



DOCUMENTS D'ECONOMIE ET DE GESTION

**La difficulté de lecture des
annonces de résultats sur le
marché français :
essai d'analyse textuelle**

Finet A.



**WORKING PAPER : 2007/2
CENTRE DE RECHERCHE WAROCQUE**



La difficulté de lecture des annonces de résultats sur le marché français : essai d'analyse textuelle

Document d'Economie et de Gestion

**Faculté Warocqué
Université de Mons-Hainaut**

Alain Finet
Chargé de cours
Service Economie et Gestion de l'Entreprise
Faculté Warocqué
Université de Mons-Hainaut
<http://www.umh.ac.be>
17, Place Warocqué
7000, Mons, Belgique
32478231251
alainfinet@hotmail.com

Résumé

L'idée de cette intervention est de se focaliser sur le *marketing* de l'annonce des performances des entreprises cotées et en particulier le contenu textuel ; sur base et à la suite des travaux de Hammami (2003), nous essayons d'analyser dans quelle mesure la présentation et le contenu informationnel des annonces de résultats d'entreprises cotées sont facilement accessibles. L'idée de ce type d'analyse est de se dire que l'entreprise qui tend à décevoir les investisseurs va formuler ses annonces de manière moins claire que celles qui présentent des niveaux élevés de performance.

Au cours de cette étude, nous nous concentrerons sur les entreprises du CAC 40 en France dans la mesure où ce sont les entreprises qui sont, en France, les plus médiatisées et pour lesquelles le suivi informatif est le plus fort et susceptible d'être analysé. L'annonce prise en considération sera l'annonce des résultats semestriels (premier semestre 2006) des entreprises du CAC 40.

Dans ce type d'étude, l'attention se porte généralement sur les rapports annuels dans la mesure où ils sont censés constituer une base importante pour le jugement des actionnaires. Notre idée est que les investisseurs réagissent non pas uniquement suite à la lecture des rapports annuels ou périodiques mais également en fonction des annonces succinctes et condensées divulguées sur les sites boursiers, et notamment le site Boursorama (www.boursorama.com) (en fonction de l'échantillon pris en considération). L'idée est que les investisseurs n'attendent pas nécessairement la publication des rapports annuels ou périodiques pour effectuer leurs achats ou ventes. Dans cette optique, on peut penser que la notion de réactivité, de « *chasse aux bonnes affaires* » prend toute sa signification et, dans ce sens, l'analyse des informations divulguées par Boursorama nous semble pertinente.

Afin de réaliser cette étude, nous nous référons à l'indice de LIX qui met en évidence le caractère éventuellement difficile de la lecture d'une information. Par la suite, nous mettons en évidence des corrélations entre les niveaux de performance des entreprises retenues et ces indicateurs de lisibilité de la performance d'une entreprise, l'idée étant que la forme de l'annonce peut en fait constituer une *proxy* de la qualité de la gestion de l'entreprise. Cette dernière remarque est toutefois à relativiser en fonction des entreprises constituant notre analyse.

1. Introduction

L'analyse du contenu informationnel est un champ de recherche investigué généralement par les linguistes (Spyridakis, 2003) et délaissé par les chercheurs en gestion. Ce thème a connu son heure de gloire à la fin des années 60 et durant les années 70. Pourtant, ce manque d'intérêt nous semble dommageable pour la compréhension des phénomènes d'annonces faites par les entreprises. De manière générale, les études menées sur cette problématique s'inspirent largement de travaux réalisés en marketing. De plus, elles n'ont concerné que les pays anglo-saxons et sont restées essentiellement focalisées sur des documents provenant en ligne directe des rapports annuels (notes aux états financiers, rapports d'audit, lettre du Président,...). L'extension de cette approche de recherche aux pays francophones semble toutefois problématique, même si des efforts ont été entrepris au sein des pays latins au sens large. Dans cette optique, l'idée de notre analyse est de considérer un type d'annonce (en l'occurrence les annonces liées à la publication des résultats semestriels) pour une population d'entreprises (les 40 entreprises du CAC 40). Nous avons utilisé des informations « brutes », au sens où elles n'ont pas été retravaillées par des journalistes ou des analystes financiers. Dans cette logique, nous avons considéré les données et informations divulguées par le site de Boursorama.

2. Etat de l'art

Les études sur cette problématique sont relativement anciennes et ne concernent essentiellement que les entreprises américaines et peu les entreprises européennes. Citons toutefois une étude menée sur le marché italien, au sein de laquelle les chercheurs se sont focalisés sur la lettre du Président au sein des rapports annuels (Hammami, 2003). De manière générale, les études réalisées montrent l'importance des données issues des rapports annuels pour comprendre le comportement des investisseurs boursiers. Cette importance peut être appréhendée à deux niveaux. Tout d'abord, de manière objective, les récapitulatifs de performance ainsi que les perspectives pour les prochains exercices peuvent conditionner le comportement des investisseurs ; il s'agit, à ce niveau, de raisons plus ou moins objectives liées à la *substance* de l'information divulguée. L'hypothèse, à ce niveau, est que les investisseurs réagissent très rapidement en fonction de l'évolution de certains indicateurs de performance synthétique : les investisseurs considèrent l'évolution du ROE et de l'EPS en fonction des objectifs que s'était assignée l'entreprise en début d'exercice (Beaver, 1968, Brennan, 1991, Dechow, 1994, Dreman, Berry, 1995). Ensuite, la manière avec laquelle ces informations *objectives* sont présentées peut également avoir une incidence sur la réaction des investisseurs. A ce niveau, il s'agit de raisons *subjectives* liées à la présentation de l'information (caractère plus ou moins

emphatique de l'annonce, éventuelle utilisation de graphique en plusieurs dimensions et/ou plusieurs couleurs,...). Dans cette optique, on peut penser que les rapports annuels et intermédiaires contiennent non seulement des données quantitatives mais aussi qualitatives importantes pour les choix des investisseurs. Ces rapports, le plus souvent gratuits, incluent des informations qui peuvent expliquer l'évolution des différents indicateurs de performance. De plus, les rapports donnent également des précisions sur les perspectives de l'entreprise, notamment en terme de stratégie, de tendance sectorielle. De manière générale, les rapports annuels et intermédiaires constituent donc un moyen objectif – les données quantitatives - et subjectif – la présentation et l'agencement de ces données objectives - pour délivrer un message aux différentes parties prenantes de l'entreprise, même si on peut penser que les rapports annuels vont avoir un contenu informationnel plus lourd que les rapports intermédiaires qui auront une vocation plus statique de présentation que les rapports annuels qui présenteront les perspectives stratégiques pour des horizons temporels plus longs, reflets de la performance actuelle de l'entreprise (Herreman, Ryans, 1995). De manière générale, les études s'intéressent essentiellement aux données objectives, c'est-à-dire la manière avec laquelle les investisseurs boursiers réagissent à une information brute et objective. Les études relatives à l'analyse de la présentation des informations sont moins nombreuses, parce qu'elles font appel à des données moins facilement quantifiables que les variables objectives. Toutefois, plusieurs champs de recherche directement inspirés de la psychologie et de la linguistique commencent à s'intéresser à la manière avec laquelle les informations commerciales et économiques générales sont présentées par les entreprises. Elles mettent globalement en évidence l'importance de la forme de l'annonce et du corpus de présentation (par exemple, Rutherford, 2005). De manière plus particulière, certaines études se sont également focalisées sur les rapports annuels et leur contenu informatif selon une vision linguistique (Daphne, 2000).

Dans cet ordre d'idée, deux théories peuvent apparaître concurrentes : la théorie basée sur les schémas et la théorie basée sur le texte (Smeltzer, 2007). En effet, plusieurs études montrent que les graphiques et le nombre de dimensions utilisées peuvent avoir des implications sur le comportement des investisseurs et des gestionnaires. L'idée des graphiques est de rapidement synthétiser des tendances et des données difficilement interprétables dans leur version texte (Steinbart, 2002, Courtis, 1997) selon une représentation graphique plus ou moins complète une information qui peut posséder un caractère multidimensionnel (Ghoniem, Fekete, Castagliola, 2004, Smith Taffler, White, 2000). Les graphiques permettent également d'attirer facilement l'attention du lecteur (Fulkerson, 2001), même si les conclusions obtenues par ce type de schématisation peuvent être biaisées par certains choix de représentation (Amer, 2005).

D'autres champs de recherche se sont intéressés à l'éventuelle difficulté de lecture des rapports utilisant deux langues. Par exemple, Courtis, Hassen (2002) montrent que les versions anglaises des rapports annuels sont généralement plus difficiles à lire que les versions écrites dans la langue locale. Ils indiquent aussi que ces différences de compréhension peuvent avoir des répercussions en terme de lisibilité et de prise de décision. Dans le même ordre d'idée, Wadropé (2004) montre que les entreprises latino-américaines utilisent la plupart des standards de présentation des entreprises américaines, et ce dans un souci d'uniformisation des informations présentées.

3. Positionnement de l'étude et présentation des hypothèses de travail

En fonction de la base de données utilisées et de ses limites, nous avons opté pour une approche uniquement centrée sur le texte des annonces et pas une analyse des configurations graphiques utilisées. Dans cette optique, nous développons plusieurs hypothèses de travail directement reliées à l'annonce textuelle des annonces.

Premièrement, en fonction de l'événement considéré et de son importance, nous posons que sa lecture est, en moyenne, difficile.

H1 : l'événement retenu a un contenu informationnel difficilement lisible ;

Deuxièmement, nous analysons la liaison entre le nombre d'annonces et taille de l'entreprise. On peut penser que plus la taille de l'entreprise est importante, plus les enjeux financiers sont également importants et donc, les entreprises auraient tendance à multiplier les annonces. De plus, étant plus connue que les petites entreprises, elle sera, de manière naturelle, plus médiatisée.

H2 : il existe une corrélation positive entre le nombre d'annonces et la taille de l'entreprise ;

Troisièmement, nous nous intéressons à la liaison entre la rentabilité le jour de l'annonce et le nombre d'annonces effectuées par les entreprises. On peut penser qu'à une information jugée négativement par les marchés boursiers vont correspondre des efforts de la part des entreprises pour les rassurer et donc une multiplication des annonces.

H3 : il existe une corrélation négative entre les nombre d'annonces et la rentabilité boursière observée le jour de l'annonce

Quatrièmement, nous analysons l'éventuelle liaison entre les volumes échangés et le nombre d'annonces. L'idée serait que plus il y a d'annonces, plus les investisseurs boursiers réagiraient. Cette réaction, même si elle n'a pas d'impact sur la valorisation boursière de l'entreprise, devrait en avoir une sur le nombre d'actions échangées. Cette affirmation est étayée par le fait que des études indiquent que les volumes ont tendance à fortement augmenter au moment de l'annonce des résultats (Frazzini, Lamont, 1996).

H4 : il existe une liaison positive entre le nombre d'annonces et les volumes échangés

1. Echantillonnage, méthodologie, données descriptives et résultats

1.1. Echantillonnage

Nous avons pris en considération toutes les annonces relatives aux entreprises reprises au sein du CAC 40¹ et concernant la publication des comptes du 1^{er} semestre 2006 (en évitant ainsi le caractère relativement sommaire des annonces trimestrielles qui ne concernent le plus souvent que des évolutions de chiffre d'affaires). La base de données retenue a été Boursorama (www.boursorama.com) ; à noter que ce site (dont l'utilisation est jusqu'à présent gratuite via un enregistrement initial) reprend des informations provenant de plusieurs sources, celles-ci ayant des contenus informatifs plus ou moins importants. Il s'agit de AOF, AFP, PRNewswire, Reuters et Cercle Finance (CF). Notre choix s'est porté sur le site de Boursorama dans la mesure où celui-ci semble être le plus complet et le plus objectif en terme de divulgation d'informations sur les entreprises, du moins en fonction de la nationalité des entreprises de notre population. A noter que ce site donne également des informations macro-économiques et de politique générale. Certains liens permettent aussi d'accéder à des présentations succinctes d'évolution de performance brute (chiffre d'affaires, résultat d'exploitation, courant, exceptionnel et net) et de ratios (BPA, ...), mais avec un temps de retard. Les informations fournies par Boursorama sont généralement axées sur l'éventuelle réalisation du consensus de Reuters, les données présentées (tant par Boursorama que par Reuters) sont relativement *simplifiées*, le consensus s'effectue à partir d'indicateurs qui peuvent varier, sans nécessairement expliquer les raisons qui motivent le choix de l'un ou l'autre indicateur (dans certains cas, le consensus se base sur l'évolution du chiffre d'affaires, sur celle du résultat courant ou encore sur celle du résultat net). Il semblerait que les analystes utilisent un raisonnement relativement *dichotomique*, soit l'entreprise est en

¹ Composition en vigueur en décembre 2006

situation favorable (elle dépasse le consensus), soit l'entreprise est en situation défavorable, en d'autres termes, elle n'atteint pas le consensus. Le problème est que le choix des indicateurs servant à réaliser le consensus n'est pas expliqué et peut varier fortement d'une entreprise à l'autre (dans certains cas, les annonces mentionnent des abréviations d'indicateur de performance qui ne sont pas nécessairement explicitées). De plus, même s'il est correctement défini, il est de, toute manière, premièrement, isolé et, deuxièmement, largement critiquable.

Au-delà de la complexité de lecture en tant que telle, il convient donc également de mettre en évidence un manque d'uniformisation des données à disposition, ou du moins de celles à partir desquelles les investisseurs sont censés se baser. De plus, ces indicateurs sont considérés le plus souvent de manière brute en mettant en évidence leur éventuelle évolution en pourcentage. Des analyses plus intéressantes en terme d'évolution de la performance réelle ne sont que très peu réalisées, les annonces ne donnent le plus souvent aucune indication quant à l'évolution du total des actifs et de celui des fonds propres. Le seul ratio, parfois repris lors des annonces, est le Bénéfice Par Action (BPA).

La focalisation semble donc s'opérer sur un élément particulier (et brut) du compte de résultats, généralement situé très haut au sein de celui-ci et, de toute manière, celui-ci n'est jamais retravaillé afin d'obtenir un indicateur de rentabilité, soit commerciale (en considérant le total des actifs), soit financière (en considérant les fonds propres).

En considérant d'autres sites boursiers, la situation n'est pas nécessairement meilleure. Par exemple, le site www.boursier.com (qui a fondamentalement le même objectif que le site de Boursorama) ne propose des informations qu'en provenance de PRNewswire (de plus, l'accès à certaines informations de ce site est payant). En outre, tous les quotidiens qu'ils soient à vocation purement économique (www.lesechos.fr, www.latribune.fr) ou généraliste (www.lemonde.fr, www.lefigaro.fr, www.liberation.fr) donnent également des informations gratuites et/ou payantes sur les entreprises mais celles-ci peuvent être plus ou moins retravaillées en fonction de l'orientation politique du quotidien. De plus, il peut y avoir des décalages temporels plus ou moins importants en fonction de la profondeur de l'analyse effectuée par le journaliste. Le choix du site de Boursorama – avec toutes les limites préalablement introduites - peut donc également s'expliquer par une recherche d'objectivité facilitée par le caractère *brut* de l'annonce d'informations. A noter que nous ne nous sommes pas concentré sur l'analyse de type graphique dans la mesure où Boursorama ne donnait pas de représentation graphique pour ce type d'annonce.

Pour chaque entreprise, nous avons collecté toutes les annonces relatives à l'événement analysé. Les annonces s'étalent le plus souvent de juillet à septembre 2006 (pour Pernod Ricard, la publication a eu lieu en mars du fait des modifications des dates de publication suite à la fusion avec Allied

Domecq) ; pour chaque entreprise, les données suivantes ont été collectées² :

- la date d'annonce ;
- l'heure à laquelle les annonces sont effectuées ;
- la rentabilité boursière le jour de l'annonce ;
- le volume d'échanges le jour de l'annonce ;
- la moyenne des volumes échangés durant les 40 jours précédant l'annonce considérée. Le choix de 40 jours s'explique par le fait que nous voulions éviter la superposition d'événements de même nature ;
- le nombre d'annonces ;
- la taille de l'entreprise (approchée par le total des actifs) ainsi que le logarithme du total des actifs.

A noter qu'en fonction de l'importance des volumes échangés le jour de l'annonce (cf. les statistiques descriptives reprises en annexe), nous n'avons retenu que la rentabilité le jour de l'annonce et pas sur un horizon temporel plus long.

Pour la création de l'indicateur utilisé lors de cette étude, nous avons également collecté, de manière manuelle ou via l'option outils du logiciel, plusieurs données :

- le nombre de phrases ;
- le nombre de mots (effectué directement par le logiciel) ;
- le nombre de mots de plus de (ou égal à) sept lettres.

A ce niveau, il convient de préciser qu'en fonction de la nature de l'information retenue dans le cadre de cette analyse, certains termes ont été systématiquement éliminés pour le calculs des mots de plus de sept lettres : les indicateur de performance (résultat(s), bénéfice(s),...), semestre, performance, croissance (lorsque ce terme était lié à une évolution d'indicateurs de performance, sinon, il était pris en considération), le nom de l'entreprise (le cas échéant), progression. A noter que les termes utilisés pour qualifier les résultats (opérationnel, courant, exceptionnel) n'ont été comptabilisés qu'une seule fois.

À noter que, pour les annonces s'effectuant après la clôture des marchés boursiers, nous avons considéré la rentabilité et les volumes échangés du lendemain (c'est-à-dire le jour durant lequel les investisseurs boursiers peuvent ajuster leurs positions). Par contre, pour les annonces en tant que telles, nous les avons toutes considérées, c'est-à-dire aussi bien celles après la clôture des marchés que celles survenant le lendemain. Par contre, nous n'avons pas retenu les annonces concernant le consensus

² Les statistiques descriptives intermédiaires sont reprises en annexe

des analystes financiers, celles-ci étant effectuées dans les jours qui précèdent les annonces de résultats en tant que telles.

1.2. Méthodologie

Nous avons retenu au cours de cette étude l'indice de LIX et ceci pour deux raisons. Premièrement, cet indicateur a prouvé son applicabilité pour l'analyse de contenu pour différentes langues. Deuxièmement, il est encore à l'heure actuelle peu utilisé pour l'analyse des informations comptables. L'indicateur de LIX se présente comme suit :

$$\text{LIX} = A/B + (C \times 100)/A,$$

avec,

A= Nombre de mots;

B= Nombre de phrases ;

C= Nombre de mots de plus de sept lettres.

Théoriquement, les zones de lisibilité sont les suivantes : ³

Difficulté du texte	Score
Très facile	20-25
Facile	30-35
Moyen	40-45
Difficile	50-55
Très difficile	60 et plus

1.3. Données descriptives

A partir de la synthèse des données descriptives pour les entreprises du CAC 40, nous obtenons le tableau suivant :

	Rentabilité Moyenne	Volume T=0	Volume moyen	Nbre Moyen annonces	Total Actifs	Ln (total actifs)
moyenne	0,00563	5078346	2891667	4,475	142830368	17,581119
médiane	-0,00325	3370990	1310761	4	31984500	17,2731498
minimum	-0,10107	860267	267817	2	3026150	14,9228017
maximum	0,06828	28638756	11823648	10	1258079000	20,9528518

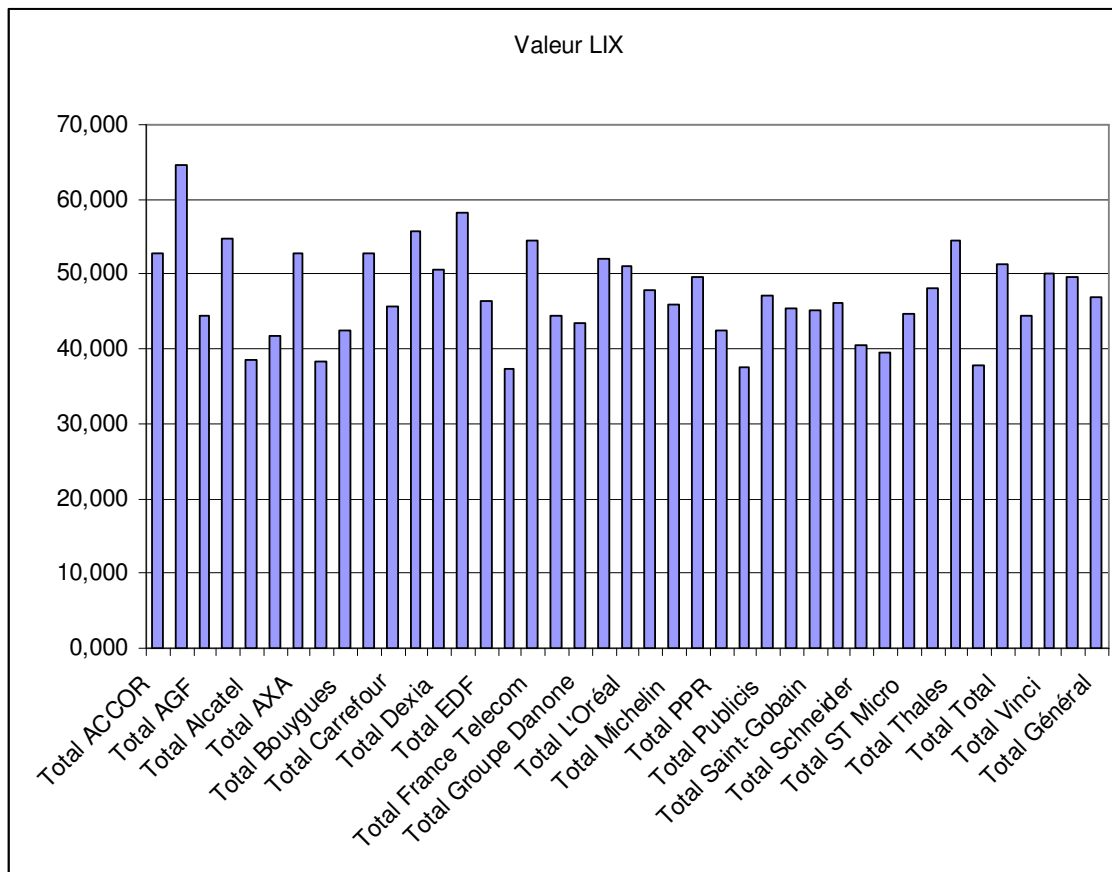
En fonction de ces données descriptives, plusieurs remarques peuvent être dès à présent formulées :

³ Un indicateur de LIX relativement bas indique que l'information divulguée est facile à lire

- Premièrement, la rentabilité moyenne observée le jour de l'annonce est faible, ce qui s'explique par le fait que nous n'avons pas scindé notre population en fonction de la connotation positive ou négative que revêt l'annonce.
- Deuxièmement, de manière générale, et en considérant la différence entre les volumes échangés le jour de l'annonce et ceux observés dans les deux mois qui la précèdent, l'annonce des résultats du premier trimestre semble constituer l'événement le plus important, du moins sur la période temps retenue. Il convient toutefois de préciser que, pour les entreprises engagées dans un processus de fusion (Suez, GDF, Arcelor-Mittal), l'événement considéré est de moindre importance. A ce niveau, nous pouvons donc affirmer que l'événement retenu possède un contenu informationnel important provoquant des ajustements boursiers relativement élevés en valeur absolue mais dont l'impact sur la rentabilité est a priori difficilement prévisible.
- Troisièmement, le nombre d'annonces est, en moyenne, relativement élevé (en moyenne, plus de quatre sources effectuent une annonce), ce qui peut sembler logique en fonction de la population prise en considération au sein de cette étude.
- Quatrièmement, nous avons pris en considération toutes les annonces, c'est-à-dire mêmes celles qui ne se rapportaient pas directement à la publication des comptes et qui concernaient les mesures de gestion prises à l'avenir qui, dans certains cas, pouvaient être le reflet des mouvements de performance du semestre précédent (augmentation de capital, augmentation du montant des dividendes versés, acomptes sur dividendes, licenciements, diminution d'actifs, recentrage sur le métier, revente de participations, rachat d'actions,...).

1.4. Résultats, analyses et commentaires

Entreprise	Nombre mots	nombre phrases	mots>7 lettres	%mots > 7 lettres	Nbre de mots/phr.	Valeur LIX
Total ACCOR	1668	56	386	23,14	29,79	52,93
Total Lafarge	373	10	102	27,35	37,30	64,65
Total AGF	345	13	62	17,97	26,54	44,51
Total Air Liquide	1388	39	266	19,16	35,59	54,75
Total Alcatel	557	21	67	12,03	26,52	38,55
Total Arcelor	529	23	99	18,71	23,00	41,71
Total AXA	995	29	183	18,39	34,31	52,70
Total BNP	363	14	45	12,40	25,93	38,33
Total Bouygues	1993	62	208	10,44	32,15	42,58
Total Cap Gemini	2190	58	330	15,07	37,76	52,83
Total Carrefour	2010	68	326	16,22	29,56	45,78
Total Cr. Agricole	2344	60	391	16,68	39,07	55,75
Total Dexia	1508	45	258	17,11	33,51	50,62
Total EADS	569	15	115	20,21	37,93	58,14
Total EDF	388	13	64	16,49	29,85	46,34
Total Essilor	2184	100	340	15,57	21,84	37,41
Total France Tel.	424	11	68	16,04	38,55	54,58
Total GDF	891	30	132	14,81	29,70	44,51
Total Gr. Danone	389	13	53	13,62	29,92	43,55
Total Lagardere	1411	42	261	18,50	33,60	52,09
Total L'Oréal	1293	41	252	19,49	31,54	51,03
Total LVMH	1755	63	353	20,11	27,86	47,97
Total Michelin	510	21	110	21,57	24,29	45,85
Total Pernod	1069	35	205	19,18	30,54	49,72
Total PPR	2808	120	537	19,12	23,40	42,52
Total PSA	923	39	128	13,87	23,67	37,53
Total Publicis	451	15	77	17,07	30,07	47,14
Total Renault	492	17	81	16,46	28,94	45,40
Total Saint-Gobain	3115	112	543	17,43	27,81	45,24
Total Sanofi	428	14	67	15,65	30,57	46,23
Total Schneider	386	14	50	12,95	27,57	40,52
Total Soc. Gén.	1102	41	140	12,70	26,88	39,58
Total ST Micro	479	15	61	12,73	31,93	44,67
Total Suez	2184	73	400	18,32	29,92	48,23
Total Thales	1152	32	214	18,58	36,00	54,58
Total Thomson	460	15	33	7,17	30,67	37,84
Total Total	827	27	172	20,80	30,63	51,43
Total Veolia	1008	36	167	16,57	28,00	44,57
Total Vinci	2319	77	464	20,01	30,12	50,13
Total VU	2190	70	402	18,36	31,29	49,64
Total Général	47470	1599	8212	17,30	29,69	46,99
Max	64,65	Lafarge				
Min	37,41	Essilor				
Médiane	46,34					
Moyenne	47,30					



Selon l'échelle théorique de complexité de lecture, nous constatons que les informations divulguées par Boursorama sont globalement difficiles à lire (H1 validée). 60 % des résultats obtenus sont situés au-delà du niveau moyen de lisibilité. Les 40 autres pourcents sont soit situés dans la zone de difficulté moyenne de lecture, soit au sein de la zone intermédiaire entre les niveaux facile et moyen de lecture. En fonction de ces résultats, il semble que l'information divulguée ait un contenu informationnel important (qui s'explique naturellement par l'importance de l'annonce) et dont la lecture s'avère, en moyenne, peu facile à réaliser.

Difficulté du texte	Score	Nombre d'entreprises du CAC 40	Fréquence (%)
Très facile	20-25	0	0
Facile	30-35	0	0
Zone intermédiaire	35-40	7	17,5
Moyen	40-45	9	22,5
Zone intermédiaire	45-50	11	27,5
Difficile	50-55	11	27,5
Zone intermédiaire	55-60	1	2,5
Très difficile	60 et plus	1	2,5

coefficient de corrélation	RDT	Volume
Valeur LIX	0,2184	- 0,128

Nos résultats semblent indiquer, et ce en dépit de corrélations demeurant faibles en terme de significativité statistique, que le caractère complexe des annonces a un effet positif sur la rentabilité boursière des entreprises le jour de l'annonce. Cela semble indiquer que la complexité de la lecture des différentes annonces a un effet positif sur la valorisation boursière de l'entreprise ; ces résultats sont en contradiction avec l'effet du nombre d'annonces effectuées. En conclusion, il ressort que la complexité (du moins celle que nous avons pu approcher par l'indicateur LIX retenu) plus que le nombre d'annonces a un effet positif sur le comportement des investisseurs boursiers. Ce constat implique, dans une logique de marketing communicationnel, qu'il convient pour les entreprises de présenter une information qui, même si elle est complexe à lire, présente toutefois un caractère relativement synthétique, c'est-à-dire que l'information est concentrée au sein d'un nombre limité d'annonces. De plus, on peut penser qu'il s'agit d'informations avec un style difficile mais adressées à un public *averti*, c'est-à-dire à des personnes qui ont l'habitude de lire et d'analyser ce type d'informations. Dans la mesure où les informations considérées intéressent des investisseurs qui consultent régulièrement les sites de diffusion, on peut penser qu'ils sont familiarisés avec le style utilisé dans ce type d'annonce.

Les résultats que nous avons obtenus concernant la liaison entre la complexité de la lecture des informations et les volumes échangés ne nous permettent pas de tirer des conclusions statistiquement pertinentes, même si la corrélation est négative.

Afin de tester les autres différentes hypothèses travail préalablement énoncées, nous avons réalisé des analyses de corrélation. De manière

générale, tous les coefficients de corrélation sont négatifs, même s'ils sont statistiquement peu significatifs. Les coefficients obtenus étant situés entre -0,2 et -0,4, il ne s'agit que de corrélations *basses* qui ne permettent pas une généralisation mais simplement une mise en évidence d'une tendance qu'il conviendrait de confirmer au départ d'échantillons de taille plus importante.

coefficient de corrélation	Taille	Rentabilité	Vol. échangés	Diff. vol.
nombre annonces	-0,24234	-0,3341	-0,3297	-0,192

Deuxièmement (H2), il s'agissait d'analyser l'éventuelle liaison entre le nombre d'annonces et la taille de l'entreprise. Les résultats obtenus tendent à montrer que plus la taille de l'entreprise est importante, moins il y a d'annonces, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que les grosses entreprises sont plus suivies que celles de plus petite taille (en fonction de la nature de la population analysée, le caractère de *petitesse* est toutefois à relativiser) et qu'il y a, de ce fait, une centralisation plus importante des informations et de leur divulgation.

Troisièmement (H3), au niveau de la liaison entre le nombre d'annonces et la rentabilité (en fait, la corrélation statistiquement la plus significative), nous observons que plus il y a d'annonces, plus la réaction des marchés boursiers est négative, ce qui tend à vouloir dire que le caractère récurrent des annonces a un effet négatif sur la valorisation boursière des entreprises retenues. On peut penser que les entreprises multiplient les annonces pour *camoufler* ou, du moins, pour atténuer l'effet de niveaux de performance décevants et donc que la stratégie *marketing* utilisée par les entreprises consiste à, dans une certaine mesure, *perdre* l'investisseur dans le dédale des informations divulguées qui peuvent s'avérer redondantes ou pléthoriques. L'éventuel effet des annonces consécutives à l'annonce de résultats en tant que tels ne se marquerait que sur du plus ou moins long terme. Dans cette optique, pour pallier à des niveaux de performance décevants, les entreprises peuvent annoncer le même jour que la publication de leurs résultats des opérations de concentration sur leur métier, des reventes des participations, des diminutions d'actifs, des licenciements, des rachats d'actions propres. Les résultats auxquels nous sommes parvenu semblent montrer une certaine focalisation des investisseurs boursiers sur l'annonce initiale, c'est-à-dire celle reprenant les données de performance et pas nécessairement celles présentant les développements stratégiques futurs.

Quatrièmement (H4), contrairement à ce que nous avons initialement posé, nous observons de nouveau une liaison négative entre le nombre d'annonces et les volumes échangés. Parallèlement à ce que nous avons développé pour les résultats de l'hypothèse 3, on peut penser que la multiplication des annonces ne permet pas de modifier la vision initiale des actionnaires. Dans cette optique, le fait d'effectuer plusieurs annonces ne se traduit pas par une augmentation des volumes échangés, parce que les investisseurs s'en tiennent au jugement qu'ils ont formulé lors de l'annonce initiale.

Cinquièmement (H5), et comme on pouvait s'y attendre en fonction des résultats obtenus pour les hypothèses 3 et 4, le caractère récurrent des annonces (approché par la différence entre les volumes échangés le jour de l'annonce et la moyenne des 40 jours précédant l'annonce) n'amplifie pas l'importance de l'événement analysé. Le coefficient de corrélation obtenu à ce niveau est le plus faible des quatre.

1.5. Conclusions, limites de l'étude et pistes de recherche ultérieures

Notre analyse s'est focalisée sur une approche linguistique qui avait pour objectif d'évaluer dans quelle mesure certaines annonces (les annonces du second trimestre 2006 pour les entreprises du CAC 40 en France) faites par les entreprises avaient des niveaux de complexité de lecture relativement élevés. Nous avons mis en évidence que les annonces étaient relativement difficiles à décrypter et s'adressaient à un public habitué à ce genre de messages ; on peut penser que les annonces effectuées au départ du site Internet de Boursorama s'adressent à des investisseurs qui veulent des informations le plus rapidement possible et dont les choix ne sont pas uniquement conditionnés par la lecture des rapports annuels. De plus, de notre étude, il ressort que de manière globale, ce n'est pas la complexité qui tend à influencer négativement le comportement des investisseurs lors de leur annonce mais le nombre de celles-ci.

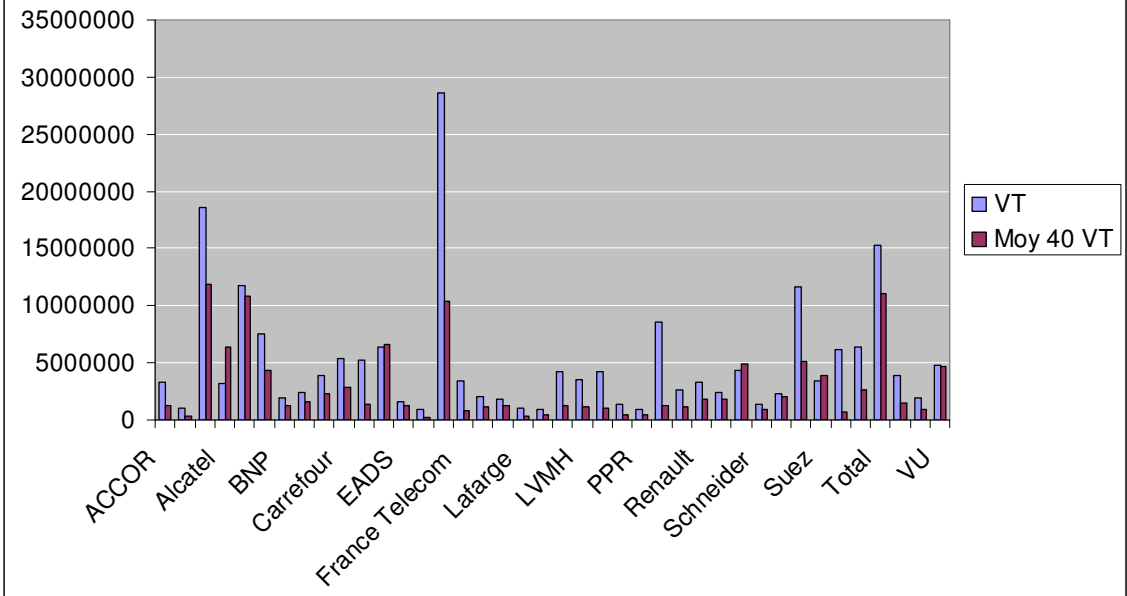
Les résultats auxquels nous sommes parvenu présentent certaines limites au niveau de leur interprétation statistique. Selon nous, il conviendrait, dans un premier temps, d'utiliser un nombre plus important d'indicateurs de complexité de lecture. Dans un deuxième temps, il conviendrait d'utiliser des échantillons de plus grande taille soit en élargissant le champ de recherche aux entreprises non reprises au sein de l'indice de référence, soit en se référant à plusieurs types d'annonces (par exemple, en réalisant des comparaisons entre les niveaux de complexité des annonces semestrielles et annuelles). Dans un troisième temps, nous pourrions également envisager des comparaisons internationales, tout en gardant à l'esprit que les formulations sémantiques peuvent fondamentalement différer d'un pays à l'autre mais essentiellement d'une langue à l'autre.

De manière générale, il convient aussi d'ajouter que l'indicateur retenu postule qu'il y a une liaison entre la longueur et la complexité, ce qui peut paraître relativement réducteur comme hypothèse de travail.

1.6. Annexe

1 ^{er} Semestre 2006	Date	PT	PT-1	RDT	VT	Moy 40 VT	Nombre d'annonces.
ACCOR	06.09.06	49,54	49,43	0,00222537	3287098	1220370	10
AGF	11.08.06	96,8	94,85	0,02055878	1029812	311039	2
Air Liquide	04.09.06	162,8	166,4	-0,02163462	987770	378791	5
Alcatel	27.07.06	8,69	8,49	0,02355713	18639088	11823648	2
Arcelor	02.08.06	41,8	42	-0,0047619	3193289	6393997	2
AXA	03.08.06	27,12	27,39	-0,00985761	11705532	10887197	4
BNP	02.08.06	78,2	75,05	0,04197202	7534975	4375243	2
Bouygues	06.09.06	41,78	42	-0,0052381	1883042	1212989	6
Cap Gemini	07.09.06	41,79	43	-0,02813953	2388851	1548122	8
Carrefour	07.09.06	47,4	47,55	-0,00315457	3897627	2316244	8
Crédit Agricole	06.09.06	32,05	32,27	-0,00681748	5335317	2854902	6
DEXIA	05.09.06	19,89	19,69	0,01015744	5296522	1337530	4
EADS	27.07.06	22,02	21,12	0,04261364	6391090	6653482	2
EDF	01.09.06	43,44	44,41	-0,02184193	1570363	1202993	3
Essilor	07.09.06	80	80,75	-0,00928793	860267	267817	7
France Tel.	27.07.06	16,36	16,6	-0,01445783	28638756	10421178	2
Gaz de France	12.09.06	29,83	28,87	0,03325251	3366451	769225	5
Gr. Danone	02.08.06	105,1	100,7	0,04369414	2045608	1089818	2
Lafarge	02.08.06	96,95	93,55	0,0363442	1805633	1281705	2
Lagardere	13.09.06	55	55,9	-0,01610018	924362	479295	10
L'Oréal	31.08.06	81,7	80,1	0,01997503	4255759	1246723	8
LVMH	07.09.06	77,75	80,4	-0,0329602	3480442	1099529	6
Michelin	28.07.06	48,5	45,4	0,06828194	4218155	1069693	2
Pernod-Ricard	23.03.06	157,84	148,21	0,06497537	1343917	462851	5
PPR	07.09.06	107,4	108	-0,00555556	930837	447561	9
PSA	26.07.06	41	45,61	-0,10107433	8531550	1283992	4
Publicis	27.07.06	29,81	28,09	0,06123176	2676214	1175813	2
Renault	28.07.06	86,2	84,75	0,01710914	3254297	1837319	2
Saint-Gobain	28.07.06	55,85	56,15	-0,00534283	2366700	1872419	3
Sanofi	02.08.06	73,35	73,45	-0,00136147	4328030	4918719	2
Schneider	28.07.06	79,75	78,65	0,01398601	1366241	915738	2
Société Gén.	03.08.06	118,9	119,3	-0,00335289	2278479	2041404	3
ST Micro	26.07.06	11,63	12	-0,03083333	11607258	5077504	2
Suez	07.09.06	33,44	33,64	-0,0059453	3375529	3882851	7
Thales	28.07.06	30,7	30,29	0,01353582	6103534	698038	5
Thomson	27.07.06	13,38	12,61	0,06106265	6378622	2629572	2
Total	03.08.06	52	52,4	-0,00763359	15273575	11114253	3
Veolia	15.09.06	43,69	43,67	0,00045798	3915915	1460503	5
Vinci	06.09.06	84,3	85,2	-0,01056338	1927635	946611	9
VU	07.09.06	26,95	27,05	-0,00369686	4739705	4660022	6

Volumes échangés lors de l'annonce du S1, CAC 40



1.7. Références bibliographiques

Amer (2005), "Bias due to visual illusion in the graphical presentation of accounting information", *Journal of Information Systems*

Beaver (1968), « The information content of annual earnings announcements », *Journal of Accounting Research*, pp.67-92

Brennan(1991), « A perspective on accounting and stock prices », *The Accounting Review*, vol.66, n°1, pp.67-79

Courtis (1997), "Corporate annual report graphical communication in Hong Kong: effective or misleading?", *The Journal of Business Communication*

Courtis, Hassen (2002), "Reading Ease of Bilingual Annual Reports", *The Journal of Business Communication*, vol.39, no. 4, pp.394-413

Daphne (2000), "Telling the Investment Story: A Narrative Analysis of Shareholder Reports", *The Journal of Business Communication*

Dechow (1994), « Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance : the role of accounting accruals », *Journal of Accounting and Economics*, n°18, pp.3-43

Dreman, Berry (1995), « Analyst forecasting errors and their implications for security analysis », *Financial Analysts Journal*, vol.51, n°3, pp.30-41

Frazzini, Lamont (1996), "The earning announcement premium and trading volume", *Working Paper*, University of Chicago, 53 pages

Fulkerson (2001), "The Incidence and Quality of Graphics in Annual Reports: An International Comparison", *The Journal of Business Communication*

Ghoniem, Fekete, Castagliola (2004), « A comparison of readability of graphs using node-link and matrix-based representations », *IEEE Symposium on Information Visualization*, Austin Texas, 8 pages

Hammami H. (2003), « Facilité de lecture des rapports annuels : évaluation des informations comptables textuelles – résultats préliminaires du contexte italien », *Actes de l'Association Francophone de Comptabilité (AFC)*, Orléans 2003, 21 pages

Herreman, Ryans (1995), « The case of better measurement and reporting of marketing performance », *Business Horizons*, vol.38, n°5, pp. 51-60

Rutherford (2005), "Genre analysis of corporate annual report narratives: a corpus linguistics-based approach", *The Journal of Business Communication*

Smeltzer (2007), "Schema theory compared to text-centered theory as an explanation for the readers' understanding of a business message", *The Journal of Business Communication*

Smith, Taffler, White (2000), « Cartoon graphics in the communication of accounting information", *Working Paper*, 2000-05, Center of Business Analysis and Research, University of South Australia, 22 pages

Spyridakis (2003), "The influence of semantics and syntax on what readers remember", *Technical Communication*

Steinbart (2002), "Impression management with graphs: effects on choices", *Journal of Information Systems*

Wardrope (2004), "Communication in Latin America: an analysis of Guatemalan business letters", *Business Communication Quarterly*