré leurs capacités d'influence modérées, les droits de propriété protègent les actionnaires individuels et institutionnels. C'est ce que concluent López de Silanes et al. (1998), en montrant que les régimes de *common law* assurent une meilleure protection des droits des investisseurs, ce qui contribue largement à façonner les structures d'actionnariat.

Les règles de cotation au Royaume-Uni qui découragent activement l'obtention des blocs de plus de 30 % de capital constituent une explication plausible à la forte diffusion de l'actionnariat. Les investisseurs semblent convaincus que l'information fournie par les entreprises et les mécanismes de gouvernance sont suffisants pour surveiller et discipliner la gestion et pensent qu'ils n'ont pas à former un bloc pour assurer ce monitoring.

Conclusion

La question de savoir quel type de finance (par les banques ou par le marché financier) est le meilleur a été débattue durant plusieurs décennies. En l'occurrence, tout dépend largement de l'orientation économique du pays (capitaliste ou socialiste) et d'un certain nombre de réalités sociales. Dans un système de marché, la majorité de la puissance financière est tenue par le marché boursier et l'humeur économique de la région dépend du climat qui règne sur le marché financier. Les banques, dans un tel système, voient leur rentabilité dépendre moins des intérêts des prêts, puisqu'elles gagnent une part importante de leurs revenus par le biais des services rendus en dehors de l'intermédiation financière. En revanche, dans un système financier à orientation bancaire, l'économie est fortement influencée par l'état du secteur bancaire. Les banques dans ce système concentrent leur attention sur les

prêts et détiennent un immense pouvoir dans ce domaine. L'évolution du marché boursier ici a donc peu de pouvoir sur les tendances économiques.

Un système fondé sur le marché financier met les banques en compétition avec d'autres sources de financements. Dans de nombreux programmes mis en place, l'emprunteur moyen peut se tourner vers des sources non bancaires pour un parrainage financier. Les investissements effectués par entités du secteur privé et le gouvernement sont souvent en concurrence avec ceux de la banque, obligeant les banques à adapter leurs pratiques et les taux d'intérêt à la concurrence. Dans une économie reposant sur les banques, l'aide gouvernementale n'est que peu ou pas disponible, et peu d'entités du secteur privé sont en mesure de rivaliser avec les banques sur le plan du financement des entreprises. On s'attend donc dans ce système à ce que les banques aident à réguler l'économie.

L'autre différence notable entre les deux systèmes repose sur le domaine juridique. Dans une économie reposant sur les banques, les lois, et même les normes financières, sont essentiellement présentées et réalisées par le gouvernement. Cela est basé habituellement sur le droit civil (*Code Law*) plutôt que sur le droit commun (*Common Law*). C'est le cas de l'Allemagne et de la France. La *Common Law* est moins bien définie ou circonscrite et peut varier d'un cas à l'autre, la jurisprudence étant prédominante. Le juge y a donc un pouvoir plus important. À l'image des

États-Unis, les économies axées sur les marchés financiers se trouvent le plus souvent dans les zones qui emploient un système juridique dit de *common law*.

Les facteurs à l'origine d'un système financier sont majeurs et ne permettent quasiment pas de déterminer lequel des deux systèmes est le meilleur. Il est donc important de déterminer la pertinence de l'un des deux systèmes par rapport à l'environnement et au positionnement économique de chaque pays. Le tableau ci-dessous ressort les propriétés et les caractéristiques des deux systèmes financiers.

Tableau 1.1 – Classification des systèmes financiers

Éléments	Économies fondées sur les marchés financiers	Économies fondées sur les banques
	Australie, Canada, États-Unis et Grande-Bretagne	Allemagne et France
Marchés financiers	De grande taille et plus liquides	De petite taille et moins liquides
Pourcentage des firmes cotées	Élevé	Bas
Propriété du capital et de la dette	Dispersé	Concentré
Orientation de l'investisseur	Rentabilité du portefeuille	Contrôle de la firme
Problème d'agence dominant	Actionnaires vs managers	Actionnaires majoritaires vs actionnaires minoritaires
Rôle du conseil d'administration	Important	Limité
Contrôle interne	Rigoureux	De faible intensité
Régime légal	<i>Common Law</i>	<i>Code Law</i>
Normalisateur comptable	Privé (profession)	Gouvernement
Protection des investisseurs	Très élevée	Peu élevée
Modèle de gouvernance	<i>Shareholders</i> (orienté actionnaires)	<i>Stakeholders</i> (orienté parties prenantes)

Source : Tableau élaboré par nous-même à partir de Halpern (2000)

CHAPITRE II

INDICATEURS NON FINANCIERS DE LA PERFORMANCE
ORGANISATIONNELLE ET DIVULGATION VOLONTAIRE : REVUE DE LA
LITTÉRATURE ET CADRE THÉORIQUE

2.1. Cadre conceptuel

S'il est démontré qu'une politique de divulgation volontaire détaillée et en temps réel entraîne une diminution du coût de la dette pour l'entreprise (Sengupta et Wang, 2011), nombreux restent les dirigeants qui pensent que le coût de la divulgation volontaire est plus élevé que son rendement. Il faut donc un important motif économique comme une forte demande de capitaux pour amener ces dirigeants conservateurs à changer de comportement en ce qui concerne la divulgation. La recherche de capitaux étant le principal incitatif à la divulgation, le type de marché de capitaux et notamment le mécanisme de financement qu'il implique déterminera sans doute la teneur de la divulgation volontaire qui sera mise en œuvre. Les deux principaux marchés de capitaux sont le marché monétaire (les banques) et le marché financier (la bourse).

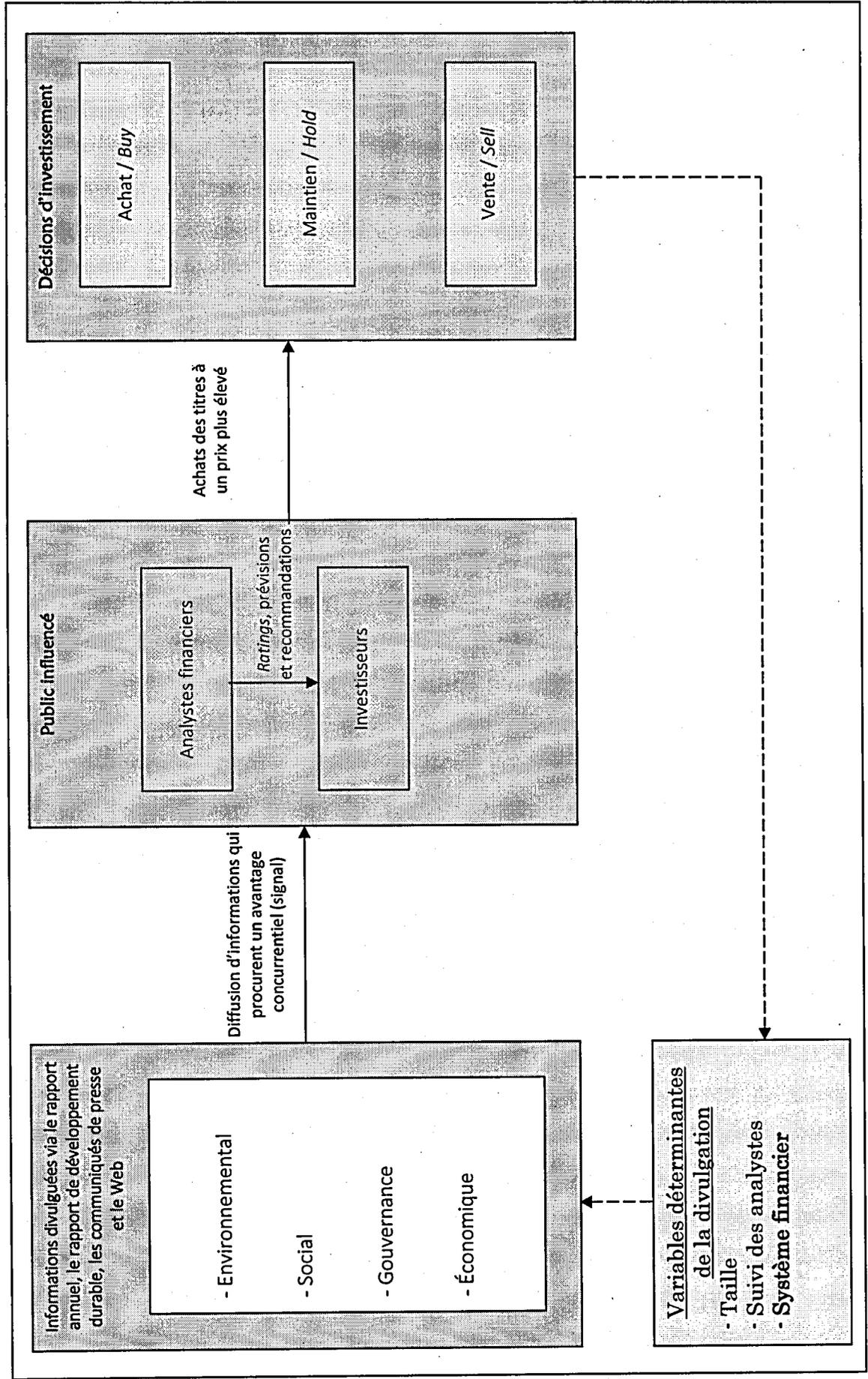
Les marchés financiers aiment se tourner vers l'avenir et privilégier des données prospectives plutôt que des données historiques. C'est pourquoi on y note la pertinence des données non financières portant sur la performance organisationnelle, notamment en raison de leur potentiel de prédiction de la

performance financière future. La donne n'est probablement pas la même pour le marché monétaire qui en général est plus demandeur de conservatisme comptable et campe davantage sur l'évolution des données financières historiques, des diverses sûretés et des risques d'affaires. Il est donc à envisager que les indicateurs non financiers seront moins pertinents dans la divulgation volontaire, pour les pays où le financement des entreprises est davantage assuré par les banques que par la bourse. Car si le marché financier privilégie la pertinence, le marché monétaire en général penche plus pour la fiabilité des données analysées. De plus, le financement par la bourse implique l'endettement auprès de plusieurs pourvoyeurs de capitaux et non auprès de quelques institutions, ainsi que le suivi de plusieurs analystes et investisseurs institutionnels. Ce qui incite naturellement à divulguer davantage de contenu pouvant couvrir les besoins informationnels de ces multiples parties prenantes.

En plus de démontrer l'incidence de la divulgation volontaire d'indicateurs non financiers sur la performance boursière, nous examinerons le processus d'intégration de ces informations par le marché financier, en prescrivant un rôle important aux analystes financiers dans cette chaîne. Ils ont en effet l'expertise nécessaire pour décoder ces 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

indicateurs d'asymétrie et d'utilité prédictive qui devrait ressortir de notre analyse serait le résultat du processus qui se déroule suivant le cadre conceptuel ci-après :

Figure 2.1 Cadre conceptuel



Ce cadre conceptuel 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 de divulgation 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. Ces derniers sollicitent les titres visés, les gardent ou les revendent, ce qui peut affecter la valeur de l'entreprise. La taille de l'entreprise, son exposition médiatique, les coûts de divulgation et le suivi des analystes sont par ailleurs des facteurs qui déterminent le niveau de divulgation (Aerts et Cormier, 2009; Cormier et al., 2009) indépendamment de la volonté de divulguer des informations. Une divulgation dont la portée est modérée ou intensifiée par le marché de capitaux sollicité.

2.2. Revue de la littérature

2.2.1. Essor et pertinence des mesures non financières de la performance organisationnelle

Les traditionnelles mesures de la performance organisationnelle ont longtemps été des indicateurs financiers, pour la plupart axées sur la rentabilité. Les bénéfices engrangés, le chiffre d'affaires enregistré ou encore la taille des actifs, tout comme les ratios qui s'y rapportent ont largement été utilisés pour évaluer la performance

des entreprises et celle de leurs directions, ou même pour appréhender l'efficacité des mesures et la pertinence des décisions prises par celles-ci.

Seulement, face aux facteurs exogènes sur lesquels l'entreprise a peu ou pas de contrôle, ces mesures se sont parfois avérées moins adaptées pour refléter la justesse des décisions prises et des actions engagées par des dirigeants, ou même le potentiel réel d'une entreprise. Par exemple, de bonnes décisions prises par des dirigeants peuvent ne pas porter de fruits immédiats, et ce pour plusieurs raisons qui parfois sont totalement hors du contrôle de ces derniers. Et même, certains choix tactiques, s'ils ne contribuent pas à drainer des bénéfices additionnels, peuvent à tout le moins empêcher de sombrer dans de profonds déficits. Dans ce cas de figure, les indicateurs financiers présentent des limites pour couvrir et évaluer toutes les dimensions de l'entreprise et la portée de ses actions.

Dans un article paru dans le *Financial Times*, Ittner et Larcker (2000) font part d'une enquête auprès de sociétés américaines de services financiers, et font le constat suivant lequel la plupart des dirigeants n'étaient pas satisfaits de leurs systèmes de mesure de la performance. Ces derniers pointaient du doigt l'accent mis sur les états financiers et des mesures financières comme les bénéfices, au détriment des sources de création de valeur telles que la satisfaction de la clientèle et des employés, l'innovation et la qualité. Le procès des limites des mesures financières de la performance (MFP) a commencé bien plus tôt. Johnson et Kaplan (1987), dans

un ouvrage manifeste, *Pertinence Lost*, énoncent des limites des MFP, et particulièrement leur portée sur le court terme. De plus, ils affirment que le rôle à court terme des mesures financières a été compromis par les changements rapides de la technologie, le raccourcissement du cycle de vie des produits, et des innovations dans les opérations de production. En se référant à un cas d'étude, ils suggèrent de s'appuyer davantage sur des mesures non financières.

Les mesures de performance financière se concentrent donc généralement sur la performance annuelle ou à court terme par chiffres comptables. Ces chiffres ne traitent pas de progrès par rapport aux exigences des clients ou des concurrents, ni d'autres objectifs non financiers qui peuvent être importants dans la réalisation de la rentabilité, la compétitivité et à long terme des objectifs stratégiques. Kaplan et Norton (1992) emboitent le pas et proposent même un outil pour intégrer les mesures financières et les mesures non financières de la performance, afin de couvrir et évaluer différentes dimensions de l'organisation. En insistant sur la nécessité de traduire la vision et la stratégie d'une entreprise en un ensemble cohérent de mesures de la performance, leur approche tente de proposer d'autres mesures moins conventionnelles pour l'évaluation de la performance, afin de pallier les limites des outils existants.

Cet outil est le *Balanced Scorecard* (BSC) ou encore *Tableau de bord équilibré*. Ces auteurs le présentent comme suit :

« The balanced scorecard includes financial measures that tell the results of actions already taken. And it complements the financial measures with operational measures on customer satisfaction, internal processes, and the organization's innovation and improvement activities-operational measures that are the drivers of future financial performance. »

Kaplan et Norton (1992) voient donc dans le BSC un outil de mesure de la performance passée (indicateurs financiers) et un outil de prédiction de la performance future (indicateurs non financiers). Le BSC s'est ainsi résumé comme étant une planification de la performance et le cadre de mesure de celle-ci. Depuis lors, de nombreuses études n'ont cessé de vanter l'utilité des mesures non financières de la performance (MNFP), et le bien-fondé de leur introduction dans les systèmes de contrôle de gestion. Ittner & Larcker (1998) plaident pour une prise en compte des mesures non financières de la performance (MNFP) dans l'évaluation de la performance d'une entreprise, en avançant comme argument que la performance opérationnelle dont elles constituent l'attribut est un préalable à la performance financière et pourrait aisément permettre d'estimer celle-ci. Ces mesures sont d'autant plus vantées que, tenant compte de la dimension sociologique de l'entreprise, la performance organisationnelle ne se résume plus ou ne s'adosse plus seulement à la performance financière. Elle intègre désormais l'aptitude de l'entreprise à faire croître cumulativement et durablement son produit réel global, soit le potentiel latent qui devrait avoir une incidence sur ses possibilités de croissance.

Bref, elle reflète les résultats obtenus au regard des différentes dimensions de création de valeur dans l'entreprise.

La prise en compte des MNFP a beaucoup intéressé les chercheurs et les professionnels. Une étude de Bonnie et al. (1996), commanditée par l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA) et menée auprès de compagnies américaines et canadiennes, indique que les dirigeants des deux pays accordent une importante accrue aux MNFP, tout en mettant le bémol sur deux points : bien que ces indicateurs soient considérés comme importants, ils ne sont pas toujours mesurables; et même lorsqu'ils sont mesurés, ils ne peuvent parfois pas être utilisés. Des chercheurs (Kaplan & Norton, 1996) ont également fait valoir que les MNFP peuvent aider les gestionnaires à reconnaître les changements dans l'environnement des affaires, à déterminer et évaluer les progrès vers les objectifs d'affaires, et à confirmer la réalisation des objectifs de performance. Chenhall et Morris (1986) suggèrent également que lorsque les niveaux d'incertitude de l'environnement sont relativement élevés, les organisations ont tendance à utiliser des MNFP afin d'y faire face de façon plus efficace. Ce qui corrobore les résultats de Chong et Chong (1997) et de Cadez et Guilding (2008), selon lesquels les organisations efficaces ont tendance à présenter moins de dépendance aux MFP dans des conditions d'incertitude environnementale élevée. En toile de fond, l'argument principal de ces études est que le choix d'une mesure d'évaluation des

performances est conditionné par l'environnement de l'entreprise. Pour Govindarajan et Shank (1992) ainsi que Lord (2007), lorsque l'environnement est très incertain, la direction doit réfléchir à la façon de faire face à des incertitudes. Les gestionnaires peuvent contrôler leurs propres actions, mais ils ne peuvent pas contrôler les états de la nature qui se combinent à leurs actions pour produire des résultats. D'où le besoin d'une communication accrue et notamment axée sur une plus grande utilisation des mesures non financières qui de leur avis, fournissent un cadre de gestion qui permet d'évaluer l'incertitude dans un large éventail de domaines tels que la demande du marché, la satisfaction du client, l'innovation et les employés.

Anderson et al. (1994) ont constaté dans une étude réalisée dans l'industrie automobile que les mesures de satisfaction de la clientèle sont devenues de plus en plus importantes pour la planification stratégique, et les mesures non financières telles que des réductions dans les plaintes des clients ont joué un rôle plus important dans l'évaluation de l'amélioration des processus. Lingle et Schiemann (1996) montrent au détour d'une enquête auprès de 203 cadres que 85 % d'entre eux accordent une grande valeur à la satisfaction de la clientèle. Bien que cette mesure, tout comme la productivité des employés, et l'innovation aient été hautement appréciées par la plupart des cadres, moins de la moitié étaient prêts à parier leur travail sur la qualité de l'information issue de ces mesures de la performance.

Banker et al. (2000) ont examiné l'association entre l'amélioration de la performance financière et l'utilisation des MNFP dans une chaîne d'hôtels où un nouveau programme d'incitation adopté mettait l'accent sur la satisfaction de la clientèle. Ils découvrent une relation entre la MNFP liée à la satisfaction de la clientèle et la performance financière future, ainsi qu'un meilleur rendement financier pour les hôtels appliquant ce nouveau programme. Des résultats qui rejoignent ceux de Hoque & James (2000) et Hoque (2014) dont les enquêtes ont porté sur l'industrie manufacturière en Australie, et ont révélé que l'implantation des mesures issues du BSC ont contribué à accroître la performance organisationnelle, même si les grandes firmes semblent mieux en tirer profit que les petites, ainsi que les firmes ayant un plus grand nombre de nouveaux produits.

Ces effets bénéfiques de l'introduction des MNFP sur la performance organisationnelle ne font pas l'unanimité parmi les chercheurs. Plusieurs études associant l'amélioration de la performance financière à l'utilisation des MNFP ont produit des résultats mitigés. Fisher (1992) avait déjà constaté que les organisations avaient de la difficulté à intégrer les MNFP. Leung et al. (2006), comme Brancato (1995), trouvent quant à eux un usage considérable de MNFP, mais les gestionnaires impliqués dans ces études n'ont pas pu quantifier les liens entre les mesures non financières et la performance organisationnelle. Plus encore, Ittner et al. (2003) trouvent une association négative entre l'utilisation du BSC (qui met

davantage l'accent sur les MNFP) et le rendement des actifs, dans une étude menée auprès d'entreprises de services financiers. 75 % des entreprises considérées dans cette étude ne faisaient cependant pas le lien entre leurs résultats et les moteurs de la performance qui découlaient de leurs modèles d'affaires.

À la suite d'Ittner et al. (2003), Ittner et Larcker (2003) insistent sur le fait que malgré le nombre croissant d'entreprises ayant recours à des MNFP comme la fidélisation de la clientèle et la satisfaction des employés, peu d'entre elles ont réalisé les avantages potentiels de ces mesures nouvelles. Pour ces auteurs, c'est parce qu'elles ne parviennent pas à identifier correctement, à analyser et à agir sur les bonnes mesures. La plupart d'entre elles semblent avoir adopté des versions passe-partout des outils de mesure intégrant des indicateurs non financiers, comme le BSC de Kaplan et Norton (1992) ou encore le *Performance Prism* de Neely et al. (2002). Ittner et Larcker (2003) mettent donc en garde contre une utilisation abusive des MNFP, en relevant les principales erreurs commises par les organisations où ces indicateurs peinent à porter leurs fruits.

La première erreur serait de ne pas lier ces MNFP à la stratégie. La deuxième est de ne pas valider les liens entre différentes composantes de la stratégie. Ne pas fixer le juste objectif de performance est aussi un inconvénient, dans la mesure où, affirment-ils, les clients satisfaits à 100 % ne dépensaient pas forcément plus que ceux qui l'étaient à 80 %. Les efforts consentis pour dépasser la barre de 80 % de

taux de satisfaction pourraient donc ne pas avoir d'incidence positive supplémentaire sur la performance financière. Le dernier problème est la mesure incorrecte qui caractérise ces MNFP. Ittner et Larcker (2003) indiquent que 70 % des entreprises utilisaient des outils dépourvus de fiabilité et de validité statistique pour mesurer la satisfaction de la clientèle. Ils touchent ainsi la principale critique qui est faite aux MNFP. Leur utilité est mise en doute par Campbell (2008) qui pense que certaines de leurs caractéristiques limitent leur utilisation dans la prise de décision. Il pointe notamment ici leur caractère non rigide et le fait qu'elles s'appuient sur des balises moins objectives et des échelles de mesure non conventionnelles.

Par ailleurs, si Said et al. (2010) pensent que l'introduction de MNFP limite la gestion de résultats, Ittner et Larcker (2003) croient en revanche qu'elles permettent parfois aux gestionnaires égoïstes de choisir et de manipuler des mesures uniquement pour améliorer leur salaire et leurs primes. Car arguent-ils, les mesures non financières sont tout aussi, sinon plus, susceptibles d'être manipulées comme des mesures de comptabilité financière, ce qui peut être dommageable pour les entreprises en raison des coûts d'opportunité encourus. Toutefois, un bon nombre de recherches montrent que les MNFP, lorsqu'on parvient à bien les intégrer au système de contrôle de gestion, apportent une plus-value à la performance organisationnelle. Le tout est de tenir compte du contexte et de la particularité de chaque entreprise. Ce sont ces facteurs de contingence qui font donc toute la différence.

Ces résultats mitigés des études antérieures s'expliquent en grande partie par l'environnement des entreprises concernées. Pour Banker et al. (2007), la concurrence est une variable qui module l'effet des MNFP sur la performance organisationnelle. Ils suggèrent de ce fait que les liens entre la satisfaction de la clientèle et la performance dans un secteur d'activité peuvent également être modulés par des conditions de l'environnement telles que le niveau de concurrence. L'efficacité d'une orientation stratégique particulière serait dans ce cas subordonnée à la dynamique du marché. Leurs résultats indiquent que les bénéfices obtenus par les entreprises à une année précise sont corrélés avec la satisfaction de la clientèle et des employés au cours des trois années précédentes. De plus, ce lien est plus intense en situation de concurrence. Les avantages créés par l'utilisation de ces MNFP seraient donc plus grands lorsque la concurrence est plus accrue. Ce que confirment Lee et Yang (2011) qui trouvent que les effets des MNFP sur la performance organisationnelle sont conditionnés par la structure organisationnelle et la concurrence.

Un consensus se dégage sur une chose. Bien que les mesures non financières soient de plus en plus pertinentes dans le processus décisionnel et l'évaluation des performances, les entreprises ne devraient pas simplement copier les mesures utilisées par d'autres. Le choix des mesures doit être lié à des facteurs tels que la stratégie d'entreprise, les inducteurs de valeur, les objectifs organisationnels et

l'environnement concurrentiel. En outre, les entreprises doivent se rappeler que le choix d'une mesure de performance est un processus dynamique. Des mesures appropriées aujourd'hui peuvent ne plus l'être ultérieurement. Le système doit être constamment réévalué, au fur et à mesure que les stratégies et les environnements concurrentiels évoluent.

2.2.2. Utilité et pertinence de l'information non financière pour les acteurs de marchés

L'utilisation grandissante de l'information non financière a déjà été l'objet d'un grand nombre d'études, et ce, dans plusieurs contextes. Déjà, Kaplan et Norton (1992), suivis de Ittner & Larcker (1998), plaident pour une prise en 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 pourrait aisément permettre d'estimer celle-ci. Évoquant la satisfaction des employés comme mesure de performance organisationnelle, Likert (1961) affirme que des employés satisfaits sont plus susceptibles de s'engager dans l'effort de collaboration et d'accepter les objectifs organisationnels qui augmentent la productivité. De même, Said et al. (2003) 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 des analystes financiers, la nette conviction de l'existence d'un fossé informationnel entre les chiffres comptables et la réalité de l'entreprise. Ittner et Larcker, (1998) et Graham et al. (2002) expliquent cet 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'entreprises, référence faite aux entreprises du secteur de la haute technologie. Pour ces auteurs, quand les analystes financiers veulent prévoir des revenus futurs, ils doivent nécessairement s'appuyer sur les informations non financières telles que les activités futures de l'entreprise ou des acquisitions à réaliser par elle. Vanstraelen et al. (2003), comme Bozzolan et al. (2009), 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. Ces auteurs précisent ainsi que toutes les informations non financières ne revêtent pas une même grande pertinence. 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 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. Graham et al. (2002) confirmeront ces résultats plus tard. Ittner et Larcker (1998) arrivent à la conclusion que les marchés au moins partiellement intègrent la perception de la clientèle quant à la qualité de la marque dans les cours des actions. Smith et Wright (2004) arrivent à des conclusions similaires lorsqu'ils trouvent que l'information sur la loyauté de la clientèle, conditionnée par la qualité et le service après-vente, est fortement intégrée par les marchés financiers.

Coram et al. (2006) étudient l'impact des MNFP sur le jugement et la prise de décision des analystes financiers, et s'aperçoivent que le facteur privilégié par la plupart d'entre eux était des données financières de qualité, qui se sont avérées absolument nécessaires, mais non suffisantes pour faire une projection de la viabilité financière à long terme. En complément, la qualité du produit était remise en question, ainsi que la base de données au sujet de la clientèle. Riley et al. (2003) démontrent également que dans les compagnies aériennes, des MNFP sont plus

informatives pour les investisseurs que des mesures fondées sur la comptabilité. Ces résultats accablent la portée du contenu informatif de l'information financière. Lev et Zarowin (1999) font d'ailleurs le constat sur certains marchés, d'un immense écart entre les valeurs comptables et les valeurs boursières des entreprises. Ce qui a amené des chercheurs et analystes financiers à s'accorder sur le fait que l'information comptable ou financière a subi une forte décote dans sa capacité à évaluer les entreprises. Dans un contexte dominé par un climat de fraude comptable massive, à l'image de ce qui prévalait aux États-Unis à la fin des années 90, les auteurs avancent que la confiance placée dans les états financiers s'en est trouvée entachée. Les mesures de performance strictement financières suggérées par les systèmes de contrôle de gestion ou présentées aux états financiers ne pouvaient ainsi satisfaire tout le besoin d'information manifesté par les marchés. Francis et Schipper (1999) pensent d'ailleurs que la proportion grandissante des investissements en actifs immatériels – que les états financiers sont supposés ne pas correctement intégrer – est l'une des principales raisons de la perte de pertinence des informations financières. Elles relèvent donc une crise de confiance à l'égard des états financiers et des mesures qu'ils véhiculent.

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. Un point que partage Cohen (2004), lequel 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 extracomptables 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 donnant des détails sur les alliances stratégiques nouées ou les processus opérationnels implantés au sein de la firme, sont davantage prédictifs 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 être plus intéressante pour les analystes que l'information descriptive ou qualitative. Un résultat 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. Nielsen (2005) et Garcia-Meca & Martínez (2007) observent que les analystes financiers se fondent principalement sur l'information concernant la stratégie de l'entreprise. En outre, les marchés financiers continuent d'exiger davantage d'informations pour aider les acteurs à prendre des décisions d'investissement.

En analysant les données des fichiers de crédit de quatre grandes banques allemandes, Grunert et al. (2005) trouvent que l'utilisation combinée des données financières et des données non financières conduit à une prévision plus précise des futurs événements de défaut, beaucoup mieux qu'une simple utilisation de chacun des deux de types de données. En situation de 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 ces incertitudes en se fondant sur les informations divulguées sur les projets de recherche et de 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 des 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 tout de même remise en question par Campbell (2008) qui pense que certaines de leurs caractéristiques

limitent leur utilisation dans la prise de décision. Une allusion à leur caractère non rigide et non systématique.

Amir et Lev (1996) soulignent par ailleurs le fait que les indicateurs financiers, et notamment leur divulgation, ne soient pas en mesure de suivre le rythme effréné qu'impose un monde dynamique des affaires en constante évolution. Les conséquences de cette insuffisance informationnelle des indicateurs financiers pourraient conduire, selon Wallman (1995), à des marchés de capitaux moins efficaces, un coût plus élevé du capital et, éventuellement, un plus faible niveau de vie.

2.2.3. La divulgation volontaire en contexte de marchés de capitaux

La divulgation volontaire consiste essentiellement à la communication libre d'informations autres que celles légalement ou statutairement exigées, et en général en marge des états financiers. Cette divulgation volontaire peut d'une part détailler et approfondir la divulgation obligatoire d'informations pour améliorer son exhaustivité et accroître sa crédibilité. Dans ce sens, Healy et Palepu (1993) avancent que les analystes financiers sont beaucoup plus convaincus de la fiabilité de l'information formelle lorsque des entreprises divulguent également des informations volontaires. D'autre part, la divulgation volontaire peut compléter et élargir la divulgation obligatoire, dans le dessein d'aboutir à une divulgation d'informations plus complète,

diversifiée et systématique. C'est dans cette optique qu'elle est capitale pour communiquer efficacement avec les parties prenantes et leur décrire plus clairement les perspectives de l'entreprise. Comme le précisent Grüning et Stockmann (2004), suivis d'Orens et Libaert (2007), en plus de l'information financière obligatoire minimalement requise pour tous, les marchés financiers continuent d'exiger davantage d'informations afin de prendre des décisions d'investissement. Ceci montre en outre que la divulgation volontaire, dans ce second cas de figure, pourrait en général porter sur des informations non financières.

La plupart des recherches en matière de divulgation volontaire ont été menées dans le cadre des marchés des capitaux. Il existe dans ce cadre une asymétrie d'information entre demandeurs (entreprises) et offreurs de capitaux (investisseurs, créanciers) qui peut provoquer un déséquilibre du système. La divulgation volontaire intervient alors, selon Healy et Palepu (2001) et Guidry et Patten (2012) pour faciliter la communication entre les gestionnaires, les créanciers et les autres investisseurs, et atténuer ce problème qui se veut majeur, du moment où le défi essentiel pour toute économie est la répartition optimale de l'épargne aux possibilités d'investissement.

Scott (1994) a simultanément utilisé la théorie des coûts exclusifs (Verrecchia, 1983), la théorie des coûts d'acquisition de l'information (Diamond, 1985) et la

théorie de l'agence pour expliquer le niveau de divulgation volontaire des firmes sur les pensions de retraite.

Le contexte canadien a semblé être approprié, notamment en raison du fait qu'en la matière, il y avait au Canada au moment de l'étude, beaucoup moins de divulgations obligatoires qu'aux États-Unis. Si l'auteur ne trouve pas de lien significatif entre le niveau de divulgation et les coûts d'acquisition, il constate cependant qu'en présence de coûts exclusifs, les entreprises divulguent moins d'informations au sujet des coûts et intérêts des fonds de pension, et moins de détails relatifs à ces régimes.

Baginski et al. (2002), puis Beyer et al. (2010) présentent la responsabilité juridique comme étant une explication partielle de la réticence des gestionnaires à divulguer volontairement des prévisions de bénéfices. Ils notent par contre une plus grande fréquence dans ces divulgations en période de difficulté ou de mauvaises nouvelles. Dans une comparaison entre le Canada et les États-Unis, ils affirment que les lois canadiennes sur les valeurs mobilières étant plus souples et moins litigieuses qu'aux États-Unis, on peut noter une plus grande fréquence dans la diffusion des prévisions de résultats au Canada par rapport aux États-Unis, des prévisions à plus long terme et en général plus précises aussi. Ces auteurs montrent ainsi, comme Scott (1994), que le facteur légal et institutionnel affecte grandement la propension des entreprises à divulguer délibérément certaines informations.

Bushee et Noe (2000) s'interrogent sur les effets des pratiques de divulgation des entreprises sur le niveau de participation des investisseurs institutionnels et sur la volatilité du rendement de leurs actions. En s'appuyant sur l'indice de divulgation de l'*Association for Investment Management and Research* (AIMR) pour un échantillon de 4 314 entreprises-années, et sur des supports tels que le rapport annuel, les rapports intermédiaires et les notes d'activités avec les investisseurs, les auteurs procèdent par régression à un rapprochement entre la participation institutionnelle (types d'investisseurs institutionnels) et la divulgation organisationnelle. Ils arrivent à la conclusion que, si l'amélioration des pratiques de divulgation entraîne des coûts indirects en attirant des investisseurs institutionnels dont la stratégie axée sur le court terme favorise la volatilité du rendement des actions, elle entraîne néanmoins la participation plus importante des acteurs dont la stratégie est axée sur le moyen et le long terme. L'effet combiné de l'attraction de ces deux types d'investisseurs sur le rendement des actions serait nul. Ce qui devrait alors inciter les dirigeants à s'assurer que les bénéfices attendus de l'amélioration des pratiques de divulgation puissent couvrir les coûts y afférents.

Wang et al. (2008) examinent de façon empirique les déterminants de la divulgation volontaire dans les rapports annuels des sociétés chinoises cotées à la fois sur le plan national et étranger, afin de déterminer si le coût du capital et de la dette est lié à l'étendue de cette divulgation. S'ils trouvent que le niveau de divulgation volontaire

est positivement corrélé à la proportion de la propriété publique, de la propriété étrangère, de la performance des entreprises (mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE) et de la réputation de la firme de vérification, ils n'en ressortent avec aucune évidence solide de la réduction du coût du capital et de la dette.

Kothari, Li et Short (2009) procèdent à une analyse de contenu d'environ 100 000 supports de divulgation issus des directions d'entreprises, analystes financiers et médias (notamment la presse économique), parvenant ainsi à recouper des informations pour 889 compagnies. Leurs constats révèlent que lorsque l'analyse de contenu indique des divulgations favorables, le risque de l'entreprise, représenté par le coût du capital, la volatilité des rendements boursiers et la dispersion des prévisions des analystes, diminue de façon importante. Par contre, les divulgations défavorables sont accompagnées d'augmentations importantes dans ces différentes mesures du risque d'entreprise. Une analyse par source d'informations montre que des divulgations défavorables de la presse économique affectent plus rapidement et négativement le coût du capital et la volatilité des rendements.

Botosan (1997) trouve que cette divulgation réduit le coût du capital, et Healy et Palepu (1993), appuyés par Zare et al. (2013), précisent pour leur part que la crédibilité de cette divulgation est étroitement liée au niveau professionnel des

organismes intermédiaires dans ce processus. Pour un échantillon de 97 entreprises, Healy et Palepu (1999) montrent que pour une divulgation accrue, les cours des actions de ces compagnies augmentent de 7 % en moyenne la première année, avant d'atteindre un taux de croissance moyen entre 12 et 24 % au cours des trois années subséquentes. En plus d'une liquidité plus élevée et d'une incertitude plus faible à l'égard de leurs titres, ces compagnies sélectionnées sont pour la plupart très appréciées des analystes financiers.

Aerts, Cormier et Magnan (2007) ont montré, dans une étude comparative entre l'Amérique du Nord et l'Europe continentale, que la divulgation volontaire sur le Web des renseignements sur la performance des entreprises est de nature à réduire la dispersion des analystes financiers (et donc l'asymétrie d'information) et à faire croître la liquidité de marché pour les titres concernés. Pour ainsi dire, cette divulgation volontaire a un apport informatif substantiel pour le marché et conduit à un impact significatif sur la valeur marchande. Diamond et Verrecchia (1991) affirmaient déjà que la divulgation volontaire réduit l'asymétrie d'information entre différentes catégories d'investisseurs et accroît ainsi la demande et la liquidité des titres de la firme. Leuz et Verrecchia (2000) trouvent quant à eux que les firmes qui s'engagent à accroître leurs divulgations ont en plus d'une faible asymétrie d'information, un faible niveau de coût du capital. Ces résultats montrent clairement que la qualité de la divulgation volontaire devrait renforcer la confiance des

investisseurs sur les marchés financiers à un moment où des scandales financiers ont largement ébranlé cette confiance.

Ces 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, essentiellement des acteurs de marchés financiers, et notamment les analystes financiers et les gestionnaires de portefeuille. Cependant, l'intérêt de ces informations pour des banquiers n'a pas souvent été sondé, alors même que leurs méthodes d'évaluation d'entreprises ne répondent pas aux mêmes fins que celles des analystes, et n'adhèrent pas aux mêmes perspectives. La pondération accordée aux informations financières et aux informations non financières varie d'un type d'évaluation à un autre. C'est ce vide que cette thèse tente de combler en confirmant l'utilité prédictive et la pertinence reconnues à l'information non financière relative à la performance organisationnelle, mais surtout en démontrant que cette pertinence, tout comme le niveau de divulgation, est subordonnée à une variable modératrice qu'est la source de financement de l'entreprise, elle-même souvent orientée par le système financier sur lequel est fondé le pays.

2.2.4. La divulgation volontaire : incidence des facteurs institutionnels

Les études relatives à la divulgation portent habituellement sur les incitatifs qui amènent des dirigeants à communiquer certaines informations. Rarement sont évoquées les forces institutionnelles qui, sans formellement exiger certains éléments dans la divulgation, font planer un spectre qui entraîne finalement des entreprises à une forme de divulgation qui reste volontaire.

La divulgation volontaire peut donc dans ce cas être perçue comme une réponse organisationnelle à une complexité institutionnelle. Toutefois, les localités dans lesquelles sont basées les entreprises diffèrent de par leur organisation, leur structure et la nature des interactions entre différents acteurs. Il est donc à prévoir que les pressions institutionnelles ne soient ni de la même nature, ni de la même intensité, d'un environnement à un autre. Il devient donc intéressant d'observer l'influence de ces facteurs sur la divulgation volontaire.

Des chercheurs mettent de plus en plus l'accent sur l'influence des pressions institutionnelles plus larges telles que les normes sociales et les pressions des parties prenantes sur la divulgation volontaire. Reid et Toffel (2009) constatent dans ce sens que les entreprises divulguent leurs stratégies sur le changement climatique en raison de pressions exercées par des militants du mouvement social et par des actionnaires, en plus de la menace d'une éventuelle réglementation. Un document

sur l'économie suggère que dans des cas de défaillance du marché, l'ensemble du secteur peut reconnaître la nécessité de s'autoréguler, y compris par la divulgation volontaire (Barnett et King 2008).

Il a été considéré que les pays de droit civil sont plus axés sur les intervenants ou les parties prenantes que les pays de *Common Law* (Simnett et al., 2009). Ces derniers mettant davantage d'accent sur la protection des actionnaires. Le pouvoir des parties prenantes d'influencer la gestion entreprise étant fonction des ressources essentielles qu'elles contrôlent, les structures de propriété concentrées permettent aux propriétaires d'utiliser leur contrôle effectif sur les entreprises pour influencer la divulgation d'informations. C'est ainsi que les différences dans les structures de propriété entre les pays peuvent affecter les relations des parties prenantes à l'entreprise et d'influencer le niveau et la qualité du *reporting* RSE (Van der Laan Smith et al., 2005). Garcia-Sanchez et al. (2015) arrivent à la conclusion que les entreprises situées dans les sociétés coercitives, caractérisées par une grande orientation à long terme, des valeurs culturelles collectivistes plus élevées, et un indice de distance par rapport à la puissance plus faible, sont plus sensibles à la divulgation volontaire relative à la RSE. Dans la même veine, ces chercheurs expliquent que les caractéristiques du système du pays, telles que son environnement juridique de droit civil, l'application de la loi et la concentration de la propriété, sont des éléments clés dans la divulgation d'informations pertinentes et

comparables pour les processus de prise de décision des parties prenantes. Ce qui corrobore les résultats de Campbell (2007) qui démontre que dans les économies occidentales, la divulgation en matière de RSE est largement influencée par la concurrence dans le secteur, les normes sociales, et la réglementation.

Pour Roe (2003), les mécanismes de gouvernance nationaux, en influençant largement le modèle de gouvernance corporative, jouent un rôle dans la qualité de la divulgation volontaire, et leur utilité pour des acteurs de marché. La Porta et al. (2008), dans un article traitant des conséquences économiques des origines légales, expliquent que les pays de droit civil affichent un plus grand interventionnisme de l'État tant sur le plan de la propriété des entreprises que sur celui de la régulation. Ce qui, selon ces auteurs, implique des effets négatifs pour les marchés, notamment une plus grande corruption, une économie informelle plus grande et une hausse du chômage. Ils constatent par ailleurs que les pays dits de droit commun (*common law*) connaissent un faible formalisme dans les procédures judiciaires et une plus grande indépendance de la justice. Ces indicateurs sont à leur tour associés à une meilleure exécution des contrats et une plus grande sécurité des droits de propriété. Partant de ces données, Djankov et al. (2008) ajoutent que les pays de droit commun ont des exigences de divulgation plus élevées sur les marchés que les pays de droit civil. Comme mentionné dans Doidge et al. (2007), certaines études ont par contre admis que l'effet pays sur la divulgation volontaire régressait

considérablement dès lors que l'entreprise accédait à des marchés internationaux pour son financement. Une position nuancée par Shi, Magnan et Kim (2012) qui ont étudié sur une décennie les pratiques de divulgation des entreprises issues de 40 pays et inter-cotées aux États-Unis. Leurs résultats montrent que si l'accès au marché américain contraint à ajuster l'étendue de la divulgation volontaire, les facteurs institutionnels du pays influencent toujours la nature et l'étendue de cette divulgation. Elle accrédite ainsi la thèse de Durnev et al. (2009) qui soulignaient déjà que dans un pays où les droits de propriété ne sont pas protégés, une grande transparence peut augmenter la probabilité d'une expropriation gouvernementale. Un rapport coût-bénéfice de la divulgation pourrait alors les inviter à ne pas divulguer d'information sur des éléments salvateurs à l'étranger, si le coût localement est plus important. Ces auteurs réitèrent ainsi le rôle important que joue le système légal ou plus largement, les forces institutionnelles d'un pays, sur le contenu de la divulgation volontaire.

Aucune de ces études ne fait cependant le lien entre l'orientation du système financier et la nature, l'étendue et la pertinence de la divulgation volontaire. Et c'est ce que cette thèse veut apporter comme contribution.

2.3. Cadre théorique et hypothèses

La divulgation, et précisément la divulgation volontaire, constitue l'un des plus importants thèmes de recherche en comptabilité financière. Un large éventail d'études ont été consacrées à cette question, dans plusieurs pays, plusieurs secteurs d'activités, plusieurs contextes; avec un regard sur les supports et les canaux de divulgation, la qualité et la quantité des informations divulguées, les incitatifs et avantages inhérents à cette pratique, les coûts et inconvénients qui y sont associés, les publics ciblés, et bien sûr sa capacité à satisfaire les besoins informationnels des diverses parties prenantes, entre autres. Selon les contextes, différentes théories sont mises en avant pour expliquer le choix de certaines entreprises à divulguer volontairement à un moment ou un autre. Initialement, la théorie de l'agence présente la divulgation volontaire comme étant un moyen de compléter la reddition des comptes qui est requise dans la relation d'agence, et permettrait par ailleurs de réduire les coûts d'agence. Avec l'avènement et le développement du concept de responsabilité sociale de l'entreprise, la théorie des parties prenantes (*stakeholders*) explique que l'entreprise (ou le dirigeant) ne rend pas compte uniquement aux propriétaires, mais aussi à tous les partenaires d'affaires et les institutions légales (État, fournisseurs, clients, employés, etc.). La divulgation volontaire serait donc dans ce cas, un moyen de renseigner toutes ces parties intéressées, dont les préoccupations ne sont pas toujours intégrées aux

exigences légales de *reporting*. Plus proches de ce raisonnement, la théorie institutionnelle (Shocker et Sethi, 1974) et la théorie de la légitimité éclairent elles aussi sur les incitatifs à la divulgation volontaire. Communiquer volontairement des renseignements à ces parties prenantes aurait pour but de se présenter comme étant conforme au consensus social, et de préserver une légitimité qui est essentielle à la survie de l'entreprise.

Depuis quelques années, un essai de théorisation formelle de la divulgation volontaire se dessine au fil des études, avec les intérêts économiques des entreprises comme but ultime. La divulgation volontaire de l'information corporative n'est en général pas aléatoire, mais plutôt bien mesurée et savamment pensée. Dans un contexte de marché de capitaux, nous analyserons le but et l'impact d'une politique de communication délibérée à travers une série de fondements théoriques, allant des théories de la divulgation à l'hypothèse des coûts politiques, en passant par la théorie de l'agence, la théorie du signal et la théorie de la dépendance des ressources.

2.3.1. Théories de la divulgation

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 aucune 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 le 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; en évoquant entre autres les coûts liés à l'information. À ce chapitre, 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.

Les quatre théories qui vont suivre, et qui concernent spécifiquement l'objet de notre recherche, sont toutes mobilisées pour expliquer et démontrer que nous pouvons escompter une plus grande utilité des informations extra-financières dans les pays orientés vers le marché financier.

2.3.2. Théorie de l'agence

Dans ce cadre, la divulgation volontaire a pour but, au regard des dirigeants, de convaincre les actionnaires à travers les agences de notation et les analystes financiers de ce qu'ils œuvrent à faire croître la valeur de l'entreprise. Le nombre d'actionnaires étant plus élevé dans le cas des entreprises qui accèdent au

financement boursier, la divulgation est de facto plus large et tend à répondre à un plus grand nombre d'utilisateurs.

Toutefois, comme il a été souligné à la section 1.2 du chapitre premier et dans le tableau 1.1, le problème d'agence ne se pose pas exactement de la même façon dans les pays de marché que dans les pays d'obédience bancaire, de même que les modèles de gouvernance présentent des différences considérables. Nous avons relevé que la France et l'Allemagne, qui ont un modèle de gouvernance de type *stakeholders* (parties prenantes), ont adopté des lois qui incitent fortement à la divulgation de nature sociale et environnementale. Ce qui n'est pas tout à fait le cas des pays anglo-saxons qui affichent un modèle de gouvernance de type *shareholders* (actionnaires), où la teneur de divulgation est davantage orientée par les intérêts des investisseurs. Ceci nous amène à poser les hypothèses suivantes :

H1 : La divulgation volontaire d'informations sociales et environnementales est plus accrue chez les firmes se finançant par les banques et appartenant à un modèle de gouvernance de type partenarial

H2 : La divulgation volontaire d'informations à caractère économique ou de gouvernance corporative est plus accrue chez les firmes se finançant davantage par les marchés boursiers et appartenant à un modèle de gouvernance de type actionnarial

2.3.3. Hypothèse des coûts politiques dans la théorie comptable positive

Cette hypothèse prévoit que la taille et l'exposition d'une entreprise sont de nature à inciter les dirigeants à opter pour des choix comptables (et dans notre cas des choix de divulgation volontaire) qui comblent l'attention du public. Avec un financement par la bourse, l'exposition de la firme est plus grande et requiert une offre soutenue d'informations de qualité.

2.3.4. Théorie du signal

Cette théorie 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 » (Vernimmen, 2012). L'hypothèse de l'efficacité des marchés est naturellement l'objet en toile de fond de ce raisonnement.

Les banquiers sont, au sens de la comptabilité financière, plus proches de la firme que les autres utilisateurs de l'information financière. Tout comme la comptabilité financière vise à fournir de l'information financière à ceux qui se trouvent le plus loin de l'entreprise, la divulgation volontaire en matière de performance organisationnelle

devrait être plus abondante en direction des autres sources de financement, notamment en direction des marchés financiers. Pour ces acteurs du marché financier, cette divulgation sera par ailleurs plus pertinente qu'elle ne peut l'être pour le banquier, étant donné que l'asymétrie d'information est normalement plus présente chez eux que chez ce dernier. Si cette asymétrie ne peut être résolue, la levée de fonds, tant par les actions que par les obligations, s'avèrera plus coûteuse pour l'entreprise, et donc pour les actionnaires actuels. Le dirigeant est alors intéressé à divulguer volontairement toute information positive, de nature à réduire l'incertitude des potentiels investisseurs à l'égard de son entreprise, mais aussi de réduire leurs coûts d'obtention de l'information, qui pourrait peser sur le coût de la dette.

La divulgation intervient ici comme un signal de la valeur de l'entreprise. Ce signal est habituellement crédible aux yeux des investisseurs parce que la qualité d'une entreprise peut être facilement observée plus tard, et les entreprises qui envoient des informations erronées sont aussitôt pénalisées. Notre troisième hypothèse, appuyée par cette théorie, est donc la suivante :

H3 : La divulgation volontaire d'information non financière (organisationnelle) est plus pertinente dans un contexte de marché financier que dans un contexte de financement par le secteur bancaire.

La pertinence évoquée ici fait référence à la capacité à réduire l'asymétrie d'informations.

2.3.5. La théorie de la dépendance envers les ressources

Selon Choi (1973) qui a décliné cette théorie en théorie des besoins en capital (*capital need theory*), les entreprises seront motivées à améliorer leur qualité de l'information afin d'obtenir l'offre d'un financement rare. Ce qui amène Whiting et Woodcock (2011) à avancer que les entreprises qui lèvent des fonds sur les marchés sont susceptibles d'offrir plus d'informations que les autres.

Cette théorie stipule que les entreprises ayant d'importantes possibilités de croissance sur les marchés vont prioriser le financement externe pour soutenir leurs opérations, soit par émissions d'actions, soit par emprunt. Dans cette situation, la divulgation obligatoire n'est pas suffisante pour obtenir un capital aussi bon marché que possible. Par conséquent, ce type de financement nécessite une sorte de concurrence entre des entreprises afin d'obtenir du capital de la manière la plus rentable dans des conditions d'incertitude, en révélant de plus amples informations à des investisseurs extérieurs, dans le dessein de les informer de la position de l'entreprise et d'accroître la sécurité de leurs flux de trésorerie futurs (Choi, 1973). Ceci laisse entrevoir, comme le point 1.3 au chapitre premier, que la divulgation volontaire contribue à réduire le coût de la dette ou du capital, de par sa capacité à

fournir aux investisseurs ou pourvoyeurs de fonds une meilleure visibilité sur les performances à venir. Notre quatrième hypothèse se décline dans ce sens.

H4 : La divulgation volontaire d'information non financière (organisationnelle) revêt une plus grande valeur prédictive dans un contexte de marché financier que dans un contexte de financement par le secteur bancaire.

De tout ce qui précède, il est presque évident de noter que le principal but de la divulgation volontaire semble être une réduction de l'asymétrie de l'information, comme l'évoquent Martínez-Ferrero et al. (2015). Dans ce sens, les informations non financières relatives à la performance organisationnelle, divulguées volontairement, apportent une plus-value informationnelle aux marchés et permettent une meilleure valorisation de l'entreprise et des transactions plus efficaces. Il faut cependant préciser que la source prééminente de financement des entreprises dans un pays est habituellement associée au modèle de gouvernance qui y prévaut. Lequel modèle de gouvernance, en fonction des acteurs en présence, conditionne fortement le contenu des informations divulguées volontairement. Le contenu de la divulgation dans un contexte de gouvernance actionnariale sera donc sensiblement différent du contenu divulgué dans un contexte de gouvernance partenariale. Ainsi, nous assumerons au préalable que le niveau de divulgation d'information non financière est négativement associé à l'asymétrie d'information. 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. Ce qui devrait se traduire par une relative adhésion aux titres de la compagnie sur le marché financier.

Comme la nature et l'entendue de la divulgation volontaire est tributaire des mécanismes de gouvernance et de l'environnement institutionnel, nous devons nous attendre à ce que non seulement la nature des informations diffère d'une source de capitaux à une autre, mais surtout que l'efficacité de l'association décrite ci-dessus dépende des exigences de l'environnement, et notamment du type de marché de capitaux.

CHAPITRE III

MÉTHODOLOGIE, VARIABLES ET DONNÉES

Notre thèse a pour objectif, tout d'abord, de faire la lumière sur la pertinence de l'information non financière relative au potentiel latent d'une entreprise, sur la valeur marchande de celle-ci. Ensuite et surtout, elle ambitionne de démontrer que cette pertinence est davantage prononcée dans une économie largement adossée sur les marchés financiers où des analystes financiers, au-delà des données financières historiques, sont assez friands des projections et perspectives des entreprises, contrairement aux économies financées en grande partie par des banques, pour qui le conservatisme comptable est de mise. En toile de fond, nous opposons ici le comportement et les attentes de deux professionnels, le banquier et l'analyste financier; ou encore de deux types d'agents économiques, le créancier et l'investisseur. Le banquier ou le créancier est avant tout préoccupé par la solvabilité qui garantit son remboursement, alors que l'analyste financier et l'investisseur, plus orientés vers le long terme, se préoccupent de l'expansion de la firme, et s'intéressent donc davantage au potentiel global et aux perspectives futures. Leurs exigences à l'égard de l'entreprise ne sont donc pas toujours les mêmes et la divulgation de l'entreprise à leur égard sera donc différente.

Concrètement, nous investiguons si une divulgation plus étendue et plus étoffée en matière de performance organisationnelle permet une meilleure valorisation des

entreprises financées en grande partie par des marchés financiers que pour des entreprises dont la source de financement majeure est la banque. Pour ce faire, nous entendons mesurer, sur la base d'une étude comparative internationale, le niveau de divulgation, mais aussi examiner sa pertinence non seulement à travers son impact sur les cours boursiers, mais surtout à travers sa capacité à réduire l'asymétrie d'information et à améliorer la prédictibilité sur les marchés. Ceci en tenant en compte le système de financement prépondérant (financement par le marché ou financement par les banques).

L'information non financière fait référence ici à toute information de nature qualitative, descriptive ou même numérique publiée par l'entreprise en dehors des états financiers et des notes qui les accompagnent. Cette information est essentiellement véhiculée dans le rapport annuel, les rapports de responsabilité sociale et/ou de développement durable, les communiqués de presse et le site Web. Dans le cadre de cette thèse, il s'agit spécifiquement des informations non financières portant sur la performance organisationnelle. Plusieurs agences de notation des informations non financières regroupent ces données principalement en trois ou quatre catégories : environnementale, sociale, gouvernance et/ou économique. Pour des fins d'analyse, nous nous servons du score global de la divulgation volontaire, et des scores de chacune des catégories.

3.1 Échantillonnage

La nécessité d'une étude internationale s'impose pour atteindre l'objectif de notre recherche. Au chapitre premier, nous avons procédé à une catégorisation du système financier de plusieurs pays développés, membres de l'Organisation pour la Coopération et le Développement Économique (OCDE), sur la base de la source du financement, du modèle de gouvernance, du coût de la dette et de la structure de l'actionnariat. De cette analyse, il est nettement ressorti que les pays anglo-saxons (Australie, Canada, États-Unis, Grande-Bretagne) sont orientés vers le marché financier et les pays d'Europe continentale (Allemagne, France) sont davantage tournés vers les banques.

Une étude comparative entre ces six pays, répartis en deux groupes, serait une chose intéressante. Seulement, il est question ici d'examiner l'impact de la divulgation volontaire, une divulgation dont la teneur et l'ampleur est elle-même tributaire du niveau de la divulgation obligatoire. La normalisation comptable et les directives des autorités de marchés varient d'un pays à l'autre et fixent assez souvent des exigences de divulgation différentes. Les six pays retenus n'étant pas soumis à la même normalisation comptable, il ne serait donc pas pertinent de tous les garder dans notre échantillon de pays. Afin de contrôler les variations dans le *reporting* volontaire qui peuvent être liées au référentiel, à l'environnement ou à la pratique comptable du pays, nous choisissons les pays qui partagent les mêmes

normes comptables. Dans notre cas, la France, l'Allemagne et la Grande-Bretagne ont en commun le référentiel IFRS depuis 2005, et le Canada depuis 2011. L'échantillon va donc se restreindre aux entreprises de ces quatre pays, pour lesquels nous disposons de données sur quelques années. L'Allemagne est de plus en plus présentée comme un pays dont le système financier orienté vers le marché monétaire se mue progressivement vers le marché financier. On devrait s'attendre à y voir des résultats mitigés, tandis que la France et la Grande-Bretagne affichent des résultats nettement opposés.

À dessein de retenir des entreprises de tailles comparables, notre échantillon final comprend des entreprises cotées, constituant l'indice boursier de chacun des pays sélectionnés, sur la période 2009-2012, inclusivement.

3.2 Variables et données

Nos hypothèses formulées au deuxième chapitre indiquent clairement que nous voulons examiner la pertinence des données non financières non seulement à travers leur incidence sur le nombre de recommandations des analystes financiers, mais aussi à travers leur capacité à réduire l'asymétrie d'information sur les marchés et à prédire des rendements et résultats.

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

(Ajina et al., 2015), la dispersion des analystes dans leurs prévisions de revenus (Aerts, Cormier et Magnan, 2007), la notation de la qualité des divulgations comptables par *l'Association for Investment and Management Research* (Acharya et al, 2013), 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 trois mesures de l'asymétrie d'information, telles que décrites ci-dessous :

3.2.1. Le *bid-ask spread*

Dans la littérature financière (Leuz et Verrecchia, 2000), 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, nous anticipons que les entreprises qui auront le plus divulgué (sur une base volontaire) d'informations au sujet de leur performance organisationnelle auront globalement le plus faible écart *bid-ask*, indépendamment du cours qui sera finalement retenu par le marché. Ce qui pourrait signifier que pour elles, la valeur

d'entreprise perçue par les vendeurs se rapproche de celle que perçoivent les acheteurs.

3.2.2. La volatilité des cours

Elle mesure l'ampleur des variations de ces cours sur un marché boursier. La volatilité est ici associée au risque (Leuz et Verrecchia, 2000), et peut donc être calculée par l'écart-type des rendements d'un titre. Plus grand sera cet écart, plus forte sera l'asymétrie d'information et ce serait le signe d'une faible divulgation en matière de performance organisationnelle.

3.2.3. La divulgation

Le plus grand défi d'une étude portant sur la divulgation est fort probablement la mesure du niveau de la divulgation. De nombreux indices de divulgation sont repris dans des recherches, certains d'entre eux faisant partie de standards internationaux, et d'autres étant développés par des chercheurs selon les contextes spécifiques de leurs études. Botosan (1997) est de ceux qui ont développé leur propre indice. Alors qu'elle voulait mettre en relation le niveau de divulgation de l'entreprise et le coût du capital, elle a estimé que l'indice de l'AIMR (*Association for Investment and Management Research*) était beaucoup trop orienté vers les grandes entreprises. Son indice est composé de cinq types d'informations pondérés chacun à 20 %, et

qui concernent la présentation générale de l'entreprise, le sommaire de ses résultats historiques, les données statistiques clés au sujet des éléments non financiers, l'information prospective, ainsi que l'analyse et les commentaires de la direction. D'autres chercheurs, notamment Neu et al. (1998), ont employé le nombre de mots dans le rapport annuel concernant l'activité environnementale pour appréhender le niveau de la divulgation environnementale volontaire. Clarkson et al. (2008) font une classification binaire des informations, soit en informations *hard* qui font état de la structure de gouvernance, les systèmes de gestion, la crédibilité, les indicateurs de performance environnementale et les dépenses environnementales, soit en informations *soft* qui évoquent la vision et la stratégie, le profil environnemental et les initiatives environnementales. La première catégorie reçoit une pondération plus élevée que la seconde. Cho et Patten (2007) poursuivent dans la même lancée, en opposant les informations à caractère monétaire et les données à caractère non monétaire. La première catégorie étant toujours mieux pondérée que la seconde. Aerts et Cormier (2009) tiennent compte de la teneur des informations, en plus de leur densité, en établissant une grille de codification qui attribue différentes pondérations aux informations indicatives (1 point), qualitatives ou descriptives (2 points), quantitatives et numériques (3 points).

Dans tous ces cas de figure, la mesure demeure quelque peu subjective, étant donné qu'il s'agit essentiellement d'une codification qui relève de l'analyse

documentaire. La perception de la nature ou de la teneur d'une information peut alors varier selon le chercheur. Cette subjectivité est en général balisée par une forme de triangulation de chercheurs, selon laquelle la codification doit être menée par deux ou plusieurs chercheurs, et les résultats de leurs observations une fois rapprochés doivent fournir un Alpha de Cronbach élevé (supérieur à 70 %) afin d'attester de la fidélité de l'instrument de mesure.

Dans le cadre de notre étude, et compte tenu de la nature et de la rareté des données recherchées, nous avons opté pour les scores de divulgation issus de la base de données Bloomberg. Cette base de données, laquelle couvre plus de dix mille entreprises dans le monde à travers les principales places boursières, est spécialisée dans la production d'information systématique et vérifiable au sujet de la divulgation sur les dimensions ESG (environnementale, sociale et gouvernance) des entreprises, ainsi qu'un certain nombre d'outils d'analyse pour des investisseurs professionnels qui étoffent leurs portefeuilles en intégrant des paramètres non financiers dans leur analyse traditionnelle des possibilités d'investissement. Pour bâtir cette base de données, des analystes expérimentés collectent de l'information sur toutes les plateformes de divulgation des entreprises suivies. Ces données sont ensuite transformées en unités cohérentes pour permettre une analyse quantitative de certaines d'entre elles qui sont plutôt qualitatives par nature. Ces unités sont par ailleurs organisées en quatre piliers : les scores de divulgation au sujet de la

performance environnementale, de la performance sociale, de la performance en matière de gouvernance et de la performance économique. La base de données combine ces deux dernières catégories en une seule, qualifiée de « g ». Les scores vont de 1 à 100.

Le tableau 3.1 présente la grille de contenus de chacune des catégories de divulgation.

Tableau 3.1 – Grille de l'indice de divulgation Bloomberg

ENVIRONMENTAL	SOCIAL	GOVERNANCE
Carbon emissions	Supply chain	Cumulative voting
Climate change effects	Discrimination	Executive compensation
Pollution	Political contributions	<i>Shareholders' rights</i>
Waste disposal	Diversity	Takeover defense
Renewable energy	Human rights	Staggered boards
Resource depletion	Community relations	Independent directors
		Risk & crisis management
		Brand management
		Customer relationship
		Innovation

Source : Bloomberg

La base de données Bloomberg nous fournit également les indicateurs financiers et boursiers des entreprises tels que l'écart *bid-ask*, la volatilité, les prévisions de bénéfices et le nombre de recommandations d'analystes.

Finalement, pour le système financier, nous retenons une variable dichotomique qui sera de 1 si le pays est classé comme marché financier (Canada et Grande-Bretagne) et de 0 si le pays est classé marché monétaire (France et Allemagne). La source majeure de financement relativement à l'entreprise est déterminée par un ratio indiquant si les fonds qu'elle collecte, par emprunt ou par capitalisation, s'obtiennent sur la place boursière ou dans un circuit restreint. Concrètement, nous regarderons la structure du financement externe (hors autofinancement) pour observer le ratio emprunt bancaire/financement externe total

3.3 Modèle d'analyse

L'objectif étant de déterminer si le système financier influence la teneur et la pertinence de la divulgation, la méthodologie consiste d'abord à examiner par des scores le niveau de divulgation volontaire de chaque pays, ensuite de rapprocher ces scores avec les indicateurs boursiers pour déterminer s'il y a une incidence, et dans quel système l'incidence est la plus grande. Ceci sera fait de deux manières : Tout d'abord, les scores de divulgation sont utilisés pour régresser divers attributs de l'asymétrie de l'information (*bid-ask spread* et volatilité) et déterminer s'ils réduisent cette asymétrie. Ensuite, ces scores sont utilisés comme régresseurs pour les bénéfices futurs et le suivi des analystes.

La pertinence des données non financières selon la source de financement sera examinée suivant deux modèles :

3.3.1. Le modèle de réduction d'asymétrie

$$1a : \text{Écart } bid-ask = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivRSE} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Log Volume} + \beta_7 \text{ Log Volatilité} + \beta_8 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$1b : \text{Écart } bid-ask = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivGov} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Log Volume} + \beta_7 \text{ Log Volatilité} + \beta_8 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$2a : \text{Volatilité} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivRSE} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Bêta} + \beta_7 \text{ Free Float} + \beta_8 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$2b : \text{Volatilité} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivGov} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Bêta} + \beta_7 \text{ Free Float} + \beta_8 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

3.3.2. Le modèle de valeur prédictive

$$1a : \text{BPA } n+1 = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivRSE} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Benef par act.} + \beta_7 \text{ Var Bénéf par act.} + \varepsilon$$

$$1b : \text{BPA } n+1 = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ systfin} + \beta_3 \text{ DivGov} * \text{systfin} + \beta_4 \text{ sourcefin} + \beta_5 \text{ DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{ Benef par act.} + \beta_7 \text{ Var Bénéf par act.} + \varepsilon$$

$$2a : \text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{systfin} + \beta_3 \text{DivRSE} * \text{systfin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Volatilité} + \beta_7 \text{Free Float} + \varepsilon$$

$$2b : \text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{systfin} + \beta_3 \text{DivGov} * \text{systfin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Volatilité} + \beta_7 \text{Free Float} + \varepsilon$$

Où :

- Écart bid-ask est la moyenne annuelle des écarts *bid-ask*;
- Volatilité est l'écart-type (sur un an) des rendements journaliers des titres;
- BPA n+1 est le bénéfice par action de l'exercice suivant;
- Rec analystes est la somme des recommandations des analystes;
- DivRSE est le score de divulgation en matière sociale et environnementale;
- DivGov est le score de divulgation économique de gouvernance;
- Systfin correspond au système financier (Banque ou Marché) du pays. Il est de 1 si marché financier et de 0 si marché bancaire;
- Sourcefin indique le ratio de financement ouvert vs financement fermé. Il est obtenu en faisant le ratio de financement bancaire sur l'ensemble du financement de l'entreprise;
- Log Volume est le logarithme du volume des transactions;
- Log Volatilité est le logarithme de la volatilité;

- Suivi des analystes est ici représenté par $1 + \log$ (suivi des analystes);
- *Free Float* indique la diffusion de l'actionnariat. Un score élevé est le signe d'un actionnariat diffus.

Le test de Durbin-Wu-Hausmann effectué sur les scores de divulgation comme régresseurs dans les équations soulignées ci-haut indique la présence d'endogénéité. Les moindres carrés ordinaires ne sont donc pas adaptées pour opérer ces régressions. Nous optons alors pour des équations simultanées, par les doubles moindres carrés adaptées aux données de panel. La fonction y afférente sous STATA est *xtivreg*. Dans ce modèle d'équations simultanées, la divulgation est donc elle-même déterminée par diverses variables, avant de servir à déterminer nos variables expliquées. Selon la littérature (Cormier et al, 2009), nous avons retenu la rentabilité (ROE), l'endettement total, la taille (Log des actifs totaux) et la diffusion de l'actionnariat (*Free Float*), pour déterminer le niveau de la divulgation.

La seconde équation de ce modèle d'équations simultanées est donc la suivante :

$$\text{DivRSE} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE} + \beta_2 \text{Endett} + \beta_3 \text{Log Actifs} + \beta_4 \text{Free Float} + \varepsilon$$

$$\text{DivGov} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE} + \beta_2 \text{Endett} + \beta_3 \text{Log Actifs} + \beta_4 \text{Free Float} + \varepsilon$$

Cependant, nous n'intégrerons pas l'effet pays et l'effet secteur comme variables de contrôle. L'effet pays entraînerait de la multi-colinéarité, étant donné qu'il est assimilé à une de nos variables d'intérêt : le système financier, qui est de 0 quand il

s'agit de l'Allemagne et de la France, et de 1 lorsqu'on est en présence d'une entreprise canadienne ou britannique. L'effet secteur n'affine pas non plus les équations de régression, en raison du fait que les scores de divulgation produits par Bloomberg sont déjà pondérés en fonction du secteur. Par ailleurs, afin de capter l'effet marginal de la source de financement de la firme au-delà du système financier prédominant dans le pays, nous insérons la variable « sourcefin » (source de financement) dans le modèle d'équations. Ceci nous permettra de conclure si la divulgation volontaire est davantage influencée par le système financier du pays ou les canaux de financement de la firme.

À titre de tests de sensibilité, pour chacun des systèmes financiers, l'analyse de régression est faite pour chacune des mesures d'asymétrie de l'information et de valeur prédictive que nous avons retenues (l'une après l'autre) en prenant les scores de divulgations comme variables explicatives. Ici, les équations de régressions portent sur les modèles suivants :

$$1a : \text{Écart } bid-ask = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Log Volume} + \beta_3 \text{ Log Volatilité} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$1b : \text{Écart } bid-ask = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ Log Volume} + \beta_3 \text{ Log Volatilité} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$2a : \text{Volatilité} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Bêta} + \beta_3 \text{ Free Float} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$2b : \text{Volatilité} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ Bêta} + \beta_3 \text{ Free Float} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

$$3a : \text{BPA } n+1 = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Bénéf par act.} + \beta_3 \text{ Var Bénéf par act.} + \varepsilon$$

$$3b : \text{BPA } n+1 = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ Bénéf par act.} + \beta_3 \text{ Var Bénéf par act.} + \varepsilon$$

$$4a : \text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Volatilité} + \beta_3 \text{ Free Float} + \varepsilon$$

$$4b : \text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ Volatilité} + \beta_3 \text{ Free Float} + \varepsilon$$

Le choix de deux différentes mesures pour l'asymétrie de l'information vise à pallier les limites que pourraient présenter chacune de ces mesures. Conséquemment, ses mesures conjointes arriveraient à peu près à capter le bon construit.

Soulignons une fois de plus que, comme résultats, il est anticipé que les indicateurs non financiers seront moins pertinents dans la divulgation volontaire pour les pays où le financement des entreprises est davantage assuré par les banques que par la bourse. Car les banques, par leurs méthodes d'analyse de crédit axées sur la rentabilité, la solvabilité, les risques et les garanties, sont peu enclines à s'appuyer sur des indicateurs non financiers, si les indicateurs-comptables de base ne sont pas au vert.

CHAPITRE IV

ANALYSE DES RÉSULTATS

Nous procédons dans ce chapitre au décryptage et au commentaire des résultats statistiques issus des modèles proposés au chapitre précédent. Tour à tour, nous proposons des statistiques descriptives portant sur les différentes variables explicatives, expliquées et de contrôle, des analyses multivariées, des tests de sensibilité et des tests d'effet modérateur.

4.1 Statistiques descriptives

Le tableau 4.1 décliné ci-dessous présente les scores de chaque composante de la divulgation volontaire en matière de performance organisationnelle, tant pour l'ensemble de l'échantillon représenté par les quatre pays retenus, que pour chacun des pays, pris séparément. Un regroupement de ces pays en deux sous-ensembles (marché monétaire et marché financier) a également été opéré. Calculés par entreprises, ces scores portent sur la période 2009-2012 (quatre années) et sont déterminés suivant la méthodologie de la base de données Bloomberg, telle que décrite au chapitre 3.

Tableau 4.1 – Scores de divulgation

Panel A – Échantillon total					
Variables	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Divulgation environnementale	1448	31.53091	15.87481	2.3256	92.8571
Divulgation sociale	1482	40.39367	15.64345	3.3333	84.2105
Divulgation de gouvernance + éco	1485	55.66878	10.59898	3.5714	85.7143

Panel B – Divulgation environnementale par pays					
Pays	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Allemagne	193	38.62342	16.95995	2.3256	72.3214
France	317	34.55634	14.38563	2.6786	72.8682
Marché monétaire	510	36.09545	15.5202	2.3256	72.8682
Canada	197	32.44593	12.99695	2.3256	55.814
Grande-Bretagne	741	26.76896	15.17722	2.3256	75.969
Marché financier	938	27.96125	14.91998	2.3256	75.969

Panel C – Divulgation sociale par pays					
Pays	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Allemagne	194	45.46316	17.71852	3.5088	80.7018
France	317	47.93709	13.89906	12.2807	80.7018
Marché monétaire	511	46.99787	15.4903	3.5088	80.7018
Canada	207	39.42807	17.04378	3.3333	75
Grande-Bretagne	764	36.63282	13.37002	3.5088	84.2105
Marché financier	971	37.22872	14.26934	3.3333	84.2105

Panel D – Divulgation économique et de gouvernance par pays					
Pays	N	Moyenne	Écart-type	Min	Max
Allemagne	194	45.57253	14.85964	19.6429	85.7143
France	319	56.751	9.91448	3.5714	76.7857
Marché monétaire	513	52.52367	13.18061	3.5714	85.7143
Canada	208	58.77404	8.09368	19.6429	82.1429
Grande-Bretagne	764	57.09611	7.782799	16.0714	76.7857
Marché financier	972	57.45518	7.876282	16.0714	82.1429

Ces statistiques au tableau 4.1 indiquent que la divulgation corporative volontaire la plus accrue est celle qui porte sur la gouvernance et la dimension économique de l'entreprise, suivi de la divulgation sociale et enfin de la divulgation en matière environnementale. Un constat qui pourrait s'expliquer par le fait que, si la divulgation sur les aspects économiques et en matière de gouvernance est l'apanage de pratiquement toutes les entreprises, la divulgation sociale et plus encore la divulgation environnementale, concernent davantage des firmes évoluant dans des secteurs sensibles ou des firmes dont le coût politique est plus élevé au sens de la théorie politico-contractuelle. En outre, les indicateurs de performance en matière de gouvernance sont plus faciles à relever que ceux qui portent sur la performance sociale ou environnementale.

Une analyse pays par pays de chaque composante de la divulgation montre que la divulgation environnementale et la divulgation sociale sont plus élevées en France et en Allemagne qu'au Canada et en Grande-Bretagne. Par contre, la divulgation économique et de gouvernance est plus élevée au Canada et en Grande-Bretagne qu'en Allemagne et en France. Une réalité qui semble confirmer nos deux premières hypothèses :

H1 – La divulgation volontaire d'information sociale et environnementale est plus accrue chez les firmes se finançant par les banques et appartenant à un modèle de gouvernance de type partenarial.

H2 – La divulgation volontaire d'information à caractère économique et/ou de gouvernance corporative est plus accrue chez les firmes se finançant davantage par les marchés boursiers et appartenant à un modèle de gouvernance de type actionnarial.

Afin de nous assurer que les différences arithmétiques relevées ci-haut sont statistiquement significatives, nous procédons à un test de moyennes sur la base des scores inscrits au tableau 4.1.

Tableau 4.2 – Test de moyennes relatif aux scores de divulgation

Panel 1 – Score de divulgation environnementale						
Groupes	N	Moyenne	Écart-type	Std Dev.	Intervalle de confiance	
Bancaire	510	36.09545	0.6872462	15.5202	34.74526	37.44564
Boursier	938	27.96125	0.4871546	14.91998	27.0052	28.91729
Combiné	1448	30.82619	0.4104854	15.62004	30.02098	31.6314
Différence		8.134206	0.8326276		6.500919	9.767493
P-Value						0.0000

Panel 2 – Score de divulgation sociale						
Groupes	N	Moyenne	Écart-type	Std Dev.	Intervalle de confiance	
Bancaire	511	46.99787	0.6852506	15.4903	45.6516	48.34413
Boursier	971	37.22872	0.4579249	14.26934	36.33008	38.12735
Combiné	1482	40.59716	0.4003744	15.41311	39.8118	41.38252
Différence		9.769151	0.8034644		8.1931	11.3452
P-Value						0.0000

Panel 1 – Score de divulgation économique et de gouvernance						
Groupes	N	Moyenne	Écart-type	Std Dev.	Intervalle de confiance	
Bancaire	513	52.52367	0.5819381	13.18061	51.38039	57.95094
Boursier	972	57.45518	0.2526319	7.876282	56.95941	56.27572
Combiné	1485	55.75156	0.2672119	10.2972	55.22741	
Différence		-4.93150	0.5473492		-6.00517	-3.857848
P-Value						0.0000

Le niveau de la P-value (0.0000) pour chaque test de moyennes effectué au tableau 4.2 démontre sans équivoque que la divulgation sociale et environnementale est significativement plus élevée en Allemagne et France qu'au Canada et Grande-

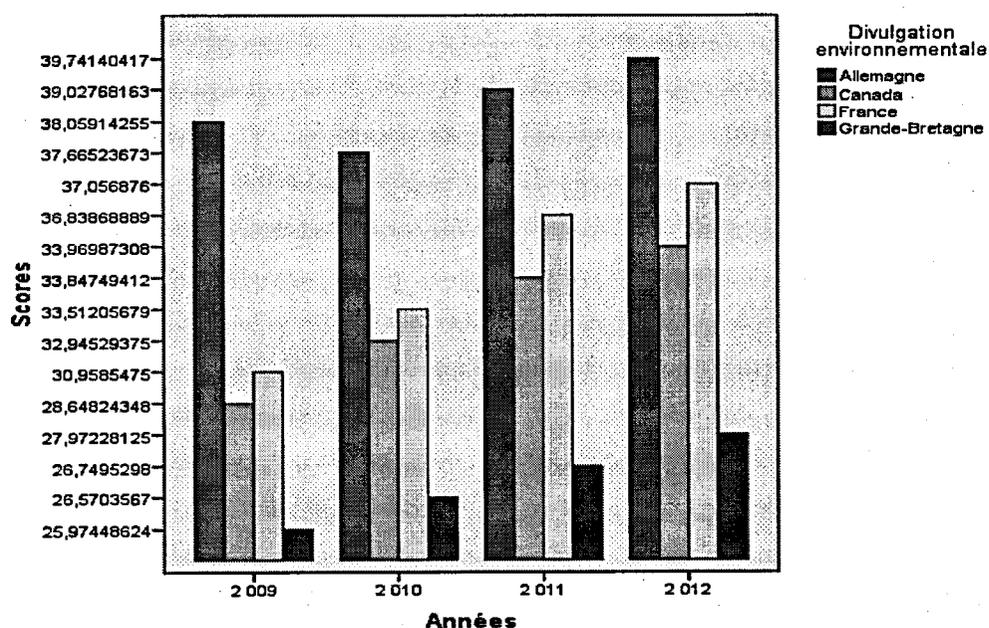
Bretagne; et que la divulgation corporative économique et de gouvernance est plus accrue dans ces deux derniers pays que dans les deux premiers.

Les pays anglo-saxons (Canada et Grande-Bretagne) adoptent un modèle de gouvernance de type actionnarial, qui place l'investisseur ou l'actionnaire au cœur de la reddition des comptes par l'entreprise. Le rôle du conseil d'administration y est par ailleurs plus important, du fait entre autres du caractère diffus de l'actionnariat. Ceci explique pourquoi la divulgation économique et de gouvernance y est plus accentuée qu'en Europe continentale (Allemagne et France) où le système économique (social ou social-démocrate) favorise un modèle de gouvernance de type partenarial. Ici, d'autres parties prenantes, même sans être dominantes, peuvent exercer des pressions. Celles-ci se soucient davantage du rôle social de la firme et amènent les entreprises à investir abondamment dans le *reporting* social et environnemental. Ceci nous permet de valider nos hypothèses 1 et 2.

Un autre fait à noter est l'accroissement dans le temps de la divulgation volontaire non financière dans tous les pays retenus dans notre échantillon. Ce qui tend à souligner un intérêt grandissant des différentes parties prenantes pour ces données, en accord avec Eccles et al. (2011). Des données qui – il faudrait le rappeler – véhiculent dans plusieurs cas un important contenu informationnel qui ne pourrait être capté par les états financiers, et dont la pertinence est avérée pour la prise de décision économique.

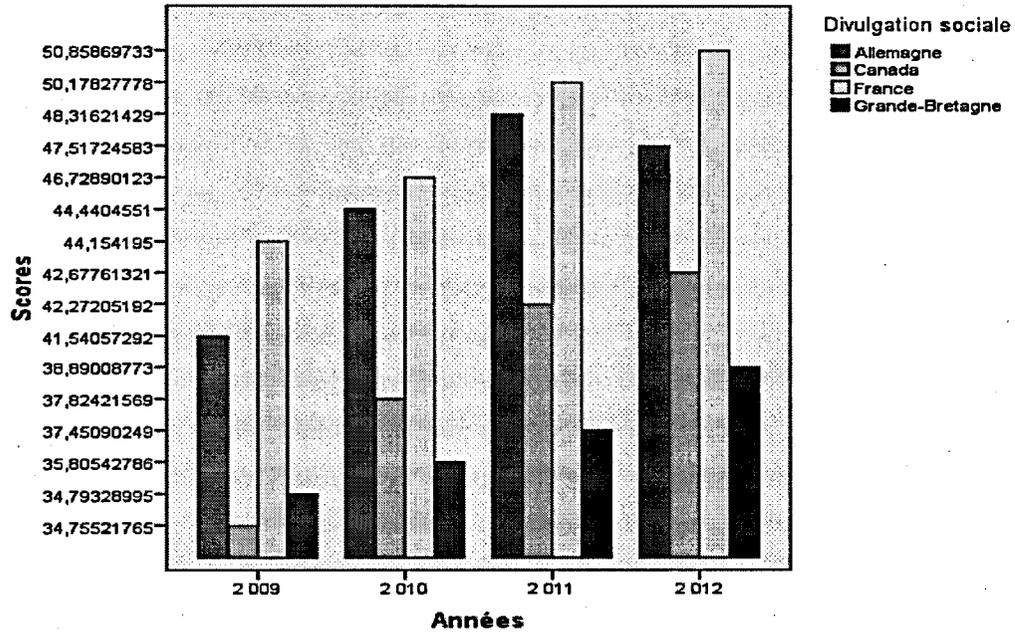
Les figures ci-dessous décrivent cette évolution de la divulgation au sein des entreprises des pays retenus, et indiquent par ailleurs que l'Allemagne est championne de la divulgation environnementale, la France est plus loquace en matière sociale et le Canada détient la palme d'or dans le discours économique et de gouvernance. Pratiquement tous ces pays progressent d'année en année sur tous ces segments de divulgation.

Figure 4.1 Évolution de la divulgation environnementale



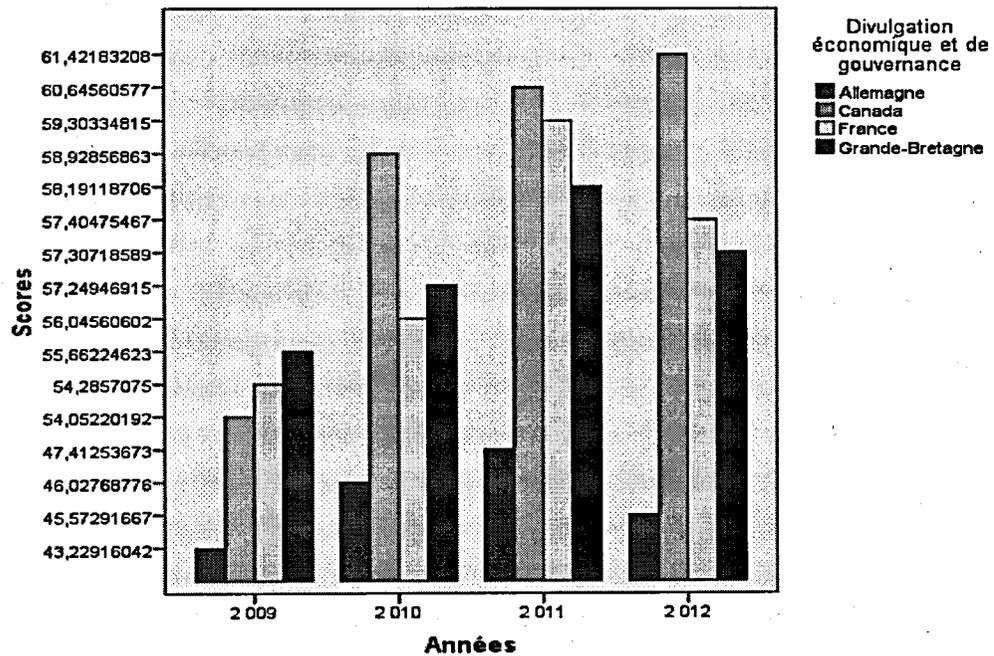
Source : Bloomberg

Figure 4.2 Évolution de la divulgation sociale



Source : Bloomberg

Figure 4.3 Évolution de la divulgation économique et de gouvernance



Source : Bloomberg

La suite des statistiques descriptives est constituée, dans le tableau 4.3a, des variables expliquées issues des modèles que nous avons proposés au chapitre précédent. Les entreprises choisies sont celles qui constituent l'indice boursier de chacun des pays, question d'assurer une certaine comparabilité.

On y observe notamment que l'écart *bid-ask* est plus faible au Canada qu'en Europe. Toutefois, il est beaucoup plus grand en Grande-Bretagne que dans les trois autres pays. Le volume des transactions est plus important au Canada et en Grande-Bretagne que dans les deux pays d'Europe continentale. Rien d'étonnant quand on sait que les marchés y sont plus animés. D'autre part, on observe curieusement plus de couverture d'analystes en Allemagne et en France qu'au Canada et en Grande-Bretagne. La volatilité reste dans la même fourchette pour les quatre pays.

Le tableau 4.3b qui reprend les statistiques descriptives des variables explicatives affiche un taux de financement bancaire significativement plus élevé pour les entreprises d'Europe continentale (0,2918 contre 0,2607). Ces entreprises se financent donc en moyenne plus souvent par les banques que par les entreprises anglo-saxonnes. Même pris distinctement, les scores de la France (0,2909) et de l'Allemagne (0,2975) dépassent nettement ceux du Canada (0,2474) et de la Grande-Bretagne (0,2642). En plus de la moyenne européenne plus élevée de ces emprunts bancaires, leurs écarts-types plus faibles (0,1156 et 0,1286) laissent

présager que cette tendance de financement est relativement uniforme au sein de ces économies. Par contre, l'écart-type plus grand pour la Grande-Bretagne (0,1621) et encore plus pour le Canada (0,2474) pourrait amener à croire que la moyenne indiquée plus haut (0,2607) est grossie par le fait d'un nombre restreint de grandes entreprises. Autrement, le financement bancaire chez les grandes entreprises cotées n'y est pas aussi traditionnel que chez les compagnies basées de l'autre côté de l'Atlantique.

Les entreprises anglo-saxonnes semblent plus rentables que les compagnies euro-continetales, tant en ce qui concerne le rendement des capitaux propres (ROE) que le rendement des actifs (ROA), bien que ces dernières paraissent de plus grandes tailles, du point de vue des actifs comme du point de vue des capitaux propres. Leur niveau d'endettement est par ailleurs plus important. Si cet endettement ne draine pas un levier financier positif, il est possible en revanche qu'il soit un des déterminants du différentiel de rentabilité qu'accusent ces entreprises. L'actionnariat est également plus diffus chez les pays orientés vers le marché (*fFree Float* = 91,36 % pour le Canada et 85,92 % pour la Grande-Bretagne contre 64,36 % en France et 71,37 % en Allemagne). La forte présence des entreprises familiales en France explique bien ces chiffres, montrant un actionnariat plus concentré. Le score élevé de l'Allemagne, bien qu'en deçà de celui du Canada et de la Grande-Bretagne est tout de même le signe d'une nette évolution de son système financier.

**Tableau 4.3a – Statistiques descriptives / Variables expliquées et principaux
indicateurs de marché**

Panel 1 – Échantillon total					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	1728	11745.56	21938.41	6.7011	192198
Tobin's Q	1718	1.489023	.7574939	.2527	7.6662
Écart <i>Bid-ask</i>	435	1.530696	3.101038	.0015	27.2451
Volume des transactions	1729	8.61e+08	2.88e+09	13500	5.20e+10
Volatilité	1712	39.84064	18.83931	2.756	158.553
Prévisions de bénéfices	681	439.7515	796.0471	-119	8429
Recommandations des analystes	1715	20.30379	10.44368	0	51
Total Actifs (en millions de \$)	1551	72412.36	259280.7	58.181	2692538
Panel 2 – Marché bancaire (Allemagne & France)					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	539	13570.69	18171.16	6.7011	105672
Tobin's Q	535	1.314875	.6198914	.7517	7.6662
Écart <i>Bid-ask</i>	135	.1097237	.3291052	.0015	2.8228
Volume des transactions	539	5.16e+08	1.01e+09	24993	9.40e+09
Volatilité	534	39.98716	16.31115	15.048	158.553
Prévisions de bénéfices	183	584.0292	716.0402	-119	3027.5
Recommandations des analystes	534	25.66854	10.86074	0	48
Total Actifs (en millions de \$)	536	102610.4	307272.7	434.47	2164103
Panel 3 – Marché boursier (Canada & Grande-Bretagne)					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	1011	9225.268	18639.96	13.72	155859
Tobin's Q	1005	1.556436	.7918374	.2527	7.4074
Écart <i>Bid-ask</i>	255	2.463548	3.753032	.0071	27.2451
Volume des transactions	1012	1.12e+09	3.66e+09	13500	5.20e+10
Volatilité	1002	40.93828	20.43377	11.657	149.907
Prévisions de bénéfices	445	379.8328	845.6136	-59	8429
Recommandations des analystes	1010	17.5198	8.711208	0	51
Total Actifs (en millions de \$)	1015	55096.72	231644.3	58.181	2692538

Panel 4 – Allemagne					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	200	15752.77	18554.14	6.7011	84746.7
Tobin's Q	198	1.315978	.4334508	.7771	3.3913
Écart <i>Bid-ask</i>	50	.12154	.3548323	.0021	2.2007
Volume des transactions	200	6.16e+08	9.84e+08	185298	5.90e+09
Volatilité	200	41.59919	19.87397	16.891	158.553
Prévisions de bénéfices	99	551.9797	614.6237	-119	2363
Recommandations des analystes	199	31.34673	10.84628	0	48
Total Actifs (en millions de \$)	198	108756.7	295768	770.101	2164103
Panel 5 – France					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	339	12283.33	17843.98	137.977	105672
Tobin's Q	337	1.314228	.707496	.7517	7.6662
Écart <i>Bid-ask</i>	85	.1027729	.3149659	.0015	2.8228
Volume des transactions	339	4.57e+08	1.01e+09	24993	9.40e+09
Volatilité	334	39.02187	13.68629	15.048	103.636
Prévisions de bénéfices	84	621.8017	821.9256	63.3	3027.5
Recommandations des analystes	335	22.29552	9.374086	3	45
Total Actifs (en millions de \$)	338	99009.86	314192.9	434.47	2057698
Panel 6 – Canada					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	214	14828.18	18542.48	153.151	86544.7
Tobin's Q	209	1.462834	.6816085	.2527	4.9469
Écart <i>Bid-ask</i>	55	.0939709	.1404654	.0071	.5699
Volume des transactions	214	6.08e+08	6.83e+08	952629	3.70e+09
Volatilité	207	40.74988	22.1076	11.657	129.977
Prévisions de bénéfices	139	414.5798	550.7341	-59	2401
Recommandations des analystes	214	15.62617	6.493078	0	30
Total Actifs (en millions de \$)	211	71315.46	171032.1	153.7341	825100

Panel 7 – Grande-Bretagne

Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Capitalisation boursière	797	7720.849	18388.82	13.72	155859
Tobin's Q	796	1.581012	.8169338	.5567	7.4074
Écart <i>Bid-ask</i>	200	3.115182	3.999274	.0181	27.2451
Volume des transactions	798	1.25e+09	4.09e+09	13500	5.20e+10
Volatilité	795	40.98734	19.98946	16.935	149.907
Prévisions de bénéfices	306	364.0491	950.2151	1	8429
Recommandations des analystes	796	18.02889	9.153776	0	51
Total Actifs (en millions de \$)	804	50840.31	244993	58.181	2692538

Tableau 4.3b – Statistiques descriptives / Variables explicatives et variables instrumentales

Panel 1 – Échantillon total					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	1469	.2683619	.1678955	-.25050	2.948478
Capitaux propres	1406	7076.489	15739.49	-4085	172514
Bénéfice par action	1390	1.352792	7.811757	-200.1	99.24
ROA	1399	5.602783	10.85372	-50.2549	284.772
1/Actif	1551	.0006902	.0015251	3.70e-07	.017188
Log volume des transactions	1551	8.287802	.8685213	4.13033	10.716
Log volatilité	1536	1.559079	.188549	.440279	2.20017
Free Float	1534	79.78207	23.59049	3.1998	158.403
Bêta	1532	.957232	.2949348	.049037	2.50962
Taille (Log des actifs)	1551	8.826884	2.0617	4.06356	14.806
Endettement	1560	16548.03	79058.74	0	1100000
ROE	1357	40.9198	298.4875	-157.182	10322.6
Panel 2 – Marché monétaire (Allemagne + France)					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	392	.2918775	.1268721	0	.8232416
Capitaux propres	392	9856.754	15655.24	-1061	93942.8
Bénéfice par action	387	2.201466	6.703572	-102.225	33.1
ROA	391	3.450026	5.056743	-49.9549	30.2646
1/Actif	536	.0002103	.000314	4.50e-07	.002302
Log volume des transactions	539	8.143661	.8499797	4.39782	9.97313
Log volatilité	534	1.571764	.1582389	1.17748	2.20017
Free Float	531	66.94987	26.16195	3.1998	100
Bêta	532	.8998597	.2505744	.171292	1.56401
Taille (Log des actifs)	534	9.451176	1.916283	4.89537	14.5875
Endettement	540	32045.14	128484.7	0	1100000
ROE	383	22.49055	58.15241	-157.182	1091.67

Panel 3 – Marché financier (Canada+Grande-Bretagne)					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	1014	.260714	.182939	-.250509	2.948478
Capitaux propres	1014	5867.39	15752.97	-4085	172514
Bénéfice par action	1003	.5509634	6.791335	-200.1	45.3
ROA	1008	6.460293	12.53645	-50.2549	284.772
1/Actif	1015	.0009872	.0018639	3.70e-07	.017188
Log volume des transactions	1012	8.476634	.7418082	4.13033	10.716
Log volatilité	1002	1.568396	.1891717	1.06659	2.17582
Free Float	1003	87.07465	18.93012	18.2958	158.403
Bêta	1000	.9901173	.3210709	.049037	2.50962
Taille (Log des actifs)	1017	8.647029	2.070385	4.06356	14.7538
Endettement	1020	8457.484	35906.84	0	419771
ROE	974	49.6982	358.2405	-43.5369	10322.6
Panel 4 – Allemagne					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	53	.2975535	.1156431	.0209602	.4886574
Capitaux propres	53	10950.97	14499.09	34.2	57539
Bénéfice par action	52	3.646362	5.507629	-5.55	33.1
ROA	53	2.781428	8.652309	-49.9549	15.7945
1/Actif	198	.0002049	.0002965	4.50e-07	.001299
Log volume des transactions	200	8.265343	.8417864	5.26787	9.77085
Log volatilité	200	1.58128	.1741125	1.22766	2.20017
Free Float	196	71.37553	27.45368	3.1998	100
Bêta	196	.8194231	.2266733	.171292	1.15027
Taille (Log des actifs)	198	9.489263	1.958363	4.93699	14.1656
Endettement	200	20586.83	50322.85	0	322342
ROE	53	15.41974	29.3295	-157.182	48.1191

Panel 5 – France					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	339	.2909901	.128675	0	.8232416
Capitaux propres	339	9685.682	15841.65	-1061	93942.8
Bénéfice par action	335	1.977184	6.850319	-102.225	23.92
ROA	338	3.554866	4.237846	-11.5821	30.2646
1/Actif	338	.0002134	.0003241	4.80e-07	.002302
Log volume des transactions	339	8.071872	.8478405	4.39782	9.97313
Log volatilité	334	1.566066	.1479023	1.17748	2.01551
Free Fioat	335	64.36053	25.05682	4.0438	100
Bêta	336	.9467811	.2522322	.472154	1.56401
Taille (Log des actifs)	336	9.428732	1.893637	4.89537	14.5875
Endettement	340	38785.32	156965.4	0	1100000
ROE	330	23.62617	61.49119	-26.4456	1091.67
Panel 6 – Canada					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	211	.2474067	.2465093	0	2.948478
Capitaux propres	211	7593.719	9755.759	-4085	44128
Bénéfice par action	211	.912909	14.74303	-200.1	45.3
ROA	208	4.093783	7.036353	-40.6413	35.7921
1/Actif	211	.0003318	.0006377	1.20e-06	.006505
Log volume des transactions	214	8.402844	.7039679	5.97892	9.5682
Log volatilité	207	1.55256	.2230953	1.06659	2.11387
Free Fioat	212	91.36848	16.91755	30.3337	100
Bêta	216	1.120476	.4635849	.391015	2.50962
Taille (Log des actifs)	216	8.482914	2.078092	4.3594	14.6761
Endettement	216	9256.924	20242.9	0	113303
ROE	205	37.13351	269.4499	-43.5369	3866.67

Panel 7 – Grande-Bretagne					
Variables	N	Moyenne	É/type	Min	Max
Ratio de source du financement	803	.2642106	.1621763	-.25050	1.372449
Capitaux propres	803	5413.772	16956.79	-2650	172514
Bénéfice par action	792	.454536	.822023	-4.33	7.33
ROA	800	7.075586	13.54298	-50.2549	284.772
1/Actif	804	.0011592	.0020342	3.70e-07	.017188
Log volume des transactions	798	8.496422	.7508241	4.13033	10.716
Log volatilité	795	1.572519	.1792208	1.22879	2.17582
Free Float	791	85.92384	19.28209	18.2958	158.403
Bêta	784	.9542022	.257941	.049037	1.64755
Taille (Log des actifs)	801	8.691284	2.067372	4.06356	14.7538
Endettement	804	8242.709	39066.34	0	419771
ROE	769	53.04769	378.4891	-22.6619	10322.6

4.2 Analyses multivariées

4.2.1 Matrice de corrélations

Tableau 4.4 – Matrice de corrélations partielles

	Sprd Bid-ask	Volatilité	Suivi analystes	Div totale	Div RSE	Div gouv.	Syst financier	Source finance	Cap propres	Bén. par action	ROE	Log vol trans	Free Float	Bêta	Taille	Endett total
Sprd Bid-ask	1															
Volatilité	-0,042	1														
Suivi analystes	-,309**	-,153**	1													
Div totale	-,262**	-,132**	,483**	1												
Div RSE	-,292**	-,104**	,480**	,971**	1											
Div gouv.	-0,03	-,110**	,247**	,633**	,510**	1										
Syst financier	,584**	-0,024	-,354**	-,223**	-,298**	,166**	1									
Source finance	-,138**	-,057*	,096**	,096**	,124**	0,04	-,122**	1								
Cap propres	-,437**	-,148**	,239**	,376**	,410**	,123**	-,589**	-0,051	1							
Bén. par action	-,195**	-,383**	,278**	,337**	,349**	,159**	-,379**	-0,029	,667**	1						
ROE	,209**	-,272**	,099**	-0,003	-0,023	,069*	,111**	,229**	-,246**	,263**	1					
Log vol trans	-,190**	,120**	,603**	,376**	,343**	,405**	,187**	,137**	-,158**	-,162**	-0,005	1				
Free Float	-,072**	-0,006	,519**	,322**	,279**	,413**	,326**	,141**	-,272**	-,189**	0,052	,933**	1			
Bêta	-,094**	,336**	,215**	,228**	,192**	,273**	,130**	-,107**	,068**	-,102**	-,194**	,475**	,401**	1		

Tableau 4.4 – Matrice de corrélations partielles (suite)

	Sprd Bid-ask	Volatilité	Suivi analyste	Div totale	Div RSE	Div gouv..	Syst financier	Source finance	Cap propres	Bén. par action	ROE	Log vol trans	Free float	Bêta	Taille	Endett. total
Taille	-.086**	0,024	,102**	0,037	,070**	-.0033	-.198**	0,027	,080**	,066*	-.0008	0,018	-.0014	-0,04	1	1
Endett. total	-.397**	-.148**	,553**	,510**	,527**	,290**	-.321**	,602**	,450**	,299**	0,019	,472**	,427**	,160**	,073**	1

** Significatif à 1 %; * Significatif à 5 %

Rappel : Le *bid-ask spread* est la moyenne de l'écart de prix entre les ordres d'achat et de vente. La volatilité est représentée par l'écart-type des rendements boursiers, et le suivi des analystes est marqué par le nombre de recommandations d'analystes (*buy, sell* ou *hold*) formulées pour chaque entreprise. La variable système financier est dichotomique : 1 pour le marché financier et 0 pour le marché monétaire. La source de financement est le ratio de la dette bancaire par rapport à tous les fonds récoltés, incluant les autres sources de financement publiques. Plus ce ratio est élevé, plus il traduit une propension élevée de financement par les sources bancaires.

Les trois segments de divulgation sont significativement corrélés avec toutes les quatre variables expliquées, à l'exception de la divulgation de gouvernance envers le *bid-ask spread*. Comme attendu, une divulgation accrue tend à augmenter le suivi des analystes et à améliorer les prévisions de bénéfices. Par ailleurs, cette divulgation réduit l'écart *bid-ask* et la volatilité.

À l'exception de la volatilité, la variable de marché est significativement corrélée avec la divulgation et toutes les variables expliquées.

4.2.2 Statistiques de régressions

Les corrélations partielles notées dans le tableau 4.4 seront examinées dans les statistiques de régressions menées sur l'ensemble de l'échantillon. Comme régresseurs, les variables modératrices que sont le système financier et la source de financement extérieur s'ajoutent alternativement et conjointement aux scores de divulgation pour expliquer les variables déclinées selon les trois modèles suivants :

Le modèle de réduction d'asymétrie

Il regroupe l'écart *bid-ask* et la volatilité, qui ont été retenus comme mesures de l'asymétrie d'information.

Le modèle de valeur prédictive

Les variables de prévisions de bénéfices et de suivi des analystes sont choisies ici pour souligner la pertinence de la divulgation en termes d'utilité prédictive de la performance future.

Tableau 4.5 - Résultats de régression en sur l'écart *bid-ask* (doubles moindres carrés)

Écart <i>bid-ask</i>	1			2		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	9.779905	4.00	0.000	20.25083	4.17	0.000
Divulgation	-.0002581	-0.02	0.985	-.1137576	-1.89	0.060
Système financier	3.648859	7.12	0.000	6.846317	3.68	0.000
Divulgation*système financier	-.0225434	-2.28	0.023	-.0645042	-2.22	0.028
Source de financement	-2.777545	-2.14	0.033	-18.484	-2.42	0.016
Divulgation*source de financement	.0664891	2.05	0.041	.3081852	2.50	0.013
Log Volume transactions	-1.804684	-5.81	0.000	-2.239345	-5.07	0.000
Log Volatilité	1.386664	2.63	0.009	1.220086	1.16	0.245
Suivi des analystes	.7215666	2.67	0.008	.7512603	1.94	0.053
N	1253			1253		
Significativité	0.0000			0.0000		
R2 ajusté	0.2211			0.3218		

1 : Écart *bid-ask* = $\beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{systfin} + \beta_3 \text{DivRSE} * \text{systfin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Log Volume} + \beta_7 \text{Log Volatilité} + \beta_8 \text{Suivi des analystes} + \varepsilon$

2 : Écart *bid-ask* = $\beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{systfin} + \beta_3 \text{DivGov} * \text{systfin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Log Volume} + \beta_7 \text{Log Volatilité} + \beta_8 \text{Suivi des analystes} + \varepsilon$

Dans le tableau 4.5 ci-dessus, les résultats obtenus sur la base de l'échantillon complet attestent que la divulgation en RSE (1) et la divulgation économique et de gouvernance (2) réduisent significativement l'écart *bid-ask*, avec tout de même une plus grande portée pour la divulgation de gouvernance (R^2 ajusté = 0,3218 contre 0,2211). Dans les deux équations, le système financier et la réelle source de financement se montrent déterminants comme facteurs de contingence de la pertinence de ces divulgations. En prenant en compte l'additivité des termes d'interactions (divulgation*système financier et divulgation*source de financement), le système financier se révèle être celui qui fait la grande différence dans la portée de la divulgation volontaire pour la réduction d'asymétrie.

Il ressort en effet que la divulgation semble réduire l'écart *bid-ask* dans un contexte de marché bancaire, relation qui n'est pas très significative (P-value = 0,985 dans l'équation 1 et 0,060 dans l'équation 2.), et il est surtout notable que la divulgation réduit davantage l'écart *bid-ask* dans un contexte de marché financier (le coefficient du terme d'interaction divulgation*système financier étant de -0,0225 dans l'équation 1 et -0,0645 dans l'équation 2, avec la p-value respectivement à 0,023 et 0,028).

Il est utile de préciser par ailleurs que ces résultats proviennent de données de panel et que le test d'Hausman montre pour ce modèle comme pour les trois qui suivront, que le modèle à effets aléatoires est le mieux indiqué.

Tableau 4.6 - Résultats de régression sur la volatilité (doubles moindres carrés)

Volatilité	1			2		
	Coef.	T	P-value	Coef.	T	P-value
Constante	120.1784	3.90	0.000	293.5153	2.76	0.006
Divulgation	-2.2426	-2.30	0.021	-4.590583	-2.34	0.019
Système financier	-55.07627	-2.31	0.021	-103.8478	-1.95	0.051
Divulgation*système financier	1.254706	2.16	0.031	1.85729	1.94	0.053
Source de financement	-63.20154	-1.86	0.063	-321.3383	-2.17	0.030
Divulgation*source de financement	2.198466	2.18	0.030	5.813582	2.22	0.026
Bêta	26.35202	9.64	0.000	26.36335	10.24	0.000
Free float	.0214242	0.62	0.534	.00024	0.93	0.353
Suivi des analystes	-6.62578	-3.70	0.000	-6.377683	-4.53	0.000
N				1252		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.0720		

1 : Volatilité = $\beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivRSE} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourceffin} + \beta_5 \text{DivRSE} * \text{sourceffin} + \beta_6 \text{Bêta} + \beta_7 \text{Free float} + \beta_8 \text{Suivi des analystes} + \varepsilon$

2 : Volatilité = $\beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivGov} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourceffin} + \beta_5 \text{DivGov} * \text{sourceffin} + \beta_6 \text{Bêta} + \beta_7 \text{Free float} + \beta_8 \text{Suivi des analystes} + \varepsilon$

Le tableau 4.6 montre que la volatilité est faiblement ($R^2 = 0.0720$ et 0.0385), mais très significativement ($P = 0.0000$ dans les deux cas) expliquée par la divulgation de RSE et la divulgation économique & de gouvernance. Mais ici, le caractère modérateur du système financier est quelque peu mitigé. Si la divulgation réduit la volatilité dans les pays européens (coef. = -2.2426 et -4.5905 ; p-value = 0.021 et 0.019), le modèle semble indiquer que la divulgation réduit moins la volatilité dans les pays anglo-saxons (coef. Divulgation*système financier = 1.2547 et 1.8572 ; p-value = 0.031 et 0.059), remettant ainsi en cause l'hypothèse qui voudrait que la divulgation réduise davantage l'asymétrie d'information dans une économie orientée vers la bourse. Sur le plan de la source de financement de chaque firme, la divulgation des entreprises qui se sont financées en grande partie par le marché financier semble avoir un effet nul sur leur volatilité. En effet, lorsqu'on additionne les coefficients standardisés de la divulgation à celui du terme d'interaction (divulgation-source de financement), l'effet de la source de financement s'annule presque.

Le système financier apparaît encore ici comme le véritable facteur de contingence pour la pertinence de la divulgation, bien que le résultat soit à l'opposé de celui escompté.

Tableau 4.7 - Résultats de régression sur les prévisions de bénéfices (doubles moindres carrés)

Prévisions de bénéfices	1			2		
	Coef.	T	P-value	Coef.	T	P-value
Constante	10.00193	1.97	0.049	31.82594	2.11	0.035
Divulgateion	-.2340277	-1.70	0.089	-.5339124	-2.01	0.045
Système financier	-7.649981	-2.16	0.030	-19.5868	-2.46	0.014
Divulgateion* système financier	.1686196	1.92	0.054	.3244489	2.31	0.021
Source de financement	-6.332052	-1.43	0.154	-35.15206	-1.74	0.082
Divulgateion* source de financement	.2122456	1.56	0.120	.6303253	1.77	0.076
Bénéfice par action	.5892627	16.24	0.000	.4000914	8.92	0.000
Variation du bénéfice par action	-.1644113	-7.76	0.000	-.1048546	-4.67	0.000
N			1016			1016
Significativité			0.0000			0.0000
R2 ajusté			0.4236			0.2672

1 : $BPA_{n+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivRSE} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivRSE} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Benef par act.} + \beta_7 \text{Var Benef par act.} + \varepsilon$

2 : $BPA_{n+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivGov} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourcefin} + \beta_5 \text{DivGov} * \text{sourcefin} + \beta_6 \text{Benef par act.} + \beta_7 \text{Var Benef par act.} + \varepsilon$

Les résultats du tableau 4.7 révèlent que ni la source de financement ni le terme d'interaction entre la divulgation et la source de financement ne se montrent significatifs pour expliquer les bénéfices futurs. Et ceci dans les deux équations (p-value = 0.154 et 0.120; puis 0.082 et 0.076 respectivement).

Dans l'équation 1 (RSE), la divulgation ne semble pas significative (p= 0.089), pour expliquer les prévisions de bénéfices en contexte bancaire, comme peut l'être la divulgation de gouvernance dans la seconde équation (p= 0.045). Dans les deux équations, la divulgation se montre d'une plus grande utilité prédictive dans un contexte boursier (la p-value du terme d'interaction avec le système financier étant de 0.054, puis de 0.021).

On peut donc noter que la divulgation volontaire des informations extra-financières aide donc par ailleurs, dans une importante mesure, à affiner les prévisions de bénéfices ($R^2 = 0.4236$ et 0.2672 respectivement). Là encore, c'est la variable de système financier qui s'impose dans les deux équations, tandis que la divulgation de gouvernance se montre plus informative que la divulgation environnementale et sociale.

Tableau 4.8 - Résultats de régression sur le suivi des analystes (Doubles moindres carrés)

Recommandations des analystes	1			2		
	Coef.	T	P-value	Coef.	T	P-value
Constante	17.25687	10.57	0.000	23.8538	10.29	0.000
Divulgateion	.2374365	6.46	0.000	.0523049	1.32	0.186
Système financier	-3.267711	-2.12	0.034	-9.360929	-4.25	0.000
Divulgateion*système financier	-.1030657	-3.14	0.002	.0099942	0.28	0.783
Source de financement	5.974888	3.05	0.002	-3.440317	-0.94	0.347
Divulgateion*source de financement	-.1439225	-2.82	0.005	.0812472	1.28	0.200
Volatilité	-.0476288	-9.20	0.000	-.0446294	-8.60	0.000
Free float	.0007636	6.68	0.000	.0007998	6.81	0.000
N	1231			1231		
Significativité	0.0000			0.0000		
R2 ajusté	0.2844			0.2325		

1 : Rec Analyst = $\beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivRSE} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourceffin} + \beta_5 \text{DivRSE} * \text{sourceffin} + \beta_6 \text{Volatilité} + \beta_7 \text{Free float} + \varepsilon$

2 : Rec Analyst = $\beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{sysffin} + \beta_3 \text{DivGov} * \text{sysffin} + \beta_4 \text{sourceffin} + \beta_5 \text{DivGov} * \text{sourceffin} + \beta_6 \text{Volatilité} + \beta_7 \text{Free float} + \varepsilon$

Le tableau 4.8 montre en revanche que la divulgation sociale et environnementale semble davantage expliquer le nombre de recommandations des analystes ($p=0.000$ pour l'équation 1 et 0.186 pour l'équation 2). Le système financier est négativement associé aux recommandations d'analystes. En gros, il existe plus d'analystes financiers en France et en Allemagne, comme l'ont d'ailleurs illustré nos statistiques descriptives. Ces deux pays sont également ceux où la divulgation sociale et environnementale est la plus accrue. C'est ce qui peut expliquer que l'équation 1 soit plus explicative que la seconde ($R^2 = 0.2844$ et 0.2325 respectivement), qui elle porte sur la divulgation de gouvernance. Dans les deux cas, le système financier reste déterminant pour facteur de variation de l'utilité de la divulgation, même s'il semble indiquer que la divulgation dans une économie boursière réduit le nombre d'analystes qui suivent l'entreprise.

Notre modèle de valeur prédictive confirme donc que les informations non financières sont de bons indicateurs d'une performance future et que leur divulgation suscite non seulement un intérêt certain chez les analystes, mais peut également leur permettre d'affiner leurs prévisions. Enfin, le terme d'interaction *divulgation*système financier* est significatif dans les huit équations, traduisant ainsi un rôle modérateur pour le système financier.

Il est important de rappeler ici que le but de cette thèse est, en plus de corroborer la pertinence des informations non financières pour les marchés, de démontrer par

ailleurs que cette relation est plus intense lorsque la source des capitaux est publique que lorsque cette source est restreinte. Nous avons présumé que dans les pays à forte tradition boursière, avec un système financier axé davantage sur le marché financier que sur le marché bancaire, la divulgation volontaire serait plus utile, compte tenu de la multitude de pourvoyeurs de fonds (investisseurs) qui sont par ailleurs à une grande distance de l'entreprise d'un point de vue informationnel. Au regard des données du chapitre 1, nous avons pu conclure que le Canada et la Grande-Bretagne ont un système financier axé sur le marché, alors que l'Allemagne et la France ont un système orienté vers les banques.

Étant donné le nombre important des entreprises basées au Canada et en Grande-Bretagne qui optent tout de même pour un financement bancaire à long terme; et compte tenu du nombre lui aussi important des entreprises françaises ou allemandes qui se tournent vers les marchés pour se financer, nous avons jugé utile d'ajouter un second degré de codification au niveau de chaque firme. Chacune a donc été classée selon son système pays et selon sa réelle source de financement. De plus, les statistiques descriptives renseignent sans équivoque sur le fait que les entreprises d'Europe continentale enregistrent des scores de divulgation sociale et environnementale significativement plus élevés que leurs semblables Anglo-saxonnes. Et qu'à l'inverse, ces dernières affichent des scores significativement plus élevés dans la divulgation de gouvernance. Chacune de nos équations a par

conséquent été déclinée en deux sous-équations : une équation qui tient compte de la divulgation sociale et environnementale, et une autre équation qui intègre la divulgation économique et de gouvernance.

Les deux modèles, en plus de confirmer la pertinence des informations non financières, montrent clairement que les canaux de financement qui prévalent dans l'environnement de l'entreprise ont un effet important sur la teneur et la pertinence de ces informations aux yeux des différentes parties prenantes.

La conclusion partielle qui peut être tirée à ce stade est que le système financier qui prévaut dans un pays a nettement plus d'incidence sur l'ampleur et le contenu informationnel de la divulgation non financière des entreprises que la source véritable de financement de cette entreprise. Ce qui signifie par exemple qu'une entreprise basée au Canada et se finançant par emprunts bancaires pourrait facilement avoir les mêmes habitudes de communication qu'une entreprise compatriote qui se finance par emprunt obligataire. Ceci probablement en raison du fait que le système légal, l'environnement institutionnel et les mécanismes de gouvernance, certes dictés par l'orientation boursière du pays et la présence assumée de l'investisseur sur les autres parties prenantes, ont une portée qui assujettit les autres grandes entreprises, même si elles ne font pas d'appel public à l'épargne. De même, une entreprise française levant des fonds en bourse pourrait malgré tout ne pas communiquer aussi intensément que dans un pays à tradition

boursière, s'il s'avère que les lois de protection des investisseurs et les lois de sécurité financière n'y sont pas aussi sévères qu'elles peuvent l'être aux États-Unis et dans la plupart des pays anglo-saxons.

Dans le but de déterminer si les données non financières sont plus pertinentes dans un environnement boursier que dans un environnement bancaire, et valider nos hypothèses 3 et 4, nous envisageons pour la suite un test de sensibilité, en procédant à une régression système par système. La source de financement n'ayant pas fourni de résultats concluants lors des analyses ci-dessus, sa variable est ici écartée. En outre, le système financier et ses variables satellites disparaissent de l'équation en raison d'une absence de variabilité dans chacun des sous-groupes et de la colinéarité que cela pourrait créer. Les scores de divulgation dans chacun des deux segments sont alors les seuls régresseurs, auxquels s'ajoutent les déterminants classiques de chacune des quatre variables dépendantes que nous avons retenues. Les résultats sont inscrits dans les tableaux qui suivent.

Tableau 4.9a – Résultats de régression en doubles moindres carrés de l'écart *bid-ask* (divulgaration RSE)

Écart <i>bid-ask</i>	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	1.139827	5.91	0.000	16.98452	5.33	0.000
Divulgaration	.000582	0.74	0.459	.0148071	1.25	0.211
Log Volume transactions	-.1396013	-4.67	0.000	-2.612279	-6.02	0.000
Log Volatilité	.0224821	0.41	0.685	1.796062	2.72	0.007
Suivi des analystes	.017695	0.41	0.679	1.056633	3.42	0.001
N				898		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.1705		

$$\text{Écart } bid\text{-ask} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Log Volume} + \beta_3 \text{ Log Volatilité} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

Tableau 4.9 b – Résultats de régression en doubles moindres carrés de l'écart *bid-ask* (divulgateion gouvernance)

Écart <i>bid-ask</i>	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	.7472057	2.92	0.005	35.39495	5.27	0.000
Divulgateion	-.0018121	-0.68	0.501	-.1793	-2.28	0.023
Log Volume transactions	-.0875056	-3.27	0.002	-3.336022	-5.46	0.000
Log Volatilité	.0646183	0.80	0.429	.9713118	0.78	0.438
Suivi des analystes	.0188418	0.50	0.616	1.170752	2.49	0.013
N				898		
Significativité				0.0033		
R2 ajusté				0.4176		

$$\text{Écart } bid\text{-ask} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divGov} + \beta_2 \text{ Log Volume} + \beta_3 \text{ Log Volatilité} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

Tableau 4.10a – Résultats de régression en doubles moindres carrés de la volatilité (divulgateur RSE)

Volatilité	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	26.44798	1.36	0.174	61.07097	10.96	0.000
Divulgateur	-1.74306	-1.41	0.158	-2.2105058	-2.83	0.005
Bêta	47.10657	2.53	0.011	22.52072	8.25	0.000
Free float	-.0335677	-0.54	0.591	.003305	0.08	0.939
Suivi des analystes	11.02118	0.83	0.405	-9.456579	-6.84	0.000
N				349		
Significativité				0.0038		
R2 ajusté				0.0865		

$$\text{Volatilité} = \beta_0 + \beta_1 \text{ divRSE} + \beta_2 \text{ Bêta} + \beta_3 \text{ Free float} + \beta_4 \text{ Suivi des analystes} + \varepsilon$$

Tableau 4.10b – Résultats de régression en doubles moindres carrés de la volatilité (divulgateur de la volatilité)

Volatilité	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	87.20304	3.10	0.002	75.64546	7.01	0.000
Divulgateur	-1.025819	-2.17	0.030	-433425	-2.28	0.022
Bêta	22.00976	6.83	0.000	24.48479	8.66	0.000
Free Float	.0035538	2.17	0.030	.0007415	3.28	0.001
Suivi des analystes	-4.740061	-3.19	0.001	-10.09173	-7.26	0.000
N				903		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.2365		

Volatilité = $\beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{Bêta} + \beta_3 \text{Free float} + \beta_4 \text{Suivi des analystes} + \varepsilon$

Tableau 4.11a – Résultats de régression en doubles moindres carrés de la prévision des bénéfices (divulgaration RSE)

Prévisions de bénéfices	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	.3597767	0.16	0.877	.198849	1.07	0.285
Divulgaration	.0158449	0.29	0.771	.0165918	3.33	0.001
Bénéfice par action	.7258672	13.65	0.000	.3555362	11.88	0.000
Variation du bénéfice par action	-.1385717	-3.16	0.002	-.1154005	-8.43	0.000
N				729		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.4678		

$$BPA_{n+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{Benef par act.} + \beta_3 \text{Var Bénéf par act.} + \varepsilon$$

Tableau 4.11b – Résultats de régression en doubles moindres carrés de la prévision des bénéfices (divulgateion
gouvernance)

Prévisions de bénéfices	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	T	P-value
Constante	2.804944	0.92	0.355	.1103153	0.27	0.789
Divulgateion	-.0298403	-0.59	0.557	.0106216	1.52	0.012
Bénéfice par action	.7031667	10.92	0.000	.3700919	12.50	0.000
Variation du bénéfice par action	-.1379038	-3.22	0.001	-.1187992	-8.66	0.000
N				287		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.4842		

BPA $n+1 = \beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{Benef par act.} + \beta_3 \text{Var Benef par act.} + \varepsilon$

Tableau 4.12a – Résultats de régression en doubles moindres carrés du suivi des analystes (divulgaration RSE)

Recommandations des analystes	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	36.85835	3.51	0.000	15.92883	20.57	0.000
Divulgaration	-.2439037	-1.10	0.273	.09222459	5.27	0.000
Volatilité	-.0740326	-2.31	0.021	-.0488246	-9.00	0.000
Free float	.005904	3.43	0.001	.0006924	6.44	0.000
N				884		
Significativité				0.0001		
R2 ajusté				0.0036		

$$\text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{divRSE} + \beta_2 \text{Volatilité} + \beta_3 \text{Free float} + \varepsilon$$

Tableau 4.12b – Résultats de régression en doubles moindres carrés du suivi des analystes (divulgateur de gouvernance)

Recommandations des analystes	Banque			Marché		
	Coef.	T	P-value	Coef.	t	P-value
Constante	21.42521	6.67	0.000	13.59535	5.92	0.000
Divulgateur	.0581383	1.09	0.274	.0777859	2.02	0.043
Volatilité	-.0366743	-2.46	0.014	-.0441874	-7.94	0.000
Free float	.007809	6.28	0.000	.0007401	6.94	0.000
N				884		
Significativité				0.0000		
R2 ajusté				0.3018		

$$\text{Rec Analyst} = \beta_0 + \beta_1 \text{divGov} + \beta_2 \text{Volatilité} + \beta_3 \text{Free float} + \varepsilon$$

Au regard des résultats ci-dessus, il est aisé de constater que dans toutes les équations, le pouvoir explicatif de la divulgation des informations non financières est plus élevé dans les systèmes financiers de marché que dans les systèmes financiers de banque. En nous appuyant sur les résultats du modèle d'asymétrie, nous pouvons valider notre hypothèse 3 selon laquelle : la divulgation volontaire d'information non financière (organisationnelle) est plus pertinente dans un contexte de marché financier que dans un contexte de financement par le secteur bancaire.

En observant le modèle d'utilité prédictive, nous notons que cette divulgation explique davantage le suivi des analystes dans les pays de marché que dans les pays d'économie bancaire. Si des analystes ont beaucoup plus d'intérêt pour ce type d'informations dans un environnement économique en particulier, on peut présumer que cela est dû à leur capacité à donner de la justesse aux recommandations. Au chapitre de la prévision des bénéfices, comme à celui du suivi des analystes, nous notons que les deux types de divulgation ne présentent pas de significativité pour le sous-échantillon représenté par le marché monétaire. Ce qui nous amène à croire que la divulgation est davantage associée à la prévision de bénéfices dans les pays de système boursier. Cela ajouté aux résultats de l'équation du suivi des analystes, nous pouvons conclure que la divulgation volontaire d'information non financière (organisationnelle) revêt une plus grande valeur prédictive dans un contexte de

marché financier que dans un contexte de financement par le secteur bancaire. Ce qui valide notre quatrième hypothèse.

Autre constat, la divulgation économique et de gouvernance montre plus de pertinence et de portée que la divulgation sociale et environnementale.

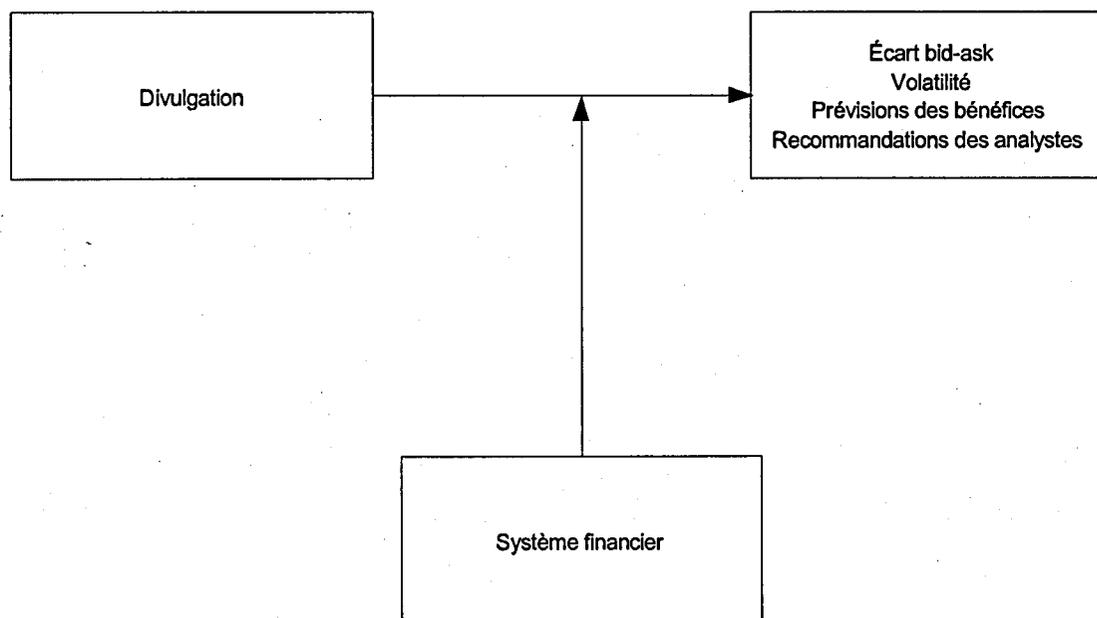
4.3 Tests d'effets modérateurs

Dans les résultats qui précèdent, nous avons pu relever le rôle du système financier dans le niveau et surtout dans la pertinence de la divulgation volontaire en matière de performance organisationnelle. Ce rôle a pu être établi à travers le terme d'interaction (système financier*divulgation) dans les équations de régression, mais aussi en observant les résultats des deux sous-échantillons déterminés sur la base du système financier. Afin de conclure définitivement sur la nature modératrice de ce rôle, nous procédons maintenant à des tests spécifiques à ce sujet, qui portent essentiellement sur des modèles d'analyses de chemin (*path analysis*).

4.3.1 Analyses de chemin (*path analysis*)

La figure ci-dessous fait la synthèse de nos deux dernières hypothèses en indiquant que le système financier a un effet modérateur sur le lien établi qui existe entre la divulgation et l'écart *bid-ask*, la volatilité, les résultats futurs et le suivi des analystes.

Figure 4.4 – Effet modérateur du système financier



De nouveaux outils statistiques permettent de déterminer l'effet du système financier tel que décrit sur cette figure, à travers un mécanisme de régressions. Il s'agit notamment de la commande *pathreg* (*path regression*) sous Stata, qui emploie une méthode de moindres carrés partiels (PLS) dans un modèle de deux équations superposées. Dans la première équation, chacune des variables dépendantes est expliquée par la divulgation. Dans la seconde équation sont ajoutés la variable du système financier et le terme d'interaction entre le système financier et la divulgation ($\text{divulgation} \times \text{système financier}$). Les résultats d'analyse, en plus de fournir des coefficients ordinaires pour chacune des variables, présentent les *path coefficients*,

qui doivent être considérés aux fins de détermination de l'effet modérateur qui est testé. Si le terme d'interaction introduit, en étant significatif, fait varier le *path coefficient* initial de la divulgation tel qu'issu du premier modèle, tout en faisant augmenter le coefficient de détermination (R^2), on peut conclure à un effet modérateur du système financier sur la relation entre la divulgation et la variable expliquée. Le tableau 4.13 dresse le sommaire des résultats de cette analyse pour nos quatre variables dépendantes.

Tableau 4.13 – Régressions en *path analysis*Panel A - *Bid-ask Spread*

<i>Bid-ask Spread</i>	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	2.680902	.1988953	13.48	0.000	.
Divulgation	-.0376783	.0051668	-7.29	0.000	-.1894824
N					1430
sqrt(1-R2)					0.9819
R2 ajusté					0.0359
<i>Bid-ask Spread</i>	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	.3023066	.3592577	0.84	0.400	.
Divulgation	-.0040195	.0082175	-0.49	0.625	-.0202141
Système financier	2.982903	.5195615	5.74	0.000	.5183635
Divulgation * système financier	-.0315542	.0118347	-2.67	0.008	-.231087
N					1430
sqrt(1-R2)					0.9401
R2 ajusté					0.1162

Panel B – Volatilité

Volatilité	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	33.21091	1.295938	25.63	0.000	.
Divulgation	-.1025329	.0336247	-3.05	0.002	-.0800989
N					1442
sqrt(1-R2)					0.9968
R2 ajusté					0.0064
Volatilité	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	28.33639	2.440796	11.61	0.000	.
Divulgation	.0121648	.0556574	0.22	0.827	.0095031
Système financier	9.019469	3.52898	2.56	0.011	.2433653
Divulgation * système financier	-.2099612	.0803086	-2.61	0.009	-.2382464
N					1442
sqrt(1-R2)					0.9944
R2 ajusté					0.0111

Panel C - Prévisions des bénéfices

Prévisions bénéfices	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	3.680478	.5210073	7.06	0.000	.
Divulgation	-.036475	.0091767	-3.97	0.000	-.1036409
N					1457
sqrt(1-R2)					0.9946
R2 ajusté					0.0107
Prévisions bénéfices	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	4.629486	.5462624	8.47	0.000	.
Divulgation	-.0277862	.0099751	-2.79	0.000	.2852756
Système financier	-3.57388	.4061362	-8.80	0.000	-.1378098
Divulgation * système financier	.0376127	.0103213	3.64	0.000	.1919702
N					1457
sqrt(1-R2)					0.9459
R2 ajusté					0.1053

Panel D – Recommandations des analystes

Recommandations analystes	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	3.087214	.0424766	72.68	0.000	.
Divulgation	.0219585	.001101	19.94	0.000	.4662457
N					1434
sqrt(1-R2)					0.8847
R2 ajusté					0.2174
Recommandations analystes	Coef.	Std. Err.	T	P> t	Path coef.
Constante	3.544994	.0793574	44.67	0.000	.
Divulgation	.0146408	.0018032	8.12	0.000	.3108685
Système financier	-.6148962	.1140003	-5.39	0.000	-.4509468
Divulgation * système financier	.0084277	.0025854	3.26	0.001	.2600703
N					1434
sqrt(1-R2)					0.8628
R2 ajusté					0.2556

Dans les quatre panels du tableau 4.13, il ressort que le terme d'interaction (divulgarion*systeme financier) est significatif, et que sa presence dilue le lien entre la divulgation et les variables dependantes, faisant baisser le *path coefficient* de ce lien, qui dans certains cas devient non significatif (panels A et B). On note egalement une amelioration du R² ajusté dans tous les panels. Celui-ci passe de 0.0359 à 0.1162 pour l'ecart *bid-ask* (Panel A), de 0.0064 à 0.0111 pour la volatilité (Panel B), de 0.1159 à 0.1217 pour la prevision des benefices (Panel C) et enfin de 0.2174 à 0.2556 pour les recommandations des analystes (Panel D). Il est donc aisé de valider le rôle modérateur du systeme financier au vu de ces résultats.

4.3.2 Path analysis – la méthode PROCESS de Hayes (2013)

Une alternative pour determiner le caractère modérateur d'une variable reside dans les equations structurelles. Seulement, celles-ci sont indiquees dans les cas où chaque construit est capté à travers plusieurs mesures. Nos variables étant observees, nous avons opté ici pour la méthode PROCESS de Hayes (2013).

Exposé par Andrew Hayes dans son ouvrage intitulé *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach*, le module PROCESS qui a récemment été intégré au logiciel SPSS, est un outil de calcul pour la détermination de la médiation, de la modération ainsi que leur combinaison, sur la base de l'analyse de chemin (*path analysis*). En plus de produire

les coefficients du modèle par une régression, PROCESS génère les effets directs et indirects dans le cas d'une variable médiatrice, et les effets conditionnels dans le cas d'une variable modératrice.

L'analyse avec cette méthode se fait en deux étapes : d'abord, deux équations successives sont programmées pour une régression en moindres carrés ordinaires sous SPSS. La première équation indique que chacune de nos quatre variables dépendantes est fonction de la divulgation. La seconde équation ajoute la variable du système financier et le terme d'interaction (divulgation* système financier) à l'équation initiale. Dans les résultats à ce stade, on souhaite uniquement savoir si les deux modèles sont significatifs (voir dans le tableau de l'ANOVA) et si la variance attribuée au second modèle, qui inclut le terme d'interaction, est significative. Autrement, si la variation positive du R^2 est significative (voir dans le sommaire du modèle). Si ces deux conditions sont réunies, nous sommes en présence d'une potentielle modération par le système financier de la relation entre la divulgation de nos variables expliquées.

La seconde étape permet de confirmer cette modération à travers la matrice PROCESS de Hayes (2013). Il s'agit ici de paramétrer une régression en insérant chacune de nos quatre mesures expliquées dans la case dédiée à la variable dépendante, en insérant la divulgation dans la case de la variable indépendante (prédicteur), et finalement, le système financier dans la case destinée au

modérateur. Le module génère automatiquement un terme d'interaction, calculé non plus sur la base des données initiales du système financier qui sont 0 et 1, mais sur la base d'une moyenne métrique centrée des deux sous-groupes. La matrice générée fait ressortir les principaux indicateurs du modèle et les effets conditionnels de la variable modératrice. Les indicateurs les plus importants ici sont alors la significativité du modèle et la significativité du terme d'interaction calculé automatiquement dans le processus. Lorsque ces deux conditions sont remplies, on peut logiquement conclure que l'effet modérateur est affirmé.

Les tableaux 4.14 à 4.17 ci-après exposent les résultats de ces deux étapes d'analyse pour chacune de nos quatre variables expliquées. Les principaux indicateurs à surveiller tels que décrits ci-haut seront mis en évidence, en gras.

Tableau 4.14a – Régressions complémentaires de l'écart *bid-ask*ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression Résidu Total	2 1427 1429	602,252 6,709	89,773	,000 ^b
2	Régression Résidu Total	3 1426 1429	417,330 6,680	62,474	,000 ^c

a. Variable dépendante : écart *bid-ask*

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

c. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*^asystème financier

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,334 ^a	,112	,111	2,590102887	,112	89,773	2	1427	,000
2	,341 ^b	,116	,114	2,584576619	,004	7,109	1	1426	,008

a. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*^asystème financier

Tableau 4.15a – Régressions complémentaires de la volatilité

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	2915,154	2	1457,577	4,663	,010 ^b
Résidu	449842,235	1439	312,608		
Total	452757,389	1441			
2 Régression	5043,274	3	1681,091	5,399	,001 ^c
Résidu	447714,114	1438	311,345		
Total	452757,389	1441			

a. Variable dépendante : volatilité

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

c. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	Sig. Variation de F		
1	,080 ^a	,006	,005	17,680711	,006	4,663	2	1439	,010
2	,106 ^b	,011	,009	17,644971	,005	6,835	1	1438	,009

a. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Tableau 4.15b – Matrice Process de Hayes pour la volatilité

Récapitulatif du modèle	R	R-sq	F	df1	df2	P
	0,1033	0,0107	6,6701	3	1438	0,0002

Volatilité	coeff	Se	T	P	LLCI	ULCI
Constante	29,167	0,51	57,1892	0,0000	28,1665	30,1674
Divulgation	0,6111	0,961	0,6359	0,5249	-1,274	2,4961
Système financier	-0,1041	0,0328	-3,1747	0,0015	-0,1684	-0,0398
Divulgation * système financier	-0,1804	0,063	-2,8638	0,0042	-0,304	-0,0568

Effets conditionnels de X sur Y selon les valeurs du modérateur

Système financier	Effets	Se	T	p	LLCI	ULCI
	-0,6463	0,0125	0,2803	0,7793	-0,075	0,1
	0,3537	-0,1679	0,0445	-3,7757	-0,2552	-0,0807

N= 1442

Tableau 4.16a – Régressions complémentaires de la prévision des bénéfices

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1					
Régression	748,679	1	748,679	41,187	,000 ^b
Résidu	26811,905	1475	18,178		
Total	27560,584	1476			
2					
Régression	2078,625	3	692,875	40,052	,000 ^c
Résidu	25481,959	1473	17,299		
Total	27560,584	1476			

a. Variable dépendante : Bénéfice par action n+1

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

c. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,165 ^a	,027	,027	4,26352	,027	41,187	1	1475	,000
2	,275 ^b	,075	,074	4,15925	,048	38,439	2	1473	,000

a. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Tableau 4.16b – Matrice Process de Hayes pour la prévision des bénéfices

Récapitulatif du modèle	R	R-sq	F	df1	df2	P
	,2746	,0754	41,5155	3	1473	0,0000
Bénéfice par action n+1	Coeff	se	T	P	LLCI	ULCI
Constante	1,6265	0,1052	15,4638	0,0000	1,4202	1,8328
Divulgation	,0406	,0084	4,8557	0,0000	,0242	,0571
Système financier	-2,0300	,2788	-7,2801	0,0000	-2,5770	-1,4831
Divulgation * système financier	-,0065	,0225	-,2889	0,0000	-,0506	,0376

Effets conditionnels de X sur Y selon les valeurs du modérateur

Système financier	Effets	Se	T	p	LLCI	ULCI
	-0,6534	,0449	,0218	2,0601	0,0396	,0021 ,0876
	0,3466	,0384	,0055	6,9539	0,0000	,0276 ,0492

N= 1477

Tableau 4.17a – Régressions complémentaires sur les recommandations d'analystes

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Carré moyen	F	Sig.
1					
Régression	151,972	2	75,986	238,578	,000 ^b
Résidu	455,767	1431	,318		
Total	607,739	1433			
2					
Régression	155,334	3	51,778	163,664	,000 ^c
Résidu	452,406	1430	,316		
Total	607,739	1433			

a. Variable dépendante : Recommandations d'analystes

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

c. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Modifier les statistiques				
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,500 ^a	,250	,249	,564354124	,250	238,578	2	1431	,000
2	,506 ^b	,256	,254	,562465564	,006	10,626	1	1430	,001

a. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation

b. Prédicteurs : (Constante), système financier, score de divulgation, div*système financier

Tableau 4.17b – Matrice Process de Hayes pour les recommandations d'analystes

Récapitulatif du modèle	R	R-sq	F	df1	df2	P
	0,5023	0,2523	168,4919	3	1430	0,0000

Recommandations des analystes	coeff	se	t	P	LLCI	ULCI
Constante	3,888	0,0159	244,2864	0,0000	3,8568	3,9192
Divulgation	-0,2712	0,0347	-7,807	0,0000	-0,3393	-0,203
Système financier	0,0193	0,0012	15,8079	0,0000	0,0169	0,0217
Divulgation * système financier	0,0049	0,0025	1,937	0,0052	-0,0001	0,0098

Effets conditionnels de X sur Y selon les valeurs du modérateur

Système financier	Effets	se	t	P	LLCI	ULCI
	-0,6485	0,0161	0,002	8,0377	0,0000	0,0122
	0,3515	0,021	0,0015	13,6775	0,0000	0,018

N=	1434
----	------

Les tableaux 4.14a, 4.15a, 4.16a et 4.17a qui représentent la première étape de la méthode de Hayes (2013) indiquent tous que les deux modèles d'équations sont très significatifs et que l'augmentation du R^2 dans le second modèle est aussi significative. Ils traduisent donc tous la présence éventuelle d'un modérateur. La seconde étape de l'analyse, illustrée par les tableaux 4.14b, 4.15b, 4.16b et 4.17b, confirme la significativité des quatre modèles, et affiche également un terme d'interaction significatif dans les quatre équations, en plus de montrer des effets conditionnels significatifs pour le système financier. À partir de ces tableaux, il est même possible de mesurer l'amplitude de la relation entre la divulgation et chacune des variables retenues, d'un système financier à un autre. Le système financier du pays dans lequel évolue l'entreprise joue donc un rôle modérateur sur la pertinence de sa divulgation volontaire aux yeux des différentes parties prenantes.

4.4 Conclusion du chapitre

L'analyse des données de notre étude a révélé une demande et une offre de plus en plus élevée de la divulgation volontaire en matière de performance organisationnelle, la divulgation sociale et environnementale étant plus accrue en Europe continentale, et la divulgation économique et de gouvernance plus accentuée dans les pays anglo-saxons. La France et l'Allemagne présentent également des entreprises de taille plus grande en termes de volume d'actifs et de capitaux propres.

Les modèles proposés ont permis de démontrer que le système financier, lui-même caractérisé par un modèle de gouvernance, un environnemental institutionnel, un système légal et des canaux de financement, a un impact important sur l'offre d'informations d'une entreprise au regard de son besoin de financement. Dans un pays où le financement des entreprises est d'origine « multilatérale », ces données semblent plus demandées que dans un pays où prévaut un financement « bilatéral », incarné par la banque, qui est peu en asymétrie d'information face à la firme. Il est donc important de souligner que les écarts anticipés et empiriquement perçus entre les deux systèmes financiers sont significatifs.

La pertinence de la divulgation environnementale et sociale est également à décrypter, surtout au sein des pays axés sur le marché. Alors que leurs analystes se défendent de se laisser séduire par le discours social et environnemental, il est pourtant bien intégré aux recommandations et a une incidence sur les indicateurs examinés dans notre étude. L'explication potentielle est qu'avec la révolution écologique, la responsabilité environnementale des entreprises a pris une nouvelle dimension et intéresse davantage les médias, lesquels sensibilisent un plus grand public. Les entreprises en sont conscientes et adoptent une série de mesures et des politiques de communication pour acquérir, maintenir, préserver ou restaurer leur légitimité, indépendamment de leur réelle performance en la matière. C'est cette légitimité qui leur permet de maintenir une certaine opinion publique favorable à

leurs activités, produits et services. Sous cette optique, même si la responsabilité environnementale 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 pression non satisfaits de sa politique sociale et environnementale. Même si d'emblée certains analystes laissent croire qu'ils ne tiennent pas compte de cette donnée, celle-ci agit par ricochet sur la performance financière et boursière de la compagnie. Par exemple, une chute des ventes due au boycott d'un produit serait sans doute prise en compte par des analystes. Et si ce boycott est lié aux problèmes environnementaux, la responsabilité environnementale serait ainsi prise en compte en filigrane.

CONCLUSION

Au terme de cette étude qui a essentiellement consisté à déterminer l'effet du système financier sur le niveau, la teneur et la pertinence des informations non financières divulguées volontairement par des entreprises, nous pouvons tirer un certain nombre d'enseignements, relever quelques défis d'ordre méthodologique et analytique relatifs à la recherche en matière de divulgation, souligner une forme de contribution aux stratégies de divulgation en matière de performance organisationnelle, et bien sûr, indiquer des avenues de recherche possibles qui se dessinent.

Il ne subsiste plus aucun doute là-dessus, les informations non financières sont de plus en plus demandées et intégrées à la prise de décisions économiques. L'offre et la demande de ce type d'informations n'ont cessé de grimper au fil des ans, en réponse à la nature de plus en plus complexe des activités des firmes, à l'accroissement des actifs immatériels et à la portion grandissante du secteur tertiaire dans les économies. L'information comptable traditionnelle ne suffit donc plus pour rendre compte de la performance globale d'une organisation. Elle est alors parfois suppléée, parfois complétée par l'information non financière. Une information non financière dont la pertinence est validée, car selon nos résultats supportés par la théorie du signal, elle permet de réduire l'asymétrie d'information sur les marchés

(voir tableaux 4.5 et 4.6) et de prédire la performance financière et opérationnelle (voir tableau 4.7 et 4.8).

Autre enseignement : les mesures non financières de la performance énoncées par Kaplan et Norton (1992) ne sont plus les seules à être valorisées. Autrefois, les seuls indicateurs non financiers pertinents étaient ceux qui avaient un impact direct et à court terme sur la performance financière. La satisfaction de la clientèle, les parts de marché et l'innovation en sont des exemples. Le lien entre la performance sociale et environnementale avec la performance financière n'étant pas clairement et solidement établi, les informations non financières relatives à la RSE (responsabilité sociale et environnementale) ne semblaient donc pas être prises en compte sur les marchés. Nos résultats montrent que la donne a changé aujourd'hui. La promotion d'un investissement responsable permet à la RSE d'agir de façon indirecte sur la performance financière des entreprises. Même les entreprises qui n'y croient pas investissent tout de même en elle, ne serait-ce que pour bénéficier d'une réputation exemplaire, qui est utile à une pratique sereine des affaires.

La teneur de la divulgation varie également selon le modèle de gouvernance et le rapport de forces des parties prenantes. La légitimité quasi absolue de l'investisseur observée dans les systèmes orientés vers le marché est diluée dans les systèmes orientés vers la banque, d'autres parties prenantes se faisant davantage entendre. La divulgation sociale et environnementale se trouve donc plus accrue dans le

modèle de gouvernance de type *stakeholders* et la divulgation économique et de gouvernance se trouve prédominante dans le modèle de gouvernance de type *shareholders*. Des résultats en accord avec nos hypothèses 1 et 2, formulées sur la base de la théorie de l'agence, compte tenu de la différence notable dans les profils des parties prenantes à qui les dirigeants doivent compte dans les deux univers.

Le système financier joue un rôle plus important dans l'offre volontaire d'informations que la source spécifique de financement d'une entreprise (le terme d'interaction divulgation* système financier est systématiquement significatif dans les tableaux 4.5 à 4.8). Le positionnement du pays dans le modèle de financement de son économie produit des effets qui s'imposent même aux entreprises dont le financement est assuré par un canal différent de la source dominante du financement. La plupart des entreprises exerçant dans un pays ou dans l'autre développent au sein du même pays des habitudes de divulgation similaires, indépendamment de la source de leurs capitaux extérieurs.

Fait remarquable : le clivage système orienté « Marché » par opposition au système orienté « Banque » n'est plus si évident à déterminer. Avec des entreprises de plus grande taille (actifs évalués en moyenne à 102 610 millions de dollars contre 55 096 millions), plus de capitalisation boursière (en moyenne 13 570 millions de dollars contre 9 225 millions) et plus d'analystes financiers en Allemagne et en France qu'au Canada et en Grande-Bretagne (25,66 en moyenne contre 17,51) la

différenciation autrefois très nette devient assez ambiguë, notamment quand on observe le niveau élevé des emprunts bancaires en Grande-Bretagne, pays dit de marché, ou quand on réalise à quel point le Canada fait de la solidité de son système bancaire sa marque de fabrique. Il convient ici de préciser que l'Allemagne vit d'ailleurs une transition de son système financier, de l'orientation bancaire vers l'orientation boursière. D'importantes réformes économiques ont été menées dans les deux dernières décennies, notamment sous l'ère Schröder⁵, afin de rendre l'Allemagne plus attractive aux investissements étrangers. Ces réformes ont profondément transformé la gouvernance corporative et modifié les exigences de divulgation, entraînant l'Allemagne dans une convergence avec les modèles de marché. Avec la création d'un marché commun dans la zone Euro, la place de moteur de l'Union Européenne qu'occupe le tandem franco-allemand a résolument arrimé ces deux pays à l'heure de la bourse.

Quelques limites peuvent cependant être soulevées à l'égard de ce travail. La première concerne les données. Notre choix de retenir des pays ayant le même référentiel comptable visait à assurer un même seuil de mesure de la divulgation volontaire. Les données obtenues couvrant la période 2009-2012 (quatre années), celles qui concernent le Canada post-IFRS ne couvrent que deux années, le pays s'étant arrimé en janvier 2011. Une limite qui ne devrait pas déteindre sur les

⁵ Gerhard Schröder fut le Chancelier de l'Allemagne entre 1998 et 2005

résultats obtenus, étant donné que les normes IFRS ne sont pas éloignées des normes canadiennes en ce qui concerne les principes comptables et le contenu informationnel des états financiers. La crise financière de 2008-2009 pourrait avoir eu un effet sur la divulgation corporative qui a suivi, surtout pour l'année 2009. Le choix d'une période de quatre années permet toutefois d'atténuer cet effet. La mesure de la pertinence des données non financières uniquement à travers le marché est une autre limite inhérente à la plupart des recherches sur la divulgation. Les pays retenus pour l'étude ont un dénominateur commun : ils sont tous membres du G7 et figurent donc parmi les pays les plus industrialisés de la planète, en plus de tous appartenir au monde occidental. Généraliser ces résultats aux pays émergents, aux pays en développement, aux pays de l'espace oriental ou aux pays de la sphère tropicale peut s'avérer délicat. Sur un autre plan, dans un monde où des multinationales lèvent des fonds sous divers cieux, l'étude ne capte pas l'effet de la cotation multiple sur le niveau et la teneur de la divulgation. Finalement, l'étude nous a montré que le système financier englobe lui-même bien d'autres facteurs institutionnels et que certains résultats peuvent être le fait de ces facteurs, plutôt que le fait d'une orientation bancaire ou boursière de l'économie. À titre d'exemple, la prépondérance de la divulgation sociale et environnementale en Europe occidentale est davantage dictée par le modèle de gouvernance qui prévaut dans cet espace, que par le fait que le financement bancaire y est important.

En revanche, l'étude apporte une contribution scientifique et pratique. Les résultats aident à comprendre les attentes de divers utilisateurs de l'information corporative dans différents contextes. Ils permettent également de décrypter comment et dans quelle mesure la divulgation peut bonifier la valeur de l'entreprise, dans un contexte de course aux financements dont les pourvoyeurs sont de plus en plus exigeants au sujet du risque et du rendement. De plus, cette recherche montre comment la RSE s'impose, en plus de la performance économique ou opérationnelle.

Les équipes de relations publiques et les préparateurs de rapports de gestion, de rapports annuels ou de rapports de responsabilité sociale et/ou de développement durable pourraient raffiner leurs stratégies de communication suivant les différents publics visés en tenant compte de l'environnement économique. Ceci est plus pertinent pour les multinationales qui pratiquent la cotation multiple. Elles pourront ainsi adapter leur communication au système financier, au modèle de gouvernance ou à la nature des parties prenantes qui s'avèrent dominants dans chacun des pays d'établissement.

Un certain nombre d'avenues de recherche s'ouvrent à l'issue de cette étude. Un travail pourrait, à l'inverse de celui-ci, se donner le but de vérifier si les données financières ont plus de valeur dans les économies financées par les banques, étant donné que le banquier est moins friand de l'information non financière que l'analyste financier et privilégie pour un prêt les données comptables qui lui assurent une

capacité de remboursement ultérieur. Ce même travail pourrait également amener à valider que les données financières, tout comme les informations non financières, sont mieux valorisées par le modèle de marché que par le modèle bancaire. Il serait également possible de mesurer l'effet de la cotation multiple par opposition à l'effet du système financier sur la divulgation. En outre, la segmentation que nous avons faite ici de la divulgation pourrait être complétée dans une autre étude à plus grand échantillon, par un découpage sectoriel qui éclairerait sur la pertinence de chaque type d'informations en fonction du secteur. Ultimement, une étude à venir pourrait mesurer l'impact de la performance organisationnelle sur les différents indicateurs de marché que nous avons retenus ici, par opposition à l'impact de la divulgation en matière de performance.

ANNEXE A

Les 18 points de divulgation sociale et environnementale de la Loi NRE

La loi NRE

La loi sur les nouvelles régulations économiques fixe (art.116) l'obligation pour les sociétés française cotées sur un marché réglementé l'obligation de rendre compte dans leur rapport annuel de leur gestion sociale et environnementale au travers de leur activité.

Le texte de l'article 116 de la loi "Nouvelles Régulations Economiques", sur le reporting social et environnemental des sociétés cotées françaises:

Article 116

I. - Après l'article L. 225-102 du code de commerce, il est inséré un article L. 225-102-1 ainsi rédigé :

« Art. L. 225-102-1. - Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social.

« Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16.

« Il comprend également la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun de ces mandataires durant l'exercice.

« Il comprend également des informations, dont la liste est fixée par décret en Conseil d'Etat, sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité. Le présent alinéa ne s'applique pas aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé. »

II. - Les dispositions des trois premiers alinéas de l'article L. 225-102-1 du code de commerce prennent effet à compter de la publication du rapport annuel portant sur l'exercice ouvert à compter du 1er janvier 2001. Les dispositions du dernier alinéa de l'article L. 225-102-1 du même code prennent effet à compter de la publication du rapport annuel portant sur l'exercice ouvert à compter du 1er janvier 2002.

22 mai 2002

Le texte du décret de l'article 116 de la loi NRE sur le reporting social et environnemental des sociétés cotées françaises

Décret n° 2002-221 du 20 février 2002 pris pour l'application de l'article L. 225-102-1 du code de commerce et modifiant le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales (loi NRE).

Art. 1er. - Dans le décret du 23 mars 1967 susvisé, il est rétabli, après l'article 148-1, un article 148-2 ainsi rédigé :

« Art. 148-2. - Figurent en application du quatrième alinéa de l'article L. 225-102-1 du code de commerce, dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire, les informations sociales suivantes :

1° a) L'effectif total, les embauches en distinguant les contrats à durée déterminée et les contrats à durée indéterminée et en analysant les difficultés éventuelles de recrutement, les licenciements et leurs motifs, les heures supplémentaires, la main d'œuvre extérieure à la société ;

b) Le cas échéant, les informations relatives aux plans de réduction des effectifs et de sauvegarde de l'emploi, aux efforts de reclassement, aux réembauches et aux mesures d'accompagnement ;

2° L'organisation du temps de travail, la durée de celui-ci pour les salariés à temps plein et les salariés à temps partiel, l'absentéisme et ses motifs ;

3° Les rémunérations et leur évolution, les charges sociales, l'application des dispositions du titre IV du livre IV du code du travail, l'égalité professionnelle entre les femmes et les hommes ;

4° Les relations professionnelles et le bilan des accords collectifs ;

5° Les conditions d'hygiène et de sécurité ;

6° La formation ;

7° L'emploi et l'insertion des travailleurs handicapés ;

8° Les oeuvres sociales ;

9° L'importance de la sous-traitance.

Le rapport expose la manière dont la société prend en compte l'impact territorial de ses activités en matière d'emploi et de développement régional.

Il décrit, le cas échéant, les relations entretenues par la société avec les associations d'insertion, les établissements d'enseignement, les associations de défense de l'environnement, les associations de consommateurs et les populations riveraines.

Il indique l'importance de la sous-traitance et la manière dont la société promeut auprès de ses sous-traitants et s'assure du respect par ses filiales des dispositions des conventions fondamentales de l'Organisation internationale du travail.

Il indique en outre la manière dont les filiales étrangères de l'entreprise prennent en compte l'impact de leurs activités sur le développement régional et les populations locales. »

Art. 2. - Dans le même décret, il est inséré, après l'article 148-2, un article 148-3 ainsi rédigé :

« Art. 148-3. - Figurent dans les mêmes conditions, dans le rapport du conseil d'administration ou du directoire, les informations suivantes relatives aux **conséquences de l'activité de la société sur l'environnement**, données en fonction de la nature de cette activité et de ses effets :

1° La consommation de ressources en eau, matières premières et énergie avec, le cas échéant, **les mesures prises pour améliorer l'efficacité énergétique** et le recours aux énergies renouvelables, les conditions d'utilisation des sols, les rejets dans l'air, l'eau et le sol affectant gravement l'environnement et dont la liste sera déterminée par arrêté des ministres chargés de l'environnement et de l'industrie, les nuisances sonores ou olfactives et les déchets ;

2° Les mesures prises pour **limiter les atteintes à l'équilibre biologique**, aux milieux naturels, aux espèces animales et végétales protégées ;

Les démarches d'évaluation ou de certification entreprises en matière d'environnement

4° Les mesures prises, le cas échéant, pour assurer la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives

5° **Les dépenses engagées** pour prévenir les conséquences de l'activité de la société sur l'environnement ;

6° **L'existence au sein de la société de services internes de gestion de l'environnement**, la formation et l'information des salariés sur celui-ci, les moyens consacrés à la réduction des risques pour l'environnement ainsi que l'organisation mise en place **pour faire face aux accidents de pollution** ayant des conséquences au-delà des établissements de la société ;

7° **Le montant des provisions et garanties pour risques en matière d'environnement**, sauf si cette information est de nature à causer un préjudice sérieux à la société dans un litige en cours ;

8° **Le montant des indemnités versées au cours de l'exercice** en exécution d'une décision judiciaire en matière d'environnement et les actions menées en réparation de dommages causés à celui-ci ;

9° **Tous les éléments sur les objectifs que la société assigne à ses filiales à l'étranger** sur les points 1° à 6° ci-dessus.»

Art. 3. - Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, la ministre de l'emploi et de la solidarité, la garde des sceaux, ministre de la justice, le ministre de l'aménagement du territoire et de l'environnement et le secrétaire d'Etat à l'industrie sont chargés, chacun en ce qui le concerne, de l'exécution du présent décret, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 20 février 2002.

ANNEXE B

Les 20 thématiques du *Deutsche Nachhaltigkeitskodex*, (Code de développement durable allemand)

Critères 1–4 sur la **STRATÉGIE**

Analyse stratégique et mesures

1. L'entreprise rend publique la façon dont elle analyse les chances et les risques présentés par ses activités principales dans une perspective de développement durable. L'entreprise explique les mesures concrètes qu'elle prend pour opérer en conformité avec les principales normes sectorielles reconnues, nationales et internationales.¹

Importance relative

2. L'entreprise rend publics les aspects du développement durable qui exercent une influence essentielle sur l'activité commerciale et la façon dont elle en tient systématiquement compte dans sa stratégie.

Objectifs

3. L'entreprise rend publics les objectifs de développement durable qualitatifs et/ou quantitatifs et définis dans le temps qui sont fixés et atteints ainsi que la façon dont leur degré de réalisation est contrôlé.

Stade de la chaîne de valorisation

4. L'entreprise indique l'importance du développement durable pour la valeur ajoutée et jusqu'à quel stade de la chaîne de valorisation les critères de développement durable sont contrôlés.

Critères 5–10 sur la **GESTION DE PROCESSUS**

Responsabilité

5. Les responsabilités pour le développement durable de l'entreprise au sein de la direction de l'entreprise sont rendues publiques.

Règles et processus

6. L'entreprise rend publique la façon dont la stratégie de développement durable est mise en œuvre au moyen de règles et de processus.

Contrôle

7. L'entreprise rend publique la façon dont les indicateurs de performance de développement durable sont intégrés dans la planification interne régulière et aux contrôles. Elle rend publique la façon dont la fiabilité, la comparabilité et la cohérence des données pour le contrôle interne et la communication externe sont assurées par des processus adéquats.

¹ Le glossaire explique des exemples pour les standards, les renvois, etc., qui se réfèrent à des critères.

Systèmes d'incitation

8. L'entreprise rend publique la façon dont les objectifs et les rémunérations des cadres et des employés sont également orientés vers la réalisation d'objectifs de développement durable et d'une valeur ajoutée durable. On rend publique dans quelle mesure la réalisation de ces objectifs fait partie de l'évaluation des niveaux hiérarchiques supérieurs (conseil d'administration / direction) par l'organisme de contrôle (conseil de surveillance/ instance consultative).

Engagement des parties prenantes

9. L'entreprise rend publique la façon dont les parties prenantes sociétales et pertinentes en termes d'économie sont identifiées et intégrées au processus de développement durable. Elle rend publique la façon dont un dialogue régulier est entretenu avec elles et la façon dont ses résultats sont intégrés au processus de développement durable.

Gestion de l'innovation et des produits

10. L'entreprise rend publique la façon dont l'innovation en matière de produits et de services est renforcée par des processus qui améliorent le développement durable dans la propre utilisation des ressources et chez l'utilisateur. Est également exposé comment les effets de ses principaux produits et prestations sont actuellement et seront à l'avenir évalués et améliorés dans la chaîne de valorisation et dans le cycle de vie du produit.

Critères 11–13 sur l'ENVIRONNEMENT

Utilisation des ressources naturelles

11. L'entreprise rend publique dans quelle mesure des ressources naturelles sont utilisées pour les activités commerciales. Entrent en ligne de compte les matériaux ainsi que l'entrée et la sortie d'eau, le sol, les déchets, l'énergie, la surface, la biodiversité ainsi que les émissions pour le cycle de vie de produits et de services.

Gestion des ressources

12. L'entreprise rend publics les objectifs qualitatifs et quantitatifs qu'elle s'est fixés pour un emploi efficace des ressources, l'utilisation d'énergies renouvelables, l'augmentation de la productivité des matières premières et la réduction de l'utilisation de services d'écosystèmes et comment ces objectifs ont été atteints ou seront atteints à l'avenir.

Émissions significatives pour le climat

13. L'entreprise rend publics les émissions de gaz à effet de serre (GES) ainsi que les objectifs qu'elle s'est fixés volontairement conformément au protocole sur les gaz à effet de serre (Greenhouse Gas [GHG] Protocol) ou aux normes s'y référant et indique ses propres objectifs visant à réduire les émissions.

Droits des travailleurs

14. L'entreprise rend compte des mesures qu'elle prend pour veiller aux droits des travailleurs en se basant sur les normes reconnues tant aux niveaux national qu'international, ainsi que pour promouvoir la participation des employés au développement durable de l'entreprise.

Égalité des chances

15. L'entreprise rend publics les processus nationaux et internationaux qu'elle a instaurés pour promouvoir l'égalité des chances et la diversité (*diversity*), la sécurité du travail et la protection de la santé, l'intégration des immigrés et des personnes handicapées, une rémunération adéquate de même que la compatibilité de la vie de famille et de la vie professionnelle.

Qualification

16. L'entreprise rend publics les objectifs qu'elle s'est fixés et les mesures qu'elle a prises pour promouvoir l'employabilité, c'est-à-dire la capacité de tous les employés à participer au monde professionnel et du travail compte tenu de l'évolution démographique.

Droits de l'homme

17. L'entreprise rend publiques les mesures prises au niveau de la chaîne d'approvisionnement afin que les droits de l'homme soient respectés et pour prévenir le travail forcé et le travail des enfants ainsi que toute forme d'exploitation.

Collectivités locales

18. L'entreprise rend publique sa contribution à la collectivité locale dans les régions dans lesquelles elle exerce ses principales activités commerciales.

Prise d'influence politique

19. Toutes les données significatives lors de processus législatifs, toutes les activités principales de lobbying déclarées au registre des représentants, tous les principaux versements de cotisations, tous les versements à des gouvernements ainsi que tous les dons à des partis et dirigeants politiques doivent être rendus publics et listés par pays.

Comportement conforme à la loi et aux directives

20. L'entreprise rend publics les mesures, standards, systèmes et processus qui existent pour prévenir et éviter les comportements illégaux, en particulier la corruption et la façon dont ces systèmes sont contrôlés. Elle présente la façon dont la corruption est dépistée, évitée et sanctionnée.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Acharya, V. V., Amihud, Y., & Bharath, S. T. (2013). Liquidity risk of corporate bond returns: conditional approach. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 358-386.
- 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.
- Aerts, W., & Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, organizations and society*, 34(1), 1-27.
- Ajina, A., Lakhal, F., & Sougné, D. (2015). Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 44-59.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 3-30.
- Anderson, E. W., Fornell, C., & Lehmann, D. R. (1994). Customer satisfaction, market share, and profitability: Findings from Sweden. *The Journal of Marketing*, 53-66.
- Baginski, S. P., Hassell, J. M., & Kimbrough, M. D. (2002). The effect of legal environment on voluntary disclosure: Evidence from management earnings forecasts issued in US and Canadian markets. *The Accounting Review*, 77(1), 25-50.
- Banker, R. D., & Mashruwala, R. (2007). The Moderating Role of Competition in the Relationship between Nonfinancial Measures and Future Financial Performance*. *Contemporary Accounting Research*, 24(3), 763-793.

- Banker, R. D., Potter, G., & Srinivasan, D. (2000). An empirical investigation of an incentive plan that includes nonfinancial performance measures. *The accounting review*, 75(1), 65-92.
- Barnett, M. L., & King, A. A. (2008). Good fences make good neighbors: A longitudinal analysis of an industry self-regulatory institution. *Academy of Management Journal*, 51(6), 1150-1170.
- Berkovitch, E., Israel, R., & Zender, J. F. (1998). The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganizations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(04), 441-464.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2), 296-343.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.
- Bozzolan, S., Trombetta, M., & Beretta, S. (2009). Forward-looking disclosures, financial verifiability and analysts' forecasts: A study of cross-listed European firms. *European Accounting Review*, 18(3), 435-473.
- Brancato, C. (1995). New performance measures—a research report. *New York, The*.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of accounting research*, 171-202.

- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review, 9*(1).
- Cadez, S., & Guilding, C. (2008). An exploratory investigation of an integrated contingency model of strategic management accounting. *Accounting, Organizations and Society, 33*(7), 836-863.
- Campbell, D. (2008). Nonfinancial Performance Measures and Promotion-Based Incentives. *Journal of Accounting Research, 46*(2), 297-332.
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management Review, 32*(3), 946-967.
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society, 32*(7), 639-647.
- Choi, F. D. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market. *Journal of accounting research, 159-175*.
- Chong, V. K., & Chong, K. M. (1997). Strategic choices, environmental uncertainty and SBU performance: a note on the intervening role of management accounting systems. *Accounting and Business Research, 27*(4), 268-276.
- Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). Benchmarking financial systems around the world. *World Bank Policy Research Working Paper*(6175).
- Ciner, C., & Karagozoglu, A. K. (2008). Information asymmetry, speculation and foreign trading activity: Emerging market evidence. *International Review of Financial Analysis, 17*(4), 664-680.
- Ciarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. *Accounting, organizations and society, 33*(4), 303-327.

- COHEN, E. (2004). Analyse financière. *Edition ECONOMICA, Paris*.
- Coram, P. J., Mock, T. J., & Monroe, G. S. (2006, July). An investigation into the use of non-financial performance indicators by financial analysts. In Monash University Research Seminar Program.
- Cormier, D. (2007). Comptabilité anglo-saxonne et internationale.
- Cormier, D., Aerts, W., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2009). Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 26(1), 71-88.
- David, N., & Robert, K. (1992). The Balanced Scorecard-Measures That Drive Performances. *Harvard Business Review*, Jan, feb1992, 70.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal release of information by firms. *The journal of finance*, 40(4), 1071-1094.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39.
- Durnev, A., Errunza, V., & Molchanov, A. (2009). Property rights protection, corporate transparency, and growth. *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1533-1562.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of accounting research*, 123-145.

- Eccles, R. G., & Mavrinac, S. C. (1995). Improving the corporate disclosure process. *Sloan management review*, 36(4), 11.
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127.
- Fisher, J. (1992). Use of nonfinancial performance measures. *Journal of Cost management*, 6(1), 31-38.
- Flöstrand, P., & Ström, N. (2006). The valuation relevance of non-financial information. *Management Research News*, 29(9), 580-597.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance?. *Journal of accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Frankel, R., McNichols, M., & Wilson, G. P. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *Accounting Review*, 135-150.
- García-Meca, E., & Martínez, I. (2007). The use of intellectual capital information in investment decisions: An empirical study using analyst reports. *The International Journal of Accounting*, 42(1), 57-81.
- Garcia-Sanchez, I.-M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Frias-Aceituno, J.-V. (2015). Impact of the Institutional Macro Context on the Voluntary Disclosure of CSR Information. *Long Range Planning*.
- Govindarajan, V., & Shank, J. K. (1992). Strategic cost management: tailoring controls to strategies. *Journal of Cost Management*, 6(3), 14-25.
- 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. J. (1981). An introduction to the theory of rational expectations under asymmetric information. *The Review of Economic Studies*, 541-559.
- Grunert, J., Norden, L., & Weber, M. (2005). The role of non-financial factors in internal credit ratings. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 509-531.

- Grüning, M., & Stöckmann, K. (2004). Corporate disclosure policy of German DAX-30 companies.
- Guidry, R. P., & Patten, D. M. (2012). *Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research*. Paper presented at the Accounting Forum.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of accounting research, 44*(3), 485-531.
- Halpern, P. J. (2000). Systemic perspectives on corporate governance systems. *Corporate governance and globalization*. Cheltenham: Elgar, 1-58.
- Hand, J. R. (2000). Profits, losses and the non-linear pricing of Internet stocks. *Available at SSRN 204875*.
- Hayes, A. F. (2013). Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure*. *Contemporary Accounting Research, 16*(3), 485-520.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons, 7*(1), 1.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics, 31*(1), 405-440.
- Hoque, Z. (2014). 20 years of studies on the balanced scorecard: Trends, accomplishments, gaps and opportunities for future research. *The British accounting review, 46*(1), 33-59.

- Hoque, Z., & James, W. (2000). Linking balanced scorecard measures to size and market factors: impact on organizational performance. *Journal of Management Accounting Research*, 12(1), 1-17.
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of accounting research*, 36, 1-35.
- Ittner, C., & Larcker, D. (2000). Non-financial performance measures: what works and what doesn't. *Financial Times*, 16(10), 2000.
- Ittner, C., & Larcker, D. (2001). A bigger yardstick for company performance. *Mastering management*.
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2003). Coming up short on nonfinancial performance measurement. *Harvard business review*, 81(11), 88-95.
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., & Meyer, M. W. (2003). Subjectivity and the weighting of performance measures: Evidence from a balanced scorecard. *The accounting review*, 78(3), 725-758.
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., & Randall, T. (2003). Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms. *Accounting, Organizations and Society*, 28(7), 715-741.
- Johnson, H. T., & Kaplan, R. S. (1987). Relevance lost.
- Kaplan, R. S. & Norton, D.P. (1992). The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance. *Harvard Business Review*, (January-February): 71-79.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). The balanced scorecard: translating strategy into action.
- Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance*, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332.
- Lee, B.-S. (2012). Bank-based and market-based financial systems: Time-series evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(2), 173-197.
- Lee, C.-L., & Yang, H.-J. (2011). Organization structure, competition and performance measurement systems and their joint effects on performance. *Management Accounting Research*, 22(2), 84-104.
- Leung, L. C., Lam, K. C., & Cao, D. (2006). Implementing the balanced scorecard using the analytic hierarchy process & the analytic network process. *Journal of the Operational Research Society*, 57(6), 682-691.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 91-124.
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting research*, 37(2), 353-385.
- Likert, R. (1961). New patterns of management.
- Lingle, J. H., & Schiemann, W. A. (1996). From balanced scorecard to strategic gauges: is measurement worth it?. *Management review*, 85(3), 56.
- Lord, B. R. (2007). Strategic management accounting. *Issues in Management Accounting*, 3, 135-154.
- López de Silanes, F., La Porta, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106, 1113-1155.
- Magnan, M., & Cormier, D. (1997). The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting. *Journal of financial statement analysis*, 2(3), 6-17.

- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I. M. (2015). The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Milgrom, P. R. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics*, 380-391.
- Neely, A. D., Adams, C., & Kennerley, M. (2002). The performance prism: The scorecard for measuring and managing business success.
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public Impressions: environmental disclosures in annual reports. *Accounting, organizations and society*, 23(3), 265-282.
- Nielsen, C. (2005). Essays on business reporting: production and consumption of strategic information in the market for information.
- Orens, R., & Lybaert, N. (2007). Does the financial analysts' usage of non-financial information Influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst. *The International Journal of Accounting*, 42(3), 237-271.
- Pilbeam, K., & Nagle, F. (2009). High-tech IPOs in the USA, UK and Europe after the dot-com bubble. *International Journal of Financial Services Management*, 4(1), 64-75.
- Pope, P. F. (2003). Discussion of disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of accounting research*, 273-283.
- Reid, E. M., & Toffel, M. W. (2009). Responding to public and private politics: Corporate disclosure of climate change strategies. *Harvard Business School Technology & Operations Mgt. Unit Research Paper(09-019)*.
- Reporting, A. I. o. C. P. A. S. C. o. F. (1994). *Improving Business Reporting--a Customer Focus (a.k.a. The Jenkins Report): Meeting the Information Needs*

of Investors and Creditors : Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting, American Institute of Certified Public Accountants: American Institute of Certified Public Accountants.

- Roe, M. J. (2003). Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact.
- Riley, R. A., Pearson, T. A., & Trompeter, G. (2003). The value relevance of non-financial performance variables and accounting information: the case of the airline industry. *Journal of accounting and public policy*, 22(3), 231-254.
- Said, A. A., HassabElnaby, H. R., & Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, 15(1), 193-223.
- Scharler, J. (2007). The Liquidity Effect in Bank-Based and Market-Based Financial Systems.
- Scott, T. W. (1994). Incentives and disincentives for financial disclosure: Voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by Canadian firms. *Accounting Review*, 26-43.
- Sengupta, P., & Wang, Z. (2011). Pricing of off-balance sheet debt: how do bond market participants use the footnote disclosures on operating leases and postretirement benefit plans? *Accounting & Finance*, 51(3), 787-808.
- Shi, Y., Magnan, M., & Kim, J.-B. (2012). Do countries matter for voluntary disclosure? Evidence from cross-listed firms in the US. *Journal of International Business Studies*, 43(2), 143-165.
- Shocker, A. D., & Sethi, S. P. (1974). An approach to incorporating action preferences in developing corporate action strategies. In *The Unstable Ground: Corporate in a Dynamic Society*.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on general purpose non-financial reports: An International comparison. *Accounting Review*, 84(3), 937-967.

- 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(2), 240-260.
- Zare, R., Khedri, S., & Farzanfar, F. (2013). Examining the Effect of Auditing Institution, Internal Auditing Department and Companies' Profitability on Voluntary Information Disclosure in Tehran Stock Exchange.