

L'INFLUENCE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES SOCIÉTÉS COTÉES EN FRANCE SUR LA LISIBILITÉ DU RAPPORT DE GESTION

Élodie Behnam,

Chercheur associé

Université de Nice-Sophia Antipolis - IAE de Nice

Laboratoire GRM - EA 4711

Pôle Universitaire Saint Jean d'Angély

24, avenue des Diables Bleus

06357 Nice Cedex 4

Tél. : 04 92 00 11 01

Fax : 04 92 00 11 43

Chercheur invité

Chaire d'information financière et organisationnelle de l'UQAM en mars 2016

L'INFLUENCE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES SOCIÉTÉS COTÉES EN FRANCE SUR LA LISIBILITÉ DU RAPPORT DE GESTION

Résumé : L'influence de la performance financière sur la lisibilité du rapport annuel présente un intérêt en sciences comptables. L'étude de cette relation repose sur la théorie de la gestion des impressions qui considère que le dirigeant cherche à cacher les mauvaises performances financières dans un rapport annuel moins lisible. Toutefois, les résultats des études antérieures ne sont pas unanimes. Notre étude contribue à enrichir la littérature en analysant les sociétés cotées en France, ce qui a notre connaissance n'a jamais été fait. Premièrement, nous contribuons à la généralisation des résultats en étudiant le rapport annuel en langue française et un nouveau cadre institutionnel de la lisibilité. De plus, nous vérifions la robustesse et la comparabilité de nos résultats en mesurant plusieurs proxys de la performance financière et en actualisant nos résultats avec une méthode de régression robuste multivariée avec effets fixes année et effets fixes secteur. Deuxièmement, la théorie précise que le dirigeant cherche à manipuler les impressions construites par le lecteur. Or à notre connaissance, aucune étude n'a examiné l'influence du lectorat sur la lisibilité du rapport annuel. L'étude est conduite sur un échantillon de 1344 rapports de gestion entre 2007 et 2015. Les résultats montrent qu'en France les sociétés cotées moins performantes diffusent des rapports de gestion moins lisibles et que le lectorat influence le comportement opportuniste du dirigeant en matière de lisibilité. Les actionnaires, qui ont des connaissances secondaires en finance, sont plus influencés par la longueur du rapport de gestion tandis que les analystes financiers plus avertis sont influencés par la complexité des mots.

Mots clés : lisibilité, performance financière, lectorat, gestion des impressions, sociétés françaises.

Abstract : Accounting researches show an interest in the relation between annual report readability and financial performance. The study of this relationship is based on impression management theory that supposes manager obfuscate the poor financial performance by disclosing less readable annual report. However, the results of prior studies are opposing. *This paper studies the link between annual report readability and financial performance in France.* The study is performed on a sample of 1344 MD&A over the 2007-2015 period.

First, results show that managers in French listed companies have more incentive to obfuscate annual report when firm performance is bad. This result is validated through various proxies of financial performance and in a multivariate regression. Secondly, managers are motivated to manage impressions formed by readers. Nevertheless, no study has examined the influence of the reader on the annual report readability. The results also show that readers influence the opportunistic behavior of managers on readability. Shareholders, low-knowledge readers of finance, are more influenced by the length of annual report while analysts, high-knowledge readers, are influenced by the complexity of words.

Key words: readability, financial performance, impression management, French listed companies.

Introduction

Warren Buffet déclarait en 2002 « *Si vous ne pouvez pas comprendre une note ou une autre explication de gestion, c'est certainement que le manager ne le veut pas* »¹. Les études en comptabilité financière se sont intéressées à expliquer le comportement du manager en matière de lisibilité des informations, c'est-à-dire à leur compréhensibilité, et à leur facilité de lecture (Subramanian et al. 1993). Elles ont mobilisé la théorie de la gestion des impressions (Goffman 1973) qui présume que le dirigeant cherche à maximiser son propre intérêt en influençant les informations transmises à autrui (Leary et Kowalski 1990 ; Gardner 1992). Selon Neu et al. (1998, p.269), la gestion des impressions permet aux managers de « *mettre en scène et de diriger (les informations) qu'ils souhaitent que leur public voie, de choisir les caractères, de sélectionner le texte et de décider des évènements qui seront mis en évidence ou qui seront omis* » dans le rapport annuel.

Plusieurs études en comptabilité financière se sont concentrées sur la relation entre la lisibilité des rapports annuels et la performance financière des sociétés cotées pour mettre en évidence l'opportunisme du dirigeant. Elles montrent que la lisibilité est utilisée par les managers des sociétés cotées aux États-Unis afin de cacher certaines informations défavorables de l'entreprise, principalement une mauvaise performance (Courtis 1998 ; Clatworthy et Jones 2001 ; Li 2008 ; Dempsey et al. 2012). Toutefois, les résultats de ces études sont contradictoires (Jones et Shoemaker 1994 ; Clatworthy et Jones 2001 ; Li 2008) et peu portent sur une longue période d'observation (Li 2008).

Notre recherche a pour intérêt d'approfondir l'étude de la relation entre la performance des sociétés cotées et la lisibilité du rapport annuel. Premièrement, le cadre français de cette étude a un intérêt théorique et méthodologique. Les résultats des études antérieures étant contradictoires, nous apportons de nouvelles conclusions quant à l'influence de la performance sur la lisibilité en analysant les sociétés cotées en France, ce qui à notre connaissance n'a jamais été fait. Nous contribuons à la généralisation des résultats, car l'étude de la lisibilité dépend de la langue dans laquelle le document est rédigé (Clatworthy et Jones 2006). De plus, nous vérifions la robustesse et la comparabilité de nos résultats en mesurant plusieurs proxys de la performance et en actualisant nos résultats avec une méthode de régression robuste multivariée avec effets fixes année et effets fixes secteur. Enfin, il existe des divergences constitutives entre l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et la Securities Exchange Commission (SEC) concernant la lisibilité des rapports annuels. Le contexte français offre un cadre d'étude différent, car la réglementation financière a pour spécificité d'octroyer une liberté d'action aux entreprises afin de répondre aux exigences de lisibilité, contrairement aux États-Unis. De fait, l'analyse de l'influence de la performance financière sur la lisibilité en France apporte également un éclairage sur le comportement opportuniste du dirigeant en l'étudiant dans un cadre institutionnel plus imprécis dans l'application de la lisibilité. Deuxièmement, les études antérieures sont encadrées par la gestion des impressions. Cette théorie précise que le dirigeant cherche à manipuler les impressions construites par autrui (Gardner 1992). Afin de parvenir à modifier les impressions d'autrui, le dirigeant doit connaître son lectorat et adapter sa stratégie. Or à notre connaissance, aucune étude n'a examiné l'influence du lectorat sur la lisibilité du rapport annuel.

Les informations narratives sont privilégiées par les dirigeants pour gérer les impressions, car elles sont peu soumises à un audit externe (Brennan et Merkl-Davies 2013). Nous concentrons notre analyse sur la partie la plus narrative du rapport annuel, à savoir le rapport de gestion. À partir d'un échantillon de 1344 rapports de gestion collectés entre 2007 et 2015, nous mettons en exergue qu'en France les sociétés cotées moins performantes diffusent des rapports de gestion moins lisibles (i). Nos résultats conformes au contexte américain indiquent également que la gestion des impressions n'est pas inféodée au mécanisme externe de la réglementation financière (ii). De plus, nous montrons que le lectorat influence le comportement opportuniste du dirigeant en matière de lisibilité (iii). Les actionnaires, qui ont des connaissances secondaires en finance, sont plus influencés par la longueur du

¹ Notre traduction de l'expression suivante : « *If you can't understand a footnote or other managerial explanation, it's usually because the CEO doesn't want you to* ». Buffett, W. (2002), *Letters to Berkshire Shareholder*. Berkshire Hathaway, p.21

rapport de gestion tandis que les analystes financiers plus avertis sont influencés par la complexité des mots. L'analyse des proxys de la lisibilité prend son sens dans l'étude de la cible.

La présente recherche poursuit un double objectif : tester la relation entre la performance financière et la lisibilité du rapport de gestion des sociétés cotées en France (1) et identifier l'influence du lectorat sur la gestion de la lisibilité (2).

L'article s'organise en quatre parties. La partie 1 présente la revue de littérature sur le lien entre la lisibilité du rapport annuel et la performance financière ainsi que l'hypothèse de recherche. La partie 2 décrit des déterminants de la lisibilité ainsi que la méthodologie mobilisée. La partie 3 présente et discute les principaux résultats de l'influence de la performance financière sociétés cotées en France sur la lisibilité de leur rapport de gestion alors que la partie 4 expose les résultats de nos analyses complémentaires.

1 Performance financière et lisibilité : revue de littérature et hypothèse

La lisibilité des rapports annuels a fait l'objet de nombreuses études en sciences comptables. Ces dernières mettent en exergue que depuis plus de 60 ans le rapport annuel est difficilement compréhensible pour le marché, et ce indépendamment de la partie du rapport annuel étudié et de la méthodologie utilisée (Pashalian et Crissy 1952 ; Soper et Dolphin 1964 ; Schroeder et Gibson 1990 ; Smith et Taffler 1992 ; Subramanian et al. 1993 ; Courtis 1995, 1998 ; Li 2008 ; Lehavy et al. 2011 ; Loughran et McDonald 2011). La littérature a cherché en premier lieu à établir un état de la lisibilité des rapports annuels dans de nombreux pays. Puis, elle a postulé que le maintien du faible niveau de lisibilité de ce document est attribué à une démarche volontaire de la part des sociétés afin de servir leurs propres intérêts.

Ce comportement opportuniste est à l'origine de la théorie de la gestion des impressions qui repose sur les hypothèses comportementales de la théorie de l'agence (Smith et Taffler 1992 ; Hooghiemstra 2000 ; Godfrey et al. 2003 ; Rutherford 2003). Initialement, la gestion des impressions développée par Goffman (1959) sert de cadre pour étudier les interactions de la vie quotidienne. De sa thèse de recherche à son dernier écrit, ce sociologue met en lumière que l'individu interagit en société en adoptant un comportement opportuniste qu'il met en œuvre au travers de stratégies de communication. La gestion des impressions est appliquée au contexte organisationnel dans les années 80. La littérature comptable y porte une attention particulière où son cadre d'interprétation considère que les entreprises exploitent l'asymétrie d'information avec le marché en fournissant une image erronée, plutôt favorable (Hooghiemstra 2000) de l'entreprise et de ses performances (Merkl-Davies et Brennan 2007).

Afin d'expliquer le niveau de lisibilité des rapports annuels, les études se sont concentrées sur la performance financière qui est un indicateur crucial dans la prise de décision des parties prenantes de l'entreprise (Cormier et al. 2001). De plus, depuis qu'ils évoluent « *dans un environnement dans lequel leur rémunération et la richesse sont liées à la performance financière* » (Rutherford 2003, p.189), les dirigeants sont d'autant plus susceptibles d'agir sur la lisibilité de cette information. En publiant un rapport annuel moins lisible en cas de mauvaise performance, les dirigeants augmentent le traitement de l'information par le marché, ce qui retarde son introduction dans le cours de l'action.

Les études antérieures ont révélé une relation entre la performance financière et la lisibilité des rapports annuels. Elles mettent en évidence que les sociétés les moins performantes émettent un rapport annuel moins lisible (Subramanian et al. 1993 ; Courtis 1995).

Subramanian et al. (1993) étudient la lisibilité de la lettre aux actionnaires présente dans les rapports annuels aux États-Unis. Au travers de son échantillon composé de 30 entreprises ayant enregistré une hausse de rentabilité et 30 entreprises ayant connu une baisse de rentabilité entre 1987 et 1988, les auteurs concluent que les rapports annuels des sociétés les plus performantes sont plus lisibles. Cette relation positive entre la lisibilité et la performance financière est également mise en exergue par Li (2008) et Dempsey et al. (2012). Li (2008) montre une relation significative au seuil de 1% entre la performance financière et la lisibilité d'une part du rapport de gestion, et d'autre part de l'ensemble du rapport annuel. Dempsey et al. (2012) trouvent une relation significative au seuil de 1% en concentrant leur étude sur les sociétés mobilières. Les résultats de ces deux études leur permettent de valider leur hypothèse centrale selon laquelle les entreprises moins performantes obscurcissent

leurs rapports annuels en diffusant des informations moins lisibles (Li 2008), voire plus opaques (Dempsey et al. 2012).

Toutefois, cette relation n'est pas toujours validée (Courtis 1986 ; Jones 1988 ; Courtis 1998 ; Clatworthy et Jones 2001). En 1995, Courtis (1995) prouve que les mots du Président et les notes aux états financiers des entreprises plus performantes ont un meilleur niveau de lisibilité. Toutefois, il considère que la petitesse de son échantillon est une limite aux résultats de sa recherche. Dans une étude ultérieure, Courtis (1998) considère que la performance financière n'influence pas la lisibilité du rapport annuel. Il ne trouve pas de différence dans la variabilité de la lisibilité des mots du Président entre les entreprises performantes et les moins performantes. Les études de Courtis (1986), de Jones (1988) ainsi que de Clatworthy et Jones (2001) n'indiquent pas de relation significative entre la lisibilité et la performance financière. Jones (1988) identifie notamment un problème de multicollinéarité dans son modèle d'étude. Clatworthy et Jones (2001) mettent cependant en évidence l'influence de la performance financière sur la composition du mot du Président. Leurs résultats indiquent que les Présidents abordent davantage la question des résultats au début de leur mot afin de créer et de présenter une image favorable de leur entreprise. Subramanian et al. (1993) émettent deux réserves sur les études n'ayant pas validé la relation entre la performance financière et la lisibilité. Ils considèrent que le proxy de la performance financière mobilisé devrait d'une part, être issu directement des états financiers, contrairement à Courtis (1986) qui a utilisé un dérivé et d'autre part, être un chiffre résiduel, contrairement à Jones (1988) qui a mobilisé le chiffre d'affaires.

Nous constatons que les études sur la relation entre la performance financière et la lisibilité des rapports annuels portent majoritairement sur les sociétés américaines. Aux États-Unis, la prise de conscience des organismes financiers pour la lisibilité a contribué au développement des recherches. En 1998, la SEC impose aux sociétés cotées de rédiger leur rapport annuel selon des principes clairs afin d'en améliorer la lisibilité. Ces principes issus du Plain English préconisent aux entreprises d'éviter : les phrases et mots trop longs, la voix passive, le jargon juridique et les phrases négatives/superflues. Malgré une réglementation précise en faveur de la lisibilité, les chercheurs considèrent l'étude de la relation entre la performance financière et la lisibilité comme un terrain propice pour révéler la stratégie opportuniste des sociétés cotées (Loughran et McDonald 2014b). Les études antérieures indiquent que la lisibilité du rapport annuel semble davantage répondre aux objectifs stratégiques de l'entreprise qu'aux exigences réglementaires.

En France, le rapport annuel des sociétés cotées est également soumis au principe de lisibilité. Afin de permettre aux entreprises de répondre à cette obligation tout en l'adaptant à leur complexité et à leur stratégie, la réglementation financière a choisi de leur octroyer une marge de manœuvre. Elle laisse aux entreprises le soin de décider comment communiquer, à condition de satisfaire aux exigences de lisibilité. En comparaison à la SEC et sans plus d'indication, l'AMF indique que le document de référence doit être élaboré selon le principe de lisibilité² et être présenté « *sous forme aisément compréhensible* »³ pour les investisseurs.

Dans un contexte, tel que la France, où la latitude d'action pour répondre aux principes de lisibilité est plus grande, nous considérons que le dirigeant fera autant preuve d'opportunisme et agira sur la lisibilité en fonction de leur performance financière. La revue des études antérieures souligne que ce sont les informations narratives qui sont susceptibles d'être plus manipulées par le dirigeant, car elles sont peu soumises à un audit externe (Brennan et Merkl-Davies 2013). De plus, Jones (1996) suggère que les parties narratives du rapport annuel sont probablement impartiales et susceptibles d'être utilisées par les dirigeants pour transmettre une impression plus favorable de la performance qu'elle ne le justifie (Stanton et Stanton 2002). Nous choisissons de concentrer notre étude sur le rapport de gestion qui a pour but en France de « *commenter la performance financière des entreprises* »⁴ et qui est une des parties les plus narratives du rapport annuel. Au regard de la littérature, nous formulons donc l'hypothèse H1 suivante :

H₁ : La performance financière des sociétés cotées en France est associée positivement à la lisibilité du rapport de gestion

La lisibilité des rapports annuels peut être expliquée par plusieurs facteurs de type économique et structurel. Toutefois, la littérature n'a pas étudié les déterminants liés aux lecteurs des rapports

² AMF, guide d'élaboration du document de référence (DOC-2014-14), p.2

³ AMF, règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004, p.5

⁴ KPMG (2014) Survey of business reporting, p.12

annuels, pourtant instigateurs du comportement opportuniste du dirigeant en matière de lisibilité. L'ensemble des définitions de la gestion des impressions trouve un consensus autour de l'importance « d'autrui » qui influence le comportement opportuniste qui a pour but de modifier le sens de l'information diffusée. Le tableau 1 apporte une liste non exhaustive, mais à notre sens complète de la définition de la gestion des impressions. Notre étude contribue donc à la littérature en approfondissant l'étude de relation entre la performance financière et la lisibilité, d'une part dans un nouveau contexte réglementaire d'étude et d'autre part, en examinant l'influence du lectorat sur la lisibilité du rapport annuel.

Tableau 1
Définitions de la gestion des impressions

Auteurs	Définition
Schlenker (1980, p.6)	« <i>La tentative consciente ou inconsciente de contrôler les images qui sont projetées dans les interactions sociales réelles ou imaginaires.</i> »
Schneider (1981, p.25)	La tentative par un individu « <i>d'affecter ses perceptions qu'il transmet aux autres personnes.</i> »
Tedeschi et Riess (1981, p.3)	« <i>Tout comportement par une personne qui a pour but de contrôler ou de manipuler ses attributions et ses impressions formées pour les autres.</i> »
Leary et Kowalski (1990, p.34)	« <i>Le processus par lequel les individus contrôlent les impressions construites par autrui.</i> »
Gardner (1992, p.34)	« <i>Le processus par lequel les individus tentent d'influencer les impressions construites par autrui.</i> »
Bozeman et Kacmar (1997, p.9)	« <i>La gestion de l'impression se produit lorsqu'un acteur a pour objectif de créer et de maintenir une identité spécifique.</i> »
Rosenfeld et al. (1995) ⁵	« <i>La gestion de l'impression en organisation consiste en des communications stratégiques visant à établir, maintenir ou protéger les identités souhaitées.</i> »
Neu et al. (1998, p.269)	Dans un contexte de communication financière, la gestion des impressions permet aux managers de « <i>mettre en scène et de diriger (les informations) qu'ils souhaitent que leur public voie, de choisir les caractères, de sélectionner le texte et de décider des évènements qui seront mis en évidence ou qui seront omis.</i> »
Godfrey et al. (2003, p.96)	« <i>La gestion des impressions a lieu lorsque l'entreprise sélectionne les informations et les présente de manière à déformer la perception du lecteur sur les activités de l'entreprise.</i> »

⁵ Cité par Bozeman et Kacmar (1997) dans A cybernetic model of impression management processes in organizations, *Organizational behavior and human decision processes*

2 Design de la recherche

Nous concentrons notre étude sur la relation entre la performance financière et la lisibilité. Dans cette section, nous définissons les variables qui contrôlent la lisibilité puis nous présentons la manière dont elles ont été mesurées. Nous commençons par aborder l'influence du lectorat sur lisibilité du rapport de gestion (2.1), qui à notre connaissance n'a fait l'objet d'aucune recherche dans l'étude de la relation entre la performance financière et la lisibilité. Puis, nous identifions les autres déterminants reconnus de la lisibilité d'ordre structurel et financier (2.2). À l'issue de cette présentation, nous exposons la méthode de collecte des données et la méthode statistique utilisée pour tester les modèles de l'étude (2.3).

2.1 L'influence du lectorat sur la lisibilité du rapport annuel

La revue des études antérieures repose sur l'hypothèse que le dirigeant cherche à « *déformer les perceptions des lecteurs sur les réalisations des entreprises* » (Brennan et Merkl-Davies 2013, p.4). Dans cette perspective, les lecteurs ont une place importante dans les motivations du dirigeant à vouloir gérer les impressions des informations qu'il diffuse. Il est nécessaire pour le dirigeant de prendre en compte son lectorat, notamment « *sa capacité à lire dans (les) mots et (les) gestes* » (Goffman 1987, p.271). En effet, les filtres d'interprétation du lectorat vont dicter et limiter les actions du dirigeant autant qu'il peut en saisir.

La littérature en comptabilité financière met en évidence que parmi les capacités du lectorat à prendre en compte, le dirigeant doit notamment s'intéresser à ses capacités cognitives. Les connaissances des lecteurs vont amener l'individu à être plus ou moins sensible à l'information « gérée » par le dirigeant (Merkl-Davies et Brennan 2007). La littérature précise que ceux ayant des connaissances secondaires en finance seront notamment plus influencés par la gestion des impressions (Merkl-Davies et Brennan 2007).

Dans son étude, Merkl-Davies (2007) montre que les entreprises adaptent les éléments narratifs des rapports d'entreprise aux connaissances de leur lectorat. Ses résultats indiquent que les petites entreprises semblent répondre davantage aux besoins de lecteurs ayant une faible connaissance en finance, car elles s'attachent à présenter le mot du Président avec une plus grande cohérence. Quant aux grandes entreprises, elles semblent répondre davantage aux besoins des lecteurs déjà familiarisés avec le domaine de la finance dans la mesure où les connecteurs de cohésion sont moins présents dans le mot du Président.

La littérature antérieure sur la lisibilité en comptabilité financière n'a pas tenu compte du dirigeant qui est susceptible d'agir sur les éléments narratifs du rapport annuel en fonction des connaissances du lectorat afin de déformer la perception des réalisations de l'entreprise. Elle ne permet pas de déterminer si la lisibilité du rapport de gestion est influencée par les connaissances du lectorat.

De ce point de vue, nous choisissons de concentrer notre étude sur deux types de lecteurs du rapport annuel à savoir, les actionnaires et les analystes financiers. Ce choix est motivé par deux principales raisons : l'importance de la cible relative au rapport de gestion et leur degré de connaissance dans le domaine de la finance.

Concernant les actionnaires, ils sont les propriétaires de l'entreprise et disposent d'un droit d'information. Mard et Marsat (2012) constatent que la composition actionnariale d'une entreprise a une influence sur la gestion des résultats. En France, la structure de propriété est caractérisée par « *la concentration de l'actionnariat, la présence forte d'actionnaires familiaux, industriels et d'investisseurs institutionnels* » (Mard et al. 2014, p.1). Les auteurs révèlent qu'un actionnariat concentré jusqu'à un certain seuil limite la pratique opportuniste de diffusion de l'information comptable. Ils mettent également en évidence « *le rôle modérateur de l'actionnariat familial* ». Afin d'étudier l'influence de la composition actionnariale sur le niveau de lisibilité du rapport de gestion, nous choisissons de collecter le pourcentage du capital flottant d'une entreprise. Cette donnée est extraite du rapport annuel. Cet actionnariat a pour avantage d'être constitué de connaissances hétérogènes en finance et moindres que celles des analystes financiers. Les actionnaires flottants

(ACT) sont la partie du capital qui n'est pas détenue par des blocs d'actionnaires, c'est-à-dire les investisseurs familiaux, majoritaires, les pactes d'actionnaires ou encore l'État. Ces actionnaires sont susceptibles d'être plus sensibles à la gestion des impressions et de moins « modérer » l'opportunisme du dirigeant. Nous prévoyons une relation négative entre le pourcentage de capital flottant d'une entreprise et la lisibilité du rapport de gestion.

Dans un contexte où la problématique de lisibilité des rapports financiers s'accroît, les analystes financiers constituent un intermédiaire pertinent dans la compréhension des informations pour les investisseurs. Les analystes utilisent leur expertise pour fournir des informations utiles aux investisseurs (Lehavy et al. 2011). En tant que prescripteurs, ils rediffusent les informations publiées en émettant un avis qui peut influencer la prise de décision du marché. L'étude de Lehavy et al. (2011) met en évidence que la demande de services des analystes par les investisseurs est d'autant plus grande lorsque les informations des sociétés sont moins lisibles. De fait, la complexité de lecture des rapports annuels conduit les investisseurs à se tourner vers une source médiatique alternative. Miller (2010) indique également que les sociétés qui ont une plus grande couverture médiatique de la part des analystes ont tendance à faire moins d'effort dans la diffusion de leurs informations. Les sociétés considèrent que les analystes interviendront pour adapter la diffusion des informations aux investisseurs. Nous envisageons une relation négative entre la lisibilité et le suivi des investisseurs considérant que plus les sociétés sont suivies par les analystes, moins elles font d'effort en terme de lisibilité du rapport de gestion. Conformément à Lehavy et al. (2011) et Miller (2010), nous prenons le nombre d'analystes (ANALYST) présent dans la base de données Institutional Brokers' Estimate System (I/B/E/S) qui a fourni une prévision sur le bénéfice par action sur la société donnée.

Toutefois, nous souhaitons apporter un éclairage quant à ces relations. Les études antérieures mettent en évidence que les capacités cognitives de sa cible dans le domaine de la finance influencent le comportement opportuniste du dirigeant. Nous considérons ainsi que le dirigeant est susceptible d'agir différemment sur la lisibilité en fonction des connaissances de son lectorat.

Les recherches en comptabilité financière ont principalement étudié la lisibilité narrative au travers du score de lisibilité (Pashalian et Crissy 1952 ; Soper et Dolphin 1964 ; Courtis 1986 ; Schroeder et Gibson 1990 ; Smith et Taffler 1992 ; Subramanian et al. 1993 ; Courtis 1995 ; Li 2008 ; Lehavy et al. 2011 ; Loughran et McDonald 2011). Nous choisissons de mesurer la lisibilité du rapport de gestion avec le score de *Flesch* (FLESCH) qui est le plus utilisé dans la littérature comptable (Pashalian et Crissy 1950 ; Soper et Dolphin 1964 ; Smith et Smith 1971 ; Courtis 1986 ; Smith et Taffler 1992 ; Courtis 1995). Ce score indique la difficulté de lecture d'un texte. Il est compris entre 100 et 0 où 100 correspond à un texte « très facilement compréhensible » et 0 à « très difficilement compréhensible ». Le score de *Flesch* est mesuré comme suit :

$$Flesch = 206,835 - 1,015 (M/P) - 0,846 (S/M)$$

Avec : *M/P* : nombre moyen de mots par phrase, *S/M* : nombre moyen de syllabes pour 100 mots, 206,835 est une constante

Conformément à Li (2008) et Miller (2010), nous avons calculé le score de *Flesch* au travers du module *Lingua::FR::Fathom* (Ménoni et al. 2010) développé par le langage informatique *Perl* (Practical Extraction and Report Language). Ce module a pour intérêt d'analyser la microstructure des textes et de mesurer le score de *Flesch*.

Le score de *Flesch* prend en compte deux variables, la longueur du document et la complexité des mots, pour mesurer la difficulté de compréhension d'un texte. Certains auteurs étudient isolément la longueur du document comme un second proxy de la lisibilité (Li 2008 ; Miller 2010 ; Lawrence 2013 ; Loughran et McDonald 2014a). Li (2008, p.225) considère que « *la longueur du rapport annuel pourrait être utilisée stratégiquement par les entreprises afin de rendre le rapport annuel moins transparent et de cacher des informations défavorables aux investisseurs* »⁶. Cette mesure a pour intérêt d'être corrélée au score de lisibilité, mais en limiterait les erreurs de l'algorithme du score de lisibilité (Loughran et McDonald 2014a). La longueur du rapport de gestion (LONG) est ainsi mesurée par le logarithme du nombre de mots (Li 2008 ; Miller 2010 ; Lawrence 2013).

⁶ Notre traduction de « *the length of an annual report could be used strategically by managers in order to make an annual report less transparent and to hide adverse information from investors.* »

Ainsi nous supposons que les actionnaires flottants qui ont des connaissances moindres dans le domaine de la finance par rapport aux analystes financiers devraient être plus influencés par la longueur du document. Le dirigeant choisira seulement d'agir sur la taille du document plutôt que sur la complexité des mots afin de détériorer la compréhension du rapport de gestion.

A contrario, la connaissance plus développée ainsi que la moins grande sensibilité des analystes à la gestion des impressions devraient inciter le dirigeant à agir à la fois sur la longueur et la complexité des mots afin d'altérer la lisibilité du rapport de gestion.

Nous suggérons une relation positive entre la longueur du rapport de gestion et le pourcentage de capital flottant et une relation négative entre le score de *Flesch* du rapport de gestion et le nombre d'analystes suivant l'entreprise.

Nous considérons que l'analyse des proxys associés à la lisibilité prend sa justification et son sens dans l'étude de la cible. Cette étude n'a à notre connaissance jamais été faite.

2.2 Les autres déterminants de la lisibilité

La littérature en comptabilité financière nous éclaire sur les variables explicatives de la lisibilité du rapport annuel.

2.2.1 Les variables structurelles

Les variables structurelles se composent de la taille et de l'âge de l'entreprise.

La taille de l'entreprise a été mobilisée dès les premières études pour expliquer la lisibilité du rapport annuel (Jones 1988). Elle est caractéristique d'une plus grande complexité de l'entreprise (Li 2008 ; Lehavy et al. 2011 ; Lawrence 2013) notamment opérationnelle et géographique (Dempsey et al. 2012) ce qui conduit les entreprises à diffuser des informations difficiles à comprendre. Cette relation a été mise en évidence à travers la longueur du document (Li, 2008). Néanmoins, les résultats de Li (2008) et Miller (2010) sur l'étude de la relation entre la taille de l'entreprise et le score de lisibilité sont contradictoires. Courtis (1995) considère que les entreprises de grande taille devraient avoir des documents de meilleure lisibilité, car elles disposent des ressources qui peuvent être allouées à la communication financière. Une influence positive est attendue entre la longueur du rapport de gestion et la taille de l'entreprise. Nous prévoyons également une influence entre le score de *Flesch* du rapport de gestion et la taille, mais pas de sens directionnel quant à cette relation. Conformément à Li (2008) et Miller (2010), nous retenons la mesure de la taille de l'entreprise (SIZE) comme le logarithme de sa valeur de marché.

L'âge représente l'ancienneté des entreprises sur le marché boursier. Les entreprises présentes depuis plus longtemps sur le marché boursier bénéficient d'une plus grande couverture médiatique. Les investisseurs disposent ainsi de nombreuses informations sur ces entreprises et depuis plus longtemps. Le fait que les individus sont plus familiers avec les informations des sociétés « plus âgées », ils ont moins de difficulté à comprendre leur rapport annuel. Li (2008) montre une relation positive entre l'ancienneté des entreprises sur le marché et la lisibilité de leur rapport annuel à travers les deux proxys de la lisibilité. Conformément à Li (2008), nous déterminons l'âge de l'entreprise (AGE) par le logarithme du nombre d'années depuis son introduction en bourse. Nous supposons une relation positive entre le score de lisibilité du rapport de gestion et l'âge des sociétés cotées françaises et une relation négative entre la longueur du rapport de gestion et l'âge.

Subramanian et al. (1993) soulignent que le niveau de lisibilité du rapport annuel dépend notamment de la compétence rédactionnelle et de la politique de l'entreprise. La personnalité du dirigeant est mise en avant puisqu'il insuffle la politique de communication financière et détermine les pratiques de diffusion de l'information financière. La littérature révèle que l'influence du dirigeant sur la communication financière dépend notamment du comportement opportuniste qu'il adopte. Ainsi, tout changement de dirigeant devrait engendrer une modification de la lisibilité. Mard et Marsat (2008, 2009) mettent en évidence une relation entre le changement du dirigeant et la diffusion de l'information du résultat. De fait, nous contrôlons le changement de direction de la période étudiée (CHGT). La représentation de cette variable est dichotomique, elle prend la valeur 1 lorsque la direction générale a changé par rapport à l'année précédente et 0 sinon. L'absence de littérature quant

à l'étude de l'influence du changement de direction sur la lisibilité du rapport de gestion ne nous permet pas de prédire un sens quant à cette relation.

2.2.2 *Les variables économiques*

Les variables économiques qui influencent la lisibilité des informations financières sont la croissance et la dette de l'entreprise.

Les entreprises présentant des opportunités d'investissement et de croissance sont susceptibles de présenter un business model plus complexe et incertain (Li 2008) et de diffuser ainsi des informations plus difficiles à lire pour le marché. Toutefois, les résultats de Li (2008) montrent que les entreprises plus croissantes présentent un score qui indiquent qu'elles sont moins lisibles et ont également des parties narratives plus courtes. Conformément à l'étude de Li (2008), une relation négative est attendue entre la croissance des entreprises et le score de lisibilité. Cependant, nous nous conformons à notre cadre théorique et supposons une relation positive entre la croissance et la longueur du rapport annuel. La croissance est déterminée par la valeur de marché de l'entreprise divisée par la valeur comptable des actifs, présentée sous la variable market-to-book (MTB) (Li 2008).

Dempsey et al. (2012) considèrent que la dette de l'entreprise influence la lisibilité du rapport annuel. Les entreprises les plus endettées sont amenées à fournir des informations supplémentaires sur le détail de la dette. Leur étude met également en évidence que la complexité de cette information détériore la facilité de compréhension du rapport annuel. De plus, notre étude repose sur l'hypothèse que les entreprises cachent les mauvaises informations. La dette est susceptible d'être présentée dans un rapport moins lisible. La variable dette (DETTE) est présentée par l'ensemble des dettes de l'entreprise divisé par le total des actifs. Conformément à Dempsey et al. (2012), une relation négative entre la dette des sociétés cotées françaises et le score de lisibilité est attendue. L'absence de littérature quant à l'étude de l'influence de la dette sur la lisibilité du rapport de gestion ne nous permet pas de prédire un sens quant à cette relation.

Concernant la variable performance financière dans les modèles économétriques, elle a principalement été représentée dans les études antérieures par le rendement de l'actif (ROA) et la rentabilité économique (RENT_ECO) (Courtis 1995 ; Li 2008 ; Dempsey et al. 2012). Nous choisissons d'opérationnaliser la performance financière à travers le ROA qui est le proxy le plus utilisé dans la littérature (Courtis 1995 ; Dempsey et al. 2012). Puis, le résultat d'exploitation divisé par le total des actifs (RENT_ECO) est utilisé pour vérifier la robustesse des résultats.

La définition des variables de notre étude ainsi que son influence attendue sur la lisibilité sont présentées dans le tableau 2.

Tableau 2
Définition des variables

<i>Nom</i> <i>(par ordre</i> <i>alphabétique)</i>	<i>Définition</i>	<i>Signe attendu</i>
<i>ACT</i>	Pourcentage du capital flottant.	-
<i>AGE</i>	Logarithme du nombre d'années depuis l'introduction en bourse.	+
<i>ANALYST</i>	Nombre d'analystes ayant fourni des estimations du bénéfice par action (BPA) d'une société à I/B/E/S. Est noté 0 lorsqu'il n'y a pas d'estimation.	-
<i>CHGT</i>	Variable dichotomique représentant un changement de dirigeant. 1 si arrivée d'un nouveau dirigeant, 0 sinon.	?
<i>DETTE</i>	Total des dettes de l'entreprise divisé par le total des actifs.	-
<i>LONG</i>	<i>Longueur</i> du rapport de gestion est défini par le log du nombre de mots	
<i>FLESCH</i>	<i>Indice de Flesch</i> du rapport de gestion des sociétés cotées en France calculé par le module <i>Fathom (Lingua::FR::)</i> du programme <i>Perl</i> .	
<i>MTB</i>	Valeur de marché de l'entreprise divisé par la valeur comptable de ses actifs.	-
<i>RENT_ECO</i>	Résultat d'exploitation divisé par le total des actifs	-
<i>ROA</i>	Résultat net divisé par le total des actifs	-
<i>TAILLE</i>	Logarithme de la valeur de marché de l'entreprise	+

Afin de minimiser les effets des valeurs extrêmes, toutes les variables sont winsorisées au seuil de 1%. De plus, les variables explicatives sont corrigées afin de prendre en compte l'influence éventuelle du secteur d'activité (pour une observation, la valeur corrigée étant égale à différence entre la valeur initiale et la médiane sectorielle).

2.3 Méthodologie et collecte de données

Nous estimons la relation entre la performance financière des sociétés cotées en France et la lisibilité du rapport de gestion (2.3.1). Puis, nous exposons la collecte et la description de notre échantillon (2.3.2).

2.3.1 Présentation du modèle

Notre étude a pour objectif d'analyser l'influence de la performance financière des sociétés cotées en France sur la lisibilité de leur rapport de gestion. Nous avons privilégié une approche économétrique pour mettre en évidence cette relation (Li 2008 ; Dempsey et al. 2012). Elle est testée pour chaque *proxy* de la lisibilité afin notamment de mettre en évidence nos prédictions qui sont que les sociétés agissent intentionnellement sur la lisibilité par rapport aux lecteurs du rapport de gestion.

Conformément aux études existantes, nous recourons au modèle 1 et 2 suivant :

$$LONG = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 ACT_{it} + \alpha_3 ANALYST_{it} + \alpha_4 DETTE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 CHGT_{it}$$

$$+ \alpha_7 \text{TAILLE}_{it} + \alpha_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{FLESCHE} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ROA}_{it} + \alpha_2 \text{ACT}_{it} + \alpha_3 \text{ANALYST}_{it} + \alpha_4 \text{DETTE}_{it} + \alpha_5 \text{MTB}_{it} + \alpha_6 \text{CHGT}_{it}$$

$$+ \alpha_7 \text{TAILLE}_{it} + \alpha_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

La démarche d'analyse de nos modèles repose sur le logiciel STATA

2.3.2 Constitution de l'échantillon

Notre échantillon est construit à partir des sociétés cotées au CAC All-Tradable. La période étudiée s'étend sur plusieurs années, de 2007 à 2015, afin d'observer l'intention du dirigeant en matière de lisibilité. Nous avons recueilli les rapports annuels pour en extraire le rapport de gestion en consultant les sites internet des sociétés ou de la *Direction de l'information légale et administrative*. Les données financières ont été collectées à partir de la base de données *Compustat*. Quant aux données relatives à l'actionnariat et au changement de dirigeant, nous nous sommes reportés aux rapports annuels des sociétés. Du fait de la méthodologie mobilisée pour le score de *Flesch*, nous avons extrait les rapports de gestion (i) puis nous les avons encodés selon la norme UTF-8 (ii). Pour chaque fichier texte, tous les éléments de titre, les paragraphes de moins de 100 mots, les chiffres, et les tableaux ont été supprimés (iii). Enfin, les éléments d'une énumération caractérisés par des puces typographiques ont été adaptés pour le module *Fathom* (iv). Les entreprises qui ne présentaient pas leur rapport de gestion au moins une fois entre 2007 et 2015 ou dont les données financières n'étaient pas disponibles ont été supprimées. L'échantillon final est composé de 1344 observations entreprise/année sur 162 entreprises. La procédure de sélection de l'échantillon est reportée dans le tableau 3.

Tableau 3
Composition de l'échantillon

	Nombre d'entreprises	Nombre d'observations entreprise/année	Pourcentage
Échantillon de départ*	200	1800	100%
(-) Observations manquantes	(38)	(456)	(19%)
Échantillon final	162	1344	81%

*en septembre 2012

3 Résultats

Nous présentons d'abord une analyse descriptive de notre échantillon (3.1). Puis, nous présentons les résultats de nos modèles de régressions (3.2).

3.1 Statistiques descriptives

Le tableau 4 résume les statistiques descriptives des variables quantitatives de notre étude.

Tableau 4
Statistiques descriptives sur la période 2007-2015 (N = 1 344)

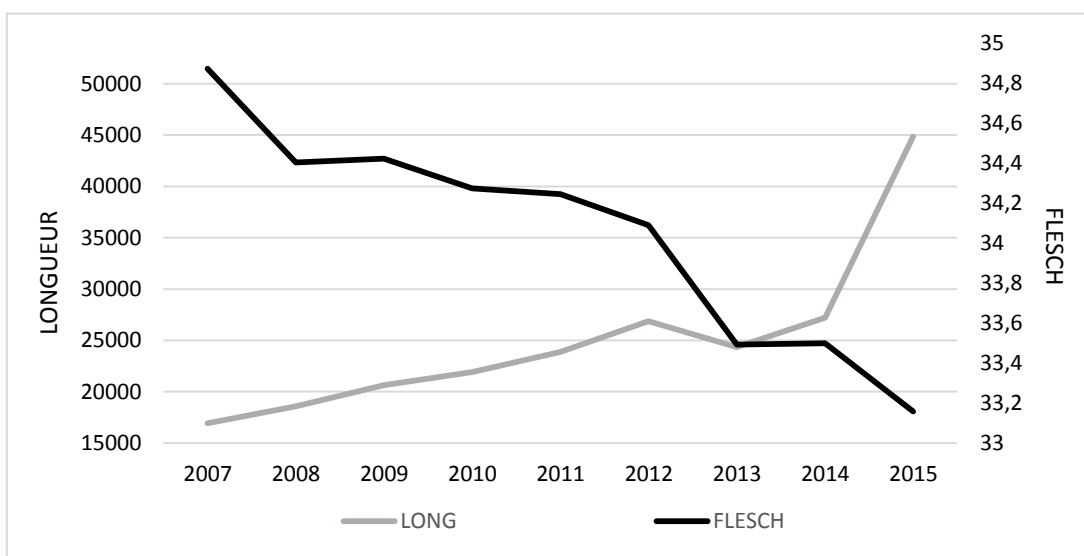
	Moyenne	Écart-type	Médiane	Min	Max
LONG	9,64	0,98	9,59	7,06	12,12
FLESCH	33,94	5,29	33,82	16,06	58,01
ROA	3,57	6,27	3,72	-36,30	35,25
RENT_ECO	0,07	0,07	0,06	-0,30	0,60
ACT	46,57	22,76	44,20	3,72	100
AGE	31,49	35,75	15,00	1,00	162
DETTE	0,62	0,28	0,60	0,04	3,71
MTB	1,27	0,68	1,10	0,40	12,93
CHGT	0,07	0,26	0,00	0,00	1,00
TAILLE	6,63	2,31	6,45	1,24	11,91
ANALYST	2,61	1,72	2,65	0,00	6,32

Légende : LONG le log du nombre de mots du rapport de gestion, FLESCH le score de lisibilité calculé par le module *Fathom (Lingua::FR::)*, ROA le résultat net divisé par le total des actifs, RENT_ECO le résultat d'exploitation divisé par le total des actifs, ACT le pourcentage du capital flottant, AGE le log du nombre d'années depuis l'introduction en bourse, DETTE le total des dettes de l'entreprise divisé par le total des actifs, MTB la valeur de marché de l'entreprise divisé par la valeur comptable ses actifs, CHGT la variable dichotomique représentant un changement de dirigeant. 1 si arrivée d'un nouveau dirigeant, 0 sinon, TAILLE le log de la valeur de marché de l'entreprise, ANALYST nombre d'analystes ayant fourni des estimations du bénéfice par action (BPA) d'une société à I/B/E/S. Est noté 0 lorsqu'il n'y a pas d'estimation.

Les résultats de l'analyse statistique univariée mettent en évidence que le score moyen de *Flesch* du rapport de gestion est de 34. Si nous nous référons à la grille d'interprétation du score de *Flesch*, ce résultat indique que ce document est « difficilement compréhensible » pour une large partie de la population. Entre 2007 et 2015, l'indice moyen de *Flesch* varie entre 34,87 et 33,16. La difficulté de compréhension du rapport de gestion pourrait être liée aux contraintes réglementaires (Smith et Taffler 2000). Des études comparatives ont indiqué que le mot du Président est plus lisible que le rapport de gestion, car il est de nature plus stratégique et qualitative ainsi que beaucoup moins réglementée (Schroeder et Gibson 1990 ; Smith et Taffler 2000). De même, la longueur moyenne (médiane) du rapport de gestion est de 9,64 (9,59) ce qui correspond en moyenne (médiane) à 23 904 (13 200) mots. Nos résultats sont conformes à la littérature (Schroeder et Gibson 1990 ; Li 2008). La variable ACT présente une moyenne (médiane) de 46,57 (44,20) indiquant que la structure de propriété en France est concentrée. Ce résultat est conforme à la littérature qui indique que la nature de l'actionnariat en France n'est pas diversifiée (Mard et al. 2014). Les sociétés cotées ont en moyenne (médiane) 31,49 ans (15 ans) ce qui indique qu'elles ont déjà une certaine notoriété sur le marché. La variable CHGT présente une moyenne (médiane) de 0,07 (0,00) indiquant ainsi que la direction a très peu changé au cours de la période étudiée. La variable ANALYST dont la moyenne (médiane) est de 2,61 (2,65) souligne qu'un peu moins de 3 analystes suivent une société cotée de notre échantillon.

Tableau 5

Lisibilité moyenne du rapport de gestion entre 2007 et 2015



Le tableau 5 présente le niveau moyen de la lisibilité du rapport de gestion entre

2007 et 2015. Concernant la longueur du document, elle augmente entre 2007 et 2012. Puis, elle diminue jusqu'en 2013. Elle ré-augmente progressivement entre 2013 et 2014 puis brusquement en 2015 où elle atteint sa longueur la plus grande d'environ 44859. L'évolution de la longueur du rapport de gestion correspond à une baisse de la lisibilité du rapport de gestion entre 2007 et 2015.

Concernant l'indice de *Flesch*, il diminue progressivement entre 2007 et 2015 pour atteindre son niveau le plus bas de 33,16. La difficulté de compréhension du rapport de gestion augmente entre 2007 et 2015. Toutefois, les variations de la lisibilité sont faibles dans le temps. Le score de *Flesch* varie de 34,87 en 2007 à 33,16 en 2015. Un score entre 30 et 50 indique que le document est « difficile » à comprendre.

Nous constatons que les courbes évoluent de manière quasi symétrique dans le temps.

Une description plus exhaustive des statistiques univariées par secteur d'activité est présentée en annexe 3.

3.2 Analyses bivariées

Le test de notre hypothèse repose sur une régression sur données de panel. Il permet d'estimer d'une part la relation entre la performance financière sur la lisibilité du rapport de gestion, et d'autre part l'influence du lectorat sur le comportement du dirigeant en matière de lisibilité. Afin de vérifier l'indépendance des variables exogènes, nous avons analysé la matrice de corrélation de *Pearson* (annexe 1) ainsi que les coefficients VIF (annexe 2). Leur examen indique qu'il n'y a pas de problèmes de multicolinéarité.

Le test d'Hausman nous a permis de déterminer la meilleure méthode d'estimation entre un modèle à effets fixes ou à effets aléatoires. Un test significatif implique l'utilisation du modèle à effets fixes. Concernant le modèle 1 (respectivement modèle 2), la p-value du test est égale à 0,212 (0,996), il convient de choisir une approche avec effets aléatoires.

Tableau 6
Résultats de la régression sur données de panel

Lisibilité	1		2	
Variabiles ind.	Signe prévu	Coeff	Signe prévu	Coeff
ROA	-	-0,005 * (-1,76)	+	0,049 ** (2,08)
ACT	+	0,004 ** (2,36)	-	-0,001 (-0,10)
ANALYST	+	0,002 (0,09)	-	-0,474 *** (-2,91)
AGE	-	0,002 (1,02)	+	-0,006 (-0,62)
DETTE	?	0,267 * (1,84)	-	0,348 (0,37)
MTB	+	-0,080 ** (-2,56)	-	-0,121 (-0,52)
CHGT	?	-0,019 (-0,36)	?	0,410 (1,00)
TAILLE	+	0,123 *** (5,56)	+/-	0,113 (0,78)
R²		0,238		0,021
F		p<0,0001		p<0,001

Significatif au seuil de p<0,01(***), p<0,05(**), p<0,1(*) ; le test statistique est présenté entre parenthèses

Le tableau 6 présente les résultats du modèle 1 et 2. Il met en évidence une relation significative au seuil de 5% (p<0,038) entre la variable ROA et le score de *Flesch* du rapport de gestion et au seuil de 10% (p<0,078) entre la variable ROA et la longueur du rapport de gestion. Les coefficients de régression sont conformes au sens de la relation attendue, c'est-à-dire positive (0,049) entre ROA et FLESH_RG et négative (-0,005) entre ROA et LONG. Ces résultats indiquent que les entreprises moins performantes diffusent un rapport de gestion moins lisible, c'est-à-dire à la fois plus long et plus difficile à comprendre. Les relations sont significatives avec des R2 générés de 23,8% et 2,1%. Le test de Fisher indique que les régressions sont significatives à un seuil de 1 % pour le modèle (1) et (2). L'hypothèse H1 est validée, la performance financière des sociétés cotées en France influence la lisibilité de leur rapport de gestion. Ces résultats s'inscrivent dans la littérature qui montre que la performance financière influence la lisibilité du rapport annuel (Subramanian et al. 1993 ; Courtis 1995 ; Li 2008 ; Dempsey et al. 2012). Ils valident de ce fait l'approche de la théorie de la gestion des impressions selon laquelle les entreprises en France adoptent une stratégie opportuniste en publiant un rapport de gestion moins lisible afin de cacher les mauvaises performances.

Les résultats des régressions valident également nos prévisions concernant l'influence du lectorat sur le comportement du dirigeant en matière de lisibilité. Ils montrent une significativité positive (0,004) entre les variables ACT et LONG au seuil de 5% (p<0,018). Les variables score de *Flesch* (FLESH_RG) et suivi des analystes (ANALYST) ont une relation significative au seuil de 1% (p<0,004) et négative (-0,474). Le sens de ces relations est conforme à nos prédictions. Le dirigeant procède différemment en fonction de son lectorat pour agir sur la lisibilité du rapport de gestion. Lorsque le lecteur est susceptible d'avoir de moins bonnes connaissances en finance tel que les actionnaires, le dirigeant agit sur la longueur du document à travers le nombre de mots. Ce constat peut être expliqué par le fait que plus un rapport est long, plus sa reconstruction syntaxique est complexe (Chomsky 1976) ce qui ralentit le processus de mémorisation et peut conduire au caractère « soporifique » du texte (Labasse 1999). Les analystes financiers ont quant à eux de meilleures connaissances en finance. Le dirigeant doit agir en complément sur la complexité des mots afin de manipuler la compréhensibilité du rapport de gestion. Ces résultats mettent en exergue que le dirigeant prend en compte les caractéristiques de la cible afin de manipuler la lisibilité des informations diffusées. Nous constatons que les résultats ne sont pas différents lorsque nous estimons la performance par la rentabilité économique à savoir résultat d'exploitation divisé par le total des actifs (tableau 7).

Conformément à la littérature, nos résultats montrent une significativité entre la longueur du rapport de gestion et les variables explicatives de la lisibilité. Selon Li (2008), il n'est pas surprenant que la taille de l'entreprise soit la variable explicative la plus importante qui influence la longueur du rapport de gestion. La taille et la longueur du rapport de gestion sont significatives au seuil de 1% ($p < 0,0001$). Les coefficients de régression sont conformes au signe attendu. Nos résultats mettent en évidence que les entreprises de grandes tailles diffusent un rapport de gestion moins lisible (Li 2008 ; Dempsey et al. 2012) car elles reposent sur un modèle plus complexe.

Les opportunités de croissance (MTB) et la longueur du rapport de gestion ont une relation significative au seuil de 5% ($p < 0,011$). Le coefficient de régressions est négatif (-0,080) ce qui indique que les sociétés présentant des opportunités de croissance ont un rapport de gestion plus court. Conformément à Li (2008), le sens de cette relation n'est pas conforme à nos prédictions. Il explique que les sociétés en croissance ont un fonctionnement plus complexe. De fait, elles présentent un vocabulaire plus technique et moins usuel, mais consacrent moins de temps à présenter ses informations.

Enfin, la dette influence significativement la longueur du rapport de gestion (LONG) au seuil de 10% ($p < 0,065$). Nous ne prédisions pas de signe quant à cette relation. Le coefficient de régression indique une relation positive entre ces deux variables (0,267), les entreprises plus endettées publient un rapport de gestion plus long. Sous le prisme de la théorie mobilisée, cette relation peut être justifiée par le fait que les dirigeants dissimulent la dette de l'entreprise dans un discours plus long.

4 Analyses complémentaires de robustesse du lien entre la performance et la lisibilité

L'étude de Li (2008) constitue un point de repère aux recherches portant sur la relation entre la performance et la lisibilité. Afin de vérifier la robustesse et la comparabilité de nos résultats, nous avons d'une part considéré sa mesure de la performance pour expliquer la lisibilité (résultat d'exploitation), et d'autre part actualisé nos résultats avec une méthode statistique similaire à la sienne (régression robuste multivariée avec effets fixes année et effets fixes secteur).

Nous testons les modèles explicatifs de la lisibilité du rapport de gestion suivants :

$$\text{LONG} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RENT_ECO}_{it} + \alpha_2 \text{ACT}_{it} + \alpha_3 \text{ANALYST}_{it} + \alpha_4 \text{DETTE}_{it} + \alpha_5 \text{MTB}_{it} + \alpha_6 \text{CHGT}_{it} + \alpha_7 \text{TAILLE}_{it} + \alpha_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{FLESCH} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{RENT_ECO}_{it} + \alpha_2 \text{ACT}_{it} + \alpha_3 \text{ANALYST}_{it} + \alpha_4 \text{DETTE}_{it} + \alpha_5 \text{MTB}_{it} + \alpha_6 \text{CHGT}_{it} + \alpha_7 \text{TAILLE}_{it} + \alpha_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Concernant le modèle 3 (respectivement modèle 4), la p-value du test est égale à 0,368 (0,994). Les p-value étant supérieurs à 0,05, il convient de choisir une approche avec effets aléatoires.

Tableau 7
Résultats de la régression sur données de panel

Lisibilité	3		4	
Variabiles ind.	Signe prévu	Coeff	Signe prévu	Coeff
RENT_ECO	-	-0,829 ** (-2,48)	+	4,101 * (1,65)
ACT	+	0,004 ** (2,37)	-	-0,001 (-0,08)
ANALYST	+	0,003 (0,14)	-	-0,476 *** (-2,93)
AGE	-	0,002 (0,95)	+	-0,006 (-0,63)
DETTE	?	0,311 ** (2,20)	-	0,117 (0,13)
MTB	+	-0,073 ** (-2,31)	-	-0,149 (-0,63)
CHGT	?	-0,020 (-0,38)	?	0,396 (0,96)
TAILLE	+	0,125 *** (5,66)	+/-	0,135 (0,94)
R²		0,241		0,019
F		p<0,0001		p<0,001

Significatif au seuil de p<0,01(***), p<0,05(**), p<0,1(*) ; le test statistique est présenté entre parenthèses

Les résultats de la régression présentés au tableau 7 confirment ceux de Li (2008). La rentabilité économique influence la lisibilité du rapport de gestion. Cette relation est significative au seuil de 5% (p<0,013) avec la longueur du rapport de gestion et au seuil de 10% (p<0,099) avec le score de *Flesch*. Les coefficients de la relation sont conformes à nos prévisions c'est-à-dire qu'ils indiquent une relation significativement négative entre LONG et RENT_ECO (-0,829) et positive entre FLESCHE et RENT_ECO (4,101). Le pouvoir explicatif de cette relation est relativement du même ordre que celui du modèle (1) et (2). Le R2 est de 2,4% et de 19%, respectivement pour la régression incluant la longueur et le score de *Flesch* du rapport de gestion. Le test de Fisher indique que les régressions sont significatives à un seuil de 1 % pour le modèle (3) et (4).

Afin de vérifier la robustesse de nos résultats sur la relation entre la performance et la lisibilité, nous testons nos modèles selon la méthode de Li (2008). Les résultats la régression robuste multivariée avec effets fixes année et effets fixes secteur sont présentés dans les tableaux 8 et 9 et sont conformes à son étude.

Tableau 8
Résultats de la régression

Variable dépendante indépendante \	Rapport de gestion	
	LONG	FLESCHE
ROA	-0,217 *** (-2,78)	1,48 (0,05)
Variables muettes années	Incluses	Incluses
Variables muettes secteurs	Inclus	Inclus
Variables de contrôle	Incluses	Incluses
N	1344	1344
R²	0,421	0,081
R² adj	0,408	0,060

Significatif au seuil de p<0,01(***), p<0,05(**), p<0,1(*) ; le test statistique est présenté entre parenthèses

Pour la longueur du rapport de gestion, il apparaît une relation significative au seuil de 1% avec la ROA (p<006). Le coefficient de la relation est conforme à notre prédiction c'est-à-dire qu'il y a une relation significativement négative (-0,217) entre ces deux variables. Les R2 ajustés varient de 40,8 % pour LONG à 6 % pour FLESCHE, la longueur du rapport de gestion semble le mieux expliqué par le modèle.

Tableau 9
Résultats de la régression

Variable dépendante indépendante \	Rapport de gestion	
	LONG	FLESCHE
RENT_ECO	-2,004 *** (-2,84)	3,731 (0,96)
Années	Incluses	Incluses
Secteurs	Inclus	Inclus
Variables de contrôle	Incluses	Incluses
N	1350	1350
R²	0,421	0,079
R² adj	0,408	0,059

Significatif au seuil de p<0,01(***), p<0,05(**), p<0,1(*) ; le test statistique est présenté entre parenthèses

Conformément à l'étude de Li (2008), nous trouvons une influence significative et négative (-2,004) de la rentabilité économique sur la lisibilité du rapport de gestion (LONG). Cette relation est significative au seuil de 1% (p<005). Les R2 ajustés ne sont pas différents lorsque nous estimons la performance par la rentabilité économique. Ils varient de 40,8 % pour LONG à 6 % pour FLESCHE, la longueur du rapport de gestion est également le mieux expliquée par le modèle.

Nos résultats sont tributaires du proxy de la performance financière. L'étude du lien entre la performance et la lisibilité à travers différentes mesures et méthodes nous permet de vérifier la comparabilité de notre étude et la robustesse de nos conclusions.

5 Conclusion

Cette étude s'intéresse à l'influence de la performance financière des sociétés cotées en France sur la lisibilité du rapport de gestion. Selon la théorie de la gestion des impressions, la relation entre la performance et la lisibilité permet d'appréhender l'opportunisme du dirigeant. Nos résultats montrent que les entreprises moins performantes diffusent un rapport de gestion moins lisible. Ils indiquent que le dirigeant cherche à cacher les mauvaises performances de l'entreprise à travers un rapport de gestion moins lisible, et ce dans le but de servir leur propre intérêt. Notre étude met en exergue que l'opportunisme du dirigeant est également vérifié en France où les sociétés cotées sont soumises à un cadre réglementaire différent dans l'application de la lisibilité des sociétés américaines qui est le principal échantillon de notre littérature.

Notre étude contribue à enrichir la littérature relative au lien entre la performance financière et la lisibilité dont les résultats des études antérieures ne sont pas unanimes. Afin de vérifier la robustesse de notre hypothèse de recherche, nous avons testé cette relation à travers différents proxys et méthodes identifiés dans la littérature. De plus, notre analyse a porté sur 1344 rapports de gestion entre 2007 et 2015 afin de prévenir les principales limites des études antérieures construites sur de petits échantillons (Li 2008). L'influence de la performance sur la lisibilité du rapport de gestion a été validée pour chaque modèle.

L'intérêt de notre étude a également porté sur l'étude du lectorat pour expliquer la lisibilité du rapport de gestion dans le cadre de la gestion des impressions ce qui à notre connaissance n'a jamais été fait. La théorie explique que dans une situation de communication le comportement des dirigeants se construit dans le but de tromper autrui. L'étude du lectorat tient une place centrale pour le dirigeant afin d'agir sur la lisibilité du rapport de gestion. Nos résultats confirment l'idée que le dirigeant agit délibérément sur la lisibilité. L'étude du lectorat permet de justifier les différents proxys de la lisibilité.

Néanmoins, notre recherche comporte certaines limites. La théorie de la gestion des impressions suppose que plusieurs stratégies peuvent être mises en place par le dirigeant afin de déformer la perception des informations diffusées. En nous concentrant sur la lisibilité narrative, nous avons limité l'analyse de l'opportunisme du dirigeant en matière de lisibilité. Il serait intéressant de mobiliser la littérature sur lisibilité graphique afin d'étudier le comportement du dirigeant lorsqu'il diffuse les informations à travers des tableaux dans les rapports annuels (Miller 2010).

Il serait également intéressant d'étudier les caractéristiques du dirigeant. Nous constatons que notre seule variable qui caractérise le dirigeant, à savoir le changement du dirigeant, n'est pas significative. Les recherches antérieures indiquent que la lisibilité n'est peut-être pas liée à un comportement opportuniste, mais à mauvaise écriture (Merkl-Davies et Brennan 2007). Il conviendrait de collecter différemment cette variable. Selon Godard et Schatt (2005), le dirigeant est plus opportuniste lorsqu'il occupe à la fois la fonction de directeur général et de Président. De plus, la littérature suppose une relation positive entre la performance et la lisibilité du rapport annuel plus significative si le dirigeant détient un nombre important de stock options (Li 2008).

Les résultats de notre étude montrent que les rapports annuels sont difficilement compréhensibles pour le marché. Ils font écho aux problématiques actuelles concernant la culture financière des Français. Il serait intéressant de développer la pédagogie financière au sein des écoles, mais également au sein des institutions financières. L'AMF pourrait rédiger un guide exhaustif sur les bases du *Plain Language* (utilisation de mots courts, de phrases courtes, de la voix active...) afin d'aider les sociétés cotées lors de la rédaction de leur rapport annuel. De plus, l'AMF pourrait requérir des entreprises à présenter un score minimum de lisibilité avant de publier leur rapport annuel. Cette initiative a été prise aux États-Unis pour certains documents d'assurance. Ces recommandations seraient susceptibles de contrôler la latitude d'action des dirigeants, voire son opportunisme.

Bibliographie

- Bozeman, D. P., Kacmar, K. M. (1997). A cybernetic model of impression management processes in organizations. *Organizational behavior and human decision processes* 69 (1): 9.
- Brennan, N. M., Merkl-Davies, D. M. (2013). Accounting narratives and impression management. In *The routledge companion to communication in accounting* (Eds, Jack, L., Davison, J., Craig, R.). Routledge Companion, 109-132.
- Chomsky, N. (1976). *Reflections on language*. Temple Smith London.
- Clatworthy, M., Jones, M. J. (2001). The effect of thematic structure on the variability of annual report readability. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 14 (3): 311-326.
- Clatworthy, M. A., Jones, M. J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 19 (4): 493-511.
- Cormier, D., Magnan, M., Zéghal, D. (2001). La pertinence et l'utilité prédictive de mesures de performance financière: Une comparaison france, états-unis et suisse. *Comptabilité Contrôle Audit* (1): 77-105.
- Courtis, J. K. (1986). An investigation into annual report readability and corporate risk-return relationships. *Accounting and Business Research* 16 (64): 285-294.
- Courtis, J. K. (1995). Readability of annual reports: Western versus asian evidence. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 8 (2): 4-17.
- Courtis, J. K. (1998). Annual report readability variability: Tests of the obfuscation hypothesis. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 11 (4): 459-472.
- Dempsey, S. J., Harrison, D. M., Luchtenberg, K. F., Seiler, M. J. (2012). Financial opacity and firm performance: The readability of reit annual reports. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 45 (2): 450-470.
- Evrard, Y., Pras, B., Roux, E. (2009). *Market, fondements et méthodes des recherches en marketing. 4è édition*.
- Gardner, W. L. (1992). Lessons in organizational dramaturgy: The art of impression management. *Organizational Dynamics* 21 (1): 34.
- Godard, L., Schatt, A. (2005). Faut-il limiter le cumul des fonctions dans les conseils d'administration? *La Revue des sciences de gestion* (3): 61-72.
- Godfrey, J., Mather, P., Ramsay, A. (2003). Earnings and impression management in financial reports: The case of ceo changes. *Abacus* 39 (1): 96.
- Goffman, E. (1959). *The presentation of self in everyday life*. New York.
- Goffman, E. (1973). *La mise en scène de la vie quotidienne. La présentation de soi*. Paris: Les éditions de Minuit.
- Goffman, E. (1987). *Façons de parler*. Paris: Les éditions de Minuit.
- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management—new perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of business ethics* 27 (1-2): 55-68.
- Jones, M. (1996). Accounting narratives: An emerging trend. *Management Accounting* 74: 41-41.
- Jones, M. J. (1988). A longitudinal study of the readability of the chairman's narratives in the corporate reports of a uk company. *Accounting and Business Research* 18 (72): 297-305.
- Jones, M. J., Shoemaker, P. A. (1994). Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability. *Journal of Accounting Literature* 13: 142.
- Labasse, B. (1999). La lisibilité rédactionnelle: Fondements et perspectives. *Communication et langages* 121 (1): 86-103.
- Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of Accounting and Economics* (56): 130-147.
- Leary, M. R., Kowalski, R. M. (1990). Impression management: A literature review and two-component model. *Psychological bulletin* 107 (1): 34.
- Lehavy, R., Li, F., Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review* 86 (3): 1087-1115.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2): 221-247.
- Loughran, T., McDonald, B. (2011) Working Paper, University of Notre Dame.
- Loughran, T., McDonald, B. (2014a). Measuring readability in financial disclosures. *The Journal of Finance*: 1643-1671.

- Loughran, T., McDonald, B. (2014b). Regulation and financial disclosure: The impact of plain english. *Journal of Regulatory Economics* 45 (1): 94-113.
- Mard, Y., Marsat, S. (2008). Les stratégies comptables précédant un changement de dirigeant en france. *Revue Finance Contrôle Stratégie* 11 (4): 111-136.
- Mard, Y., Marsat, S. (2009). La gestion du résultat comptable autour d'un changement de dirigeant en france. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 15 (3): 141-169.
- Mard, Y., Marsat, S. (2012). Gestion des résultats comptables et structure de l'actionnariat: Le cas français. *Comptabilité-Contrôle-Audit* 18 (3): 11-42.
- Mard, Y., Marsat, S., Roux, F. (2014). Structure de l'actionnariat et performance financière de l'entreprise: Le cas français. *Finance Contrôle Stratégie* (17-4).
- Ménoni, V., Lucas, N., Leforestier, J. F., Dimet, J., Doz, F., Chatellier, G., Tréluyer, J.-M., Chappuy, H. (2010). The readability of information and consent forms in clinical research in france. *PLoS ONE* 5 (5): 1-5.
- Merkel-Davies, D. M. (2007). *The obfuscation hypothesis re-examined: Analysing impression management in narrative annual report documents*. Unpublished doctoral dissertation: Bangor University.
- Merkel-Davies, D. M., Brennan, N. M. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management? *Journal of accounting literature* 27: 116-196.
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review* 85 (6): 2107-2143.
- Neu, D., Warsame, H., Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: Environmental disclosures in annual reports. *Accounting, Organizations and Society* 23 (3): 269.
- Pashalian, S., Crissy, W. J. (1950). How readable are corporate annual reports? *Journal of Applied Psychology* 34 (4): 244.
- Pashalian, S., Crissy, W. J. E. (1952). Corporate annual reports are difficult, dull reading, human interest value low, survey shows. *Journal of Accountancy* 94 (2): 215.
- Rosenfeld, P., Giacalone, R. A., Riordan, C. A. (1995). Impression management in organizations: Theory, measurement, practice. In *A cybernetic model of impression management processes in organizations*, Vol. 69 (Eds, Bozeman, D., Kacmar, M.). Organizational behavior and human decision processes.
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of management and governance* 7 (2): 187-210.
- Schlenker, B. R. (1980). *Impression management: The self-concept, social identity, and interpersonal relations*. Monterey, CA: Brooks/Cole Publishing Company
- Schneider, D. J. (1981). Tactical self-presentations: Toward a broader conception. In *Impression management theory and social psychological research* (Ed, Tedeschi, J.). Academic Press, 25.
- Schroeder, N., Gibson, C. (1990). Readability of management's discussion and analysis. *Accounting Horizons* 4 (4): 78-87.
- Smith, J. E., Smith, N. P. (1971). Readability: A measure of the performance of the communication function of financial reporting. *The Accounting Review* 46 (3): 552-561.
- Smith, M., Taffler, R. (1992). Readability and understandability: Different measures of the textual complexity of accounting narrative. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 5 (4): 84-98.
- Smith, M., Taffler, R. J. (2000). The chairman's statement-a content analysis of discretionary narrative disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 13 (5): 624-647.
- Soper, F. J., Dolphin, R. (1964). Readability and corporate annual reports. *The Accounting Review* 39 (2): 358-362.
- Stanton, P., Stanton, J. (2002). Corporate annual reports: Research perspectives used. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (4): 478-500.
- Subramanian, R., Insley, R. G., Blackwell, R. D. (1993). Performance and readability: A comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. *Journal of Business Communication* 30 (1): 49-61.
- Tedeschi, J., Riess, M. (1981). Identities, the phenomenal self, and laboratory research. In *Impression management theory and social psychological research* (Ed, Tedeschi, J.). Academic Press, 3.

Annexe 1

Matrice de corrélation *Pearson*

	LONG	FLESCH	ROA	RENT_ECO	FLOTTANT	AGE	DETTE	MTB	CHGT	TAILLE	ANALYST
LONG	1,000										
FLESCH	-0,271***	1,000									
ROA	-0,136***	0,076***	1,000								
RENT_ECO	-0,165***	0,076***	0,829***	1,000							
FLOTTANT	0,240***	-0,045*	-0,026	-0,019	1,000						
AGE	0,256***	-0,098***	-0,025	-0,082***	0,259***	1,000					
DETTE	0,082***	0,005	<-0,001	0,213***	0,052*	0,016	1,000				
MTB	-0,122***	0,010	0,275***	0,382***	0,051*	-0,090***	0,149***	1,000			
CHGT	0,047*	-0,002	-0,042	-0,026	0,013	0,042	0,026	0,007	1,000		
TAILLE	0,541***	-0,136***	0,106***	0,074***	0,406***	0,357***	0,079***	0,209***	0,088***	1,000	
ANALYST	0,318***	-0,133***	0,069**	0,073***	0,347***	0,177***	0,070***	0,109***	0,031	0,578***	1,000

Significatif au seuil de $p < 0,01$ (***), $p < 0,05$ (**), $p < 0,1$ (*)

Les coefficients présentés sont les coefficients de corrélation de Pearson. Les coefficients n'étant pas supérieurs à 0,7 indiquent qu'il n'existe pas de problèmes de multicolinéarité entre les variables des différents modèles explicatifs de l'étude.

Annexe 1

Coefficients VIF pour les variables explicatives

Variable indépendante	VIF	Tolérance
ROA	1,17	0,85
INVEST	1,41	0,71
AGE	1,41	0,71
DETTE	1,51	0,66
MTB	1,34	0,74
CHGT	1,04	0,96
TAILLE	2,28	0,44
ANALYST	1,66	0,60

Afin de compléter l'analyse de corrélations entre les variables explicatives, nous avons calculés les VIF (Variance Inflation Factor). Les résultats confirment l'absence de problèmes de multicolinéarité entre les variables explicatives (les indicateurs VIF sont inférieurs à 4 et ceux de la tolérance sont supérieurs à 0,2 (Evrard et al. 2009)).

Annexe 2

Statistiques descriptives univariées par secteur selon la Nomenclature d'Activités Française (NAF)

Secteur_label	Variables	N	Moyenne	Écart-type	Médiane	Min	P75
Activités de services administratifs	LONG	16	9,39	0,54	9,42	8,7	9,88
	FLESCH	16	31,71	3,18	31,55	25,57	34,83
	ROA	16	5,07	1,93	5,18	1,98	5,76
	RENT_ECO	16	0,09	0,02	0,09	0,04	0,1
	ACT	16	40,74	9,34	38,72	29,07	48,65
	AGE	16	24	2,42	24	20	26
	DETTE	16	0,56	0,07	0,56	0,46	0,63
	MTB	16	1,03	0,18	1,01	0,75	1,16
	CHGT	16	0	0	0	0	0
	TAILLE	16	5,21	0,49	5,22	4,24	5,53
ANALYST	16	2,06	0,27	2	1,41	2,24	
Activités	LONG	219	9,94	1,02	9,89	7,06	10,7

financières et d'assurance	FLESch	219	33,87	4,84	33,37	21,99	36,58
	ROA	216	3,37	3,47	3,61	-18,56	5,35
	RENT_ECO	219	0,06	0,04	0,06	-0,19	0,09
	ACT	219	49,33	24,3	48,73	3,72	72,99
	AGE	219	43,38	45,62	17	1	52
	DETTE	219	0,64	0,15	0,64	0,21	0,74
	MTB	218	1,1	0,29	1,04	0,4	1,24
	CHGT	219	0,06	0,24	0	0	0
	TAILLE	218	7,19	2,25	7,27	2,25	9,11
	ANALYST	219	2,9	1,88	3	0	4,47
Activités immobilières	LONG	44	10,25	0,84	10,53	8,43	10,93
	FLESch	44	30,37	5,02	29,11	22,83	31,51
	ROA	44	3,84	5,67	3,19	-7,1	6,81
	RENT_ECO	43	0,04	0,04	0,04	-0,06	0,06
	ACT	44	36,79	10,05	36,68	12,2	43,97
	AGE	44	65,55	53,06	47,5	2	101,5
	DETTE	43	0,47	0,19	0,53	0,04	0,6
	MTB	43	1,03	0,28	0,91	0,53	1,24
	CHGT	44	0,18	0,39	0	0	0
	TAILLE	44	7,75	0,98	8,07	3,95	8,46
ANALYST	44	2,55	1,32	2,91	0	3,53	
Activités spécialisées, scientifiques et techniques	LONG	455	9,73	1	9,74	7,33	10,46
	FLESch	455	33	4,72	33,06	16,06	36,01
	ROA	453	2,42	6,94	3,28	-36,3	5,35
	RENT_ECO	454	0,06	0,06	0,06	-0,3	0,09
	ACT	455	55,24	24,27	50,1	6	74,63
	AGE	455	35,51	34,37	19	1	49
	DETTE	454	0,61	0,17	0,63	0,04	0,73
	MTB	453	1,27	0,59	1,11	0,4	1,4
	CHGT	455	0,07	0,26	0	0	0
	TAILLE	454	7,44	2,11	7,62	2,65	9,06
ANALYST	455	3,36	1,6	3,61	0	4,58	
Arts, spectacles et activités récréatives	LONG	9	9,52	0,28	9,65	8,86	9,67
	FLESch	9	40,16	3,3	41,82	34,89	42,66
	ROA	9	-2,4	1,36	-2,12	-4,33	-1,48
	RENT_ECO	9	0	0,02	0	-0,04	0,01
	ACT	9	39,59	17,51	47,5	8,9	50,2
	AGE	9	22	2,74	22	18	24
	DETTE	9	0,92	0,12	0,91	0,69	1
	MTB	9	2,37	3,96	1,09	0,97	1,12
CHGT	9	0,22	0,44	0	0	0	

	TAILLE	9	6,02	1,76	5,33	4,9	5,62
	ANALYST	9	0	0	0	0	0
Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles	LONG	59	9,64	0,94	9,59	7,92	10,28
	FLESCH	59	35,63	5,87	36,47	16,06	38,8
	ROA	59	4,34	5,83	3,65	-12,79	8,88
	RENT_ECO	58	0,08	0,07	0,07	-0,1	0,15
	ACT	59	32,84	15,11	32,72	6,9	45,14
	AGE	59	17,19	9,85	14	7	17
	DETTE	58	0,6	0,19	0,63	0,27	0,75
	MTB	58	1,35	0,55	1,27	0,75	1,49
	CHGT	59	0	0	0	0	0
	TAILLE	59	5,38	2,03	4,89	1,79	7,61
	ANALYST	59	1,93	1,19	2,24	0	2,83
	Construction	LONG	24	9,18	0,24	9,16	8,71
FLESCH		24	33,45	2,77	33,79	27,14	35,06
ROA		24	4,02	3,4	4,13	-5,86	6,05
RENT_ECO		24	0,06	0,03	0,06	0	0,08
ACT		24	30,58	11,85	32	12,75	43,14
AGE		24	8,5	3,72	8,5	1	11,5
DETTE		24	0,65	0,05	0,64	0,57	0,69
MTB		24	1,06	0,25	1,04	0,79	1,17
CHGT		24	0,08	0,28	0	0	0
TAILLE		24	4,35	0,88	4,48	2,67	5,13
ANALYST		24	1,61	0,69	1,41	0	2,24
Hébergement et restauration		LONG	17	9,44	0,93	9,35	8,06
	FLESCH	17	37,1	8,66	40,08	24,8	45,4
	ROA	17	6,21	3,07	4,55	3,46	8,66
	RENT_ECO	17	0,11	0,05	0,08	0,06	0,15
	ACT	17	44,33	15,6	57	26,4	58,45
	AGE	17	20,71	8,36	24	9	28
	DETTE	17	0,67	0,11	0,74	0,52	0,77
	MTB	16	1,36	0,39	1,48	0,84	1,56
	CHGT	17	0,06	0,24	0	0	0
	TAILLE	16	6,54	2,7	7,03	3,1	9,06
	ANALYST	17	3,01	1,65	3,46	1	4,8
	Industrie manufacturière	LONG	182	9,29	0,75	9,27	7,87
FLESCH		182	34,63	4,9	34,32	20,7	37,92
ROA		182	4,29	7,3	4,83	-36,3	8,85
RENT_ECO		181	0,07	0,09	0,07	-0,3	0,12
ACT		182	43,04	20,52	37,1	9,37	58
AGE		182	25,14	23,17	17	1	26

	DETTE	181	0,5	0,14	0,5	0,1	0,58	
	MTB	181	1,35	0,71	1,17	0,53	1,57	
	CHGT	182	0,09	0,28	0	0	0	
	TAILLE	181	5,31	1,8	5,43	1,24	6,38	
	ANALYST	182	1,94	1,14	1,73	0	2,83	
Industries extractives	LONG	9	8,51	0,09	8,56	8,37	8,58	
	FLESCH	9	32,02	3,2	31,82	27,28	34,84	
	ROA	9	4,55	2,14	5,28	1	5,96	
	RENT_ECO	9	0,09	0,01	0,09	0,06	0,1	
	ACT	9	36,12	4,45	35,89	30,65	40,59	
	AGE	9	129	2,74	129	125	131	
	DETTE	9	0,56	0,04	0,54	0,5	0,57	
	MTB	9	1,33	0,14	1,35	1,09	1,4	
	CHGT	9	0,11	0,33	0	0	0	
	TAILLE	9	8,18	0,3	8,2	7,62	8,44	
	ANALYST	9	3,56	0,17	3,61	3,32	3,74	
	Information et communication	LONG	182	9,36	0,99	9,16	7,2	10,15
		FLESCH	182	35,49	5,61	34,9	21,2	38,12
ROA		180	5,06	5,72	5,35	-24,34	8,44	
RENT_ECO		181	0,09	0,06	0,09	-0,15	0,12	
ACT		182	45,44	17,82	44,77	11,1	53,41	
AGE		182	12,97	4,76	12	2	15	
DETTE		181	0,53	0,13	0,53	0,19	0,64	
MTB		180	1,28	0,59	1,16	0,61	1,45	
CHGT		182	0,05	0,22	0	0	0	
TAILLE		180	5,48	2,29	5,01	1,24	7,27	
ANALYST		182	2,11	1,63	1,73	0	3,74	
production et distribution d'eau assainissement gestion des déchets et dépollution	LONG	16	9,43	0,48	9,5	8,46	9,8	
	FLESCH	16	34,37	5,36	35,95	27,02	38,16	
	ROA	16	-0,76	9,75	0,95	-18,28	2,59	
	RENT_ECO	16	0,03	0,09	0,05	-0,14	0,06	
	ACT	16	43,32	25,23	45,13	14,76	67,7	
	AGE	16	67	63,56	67	2	128,5	
	DETTE	16	0,72	0,11	0,77	0,54	0,79	
	MTB	16	1,13	0,22	1,1	0,86	1,21	
	CHGT	16	0	0	0	0	0	
	TAILLE	16	4,39	0,6	4,26	3,72	4,49	
	ANALYST	16	1,11	0,74	1,21	0	1,73	
Production et distribution d'électricité, de	LONG	9	11,14	0,57	10,81	10,74	11,26	
	FLESCH	9	34,26	1,85	33,97	31,78	35,24	
	ROA	9	1,45	0,79	1,4	0,42	1,77	

gaz, de vapeur et d'air conditionné	RENT_ECO	9	0,04	0,01	0,04	0,02	0,04
	ACT	9	13,39	0,25	13,3	13,08	13,62
	AGE	9	6	2,74	6	2	8
	DETTE	9	0,86	0,01	0,85	0,85	0,86
	MTB	9	1,13	0,22	1,03	0,95	1,18
	CHGT	9	0,22	0,44	0	0	0
	TAILLE	9	10,84	0,57	10,77	10,16	11,23
	ANALYST	9	4,94	0,18	4,9	4,69	5
Transports et entreposage	LONG	18	9,35	1,21	9,31	7,6	10,63
	FLESCH	18	34,58	8,46	36,26	18,54	43,32
	ROA	17	6,67	3,26	4,82	3,18	9,4
	RENT_ECO	18	0,13	0,06	0,11	0,06	0,18
	ACT	18	31,94	3,91	32,05	26,7	33,9
	AGE	18	6	2,85	6	1	8
	DETTE	18	0,56	0,07	0,59	0,39	0,6
	MTB	17	1,74	0,44	1,61	1,19	2,01
	CHGT	18	0,06	0,24	0	0	0
	TAILLE	17	6,81	1,9	5,3	4,76	8,66
	ANALYST	18	2,87	1,81	2,83	1	4,58