

**ACADEMIE DE COMPTABILITE**

**REMISE DU PRIX SALUSTRO**

*29 juin 2016*

***Résumé – Travaux de Fatem-Zahra EL FASSI-BOUZOUBAA***

Les besoins des investisseurs en informations financières et comptables : le cas des investisseurs institutionnels



# THÈSE

En vue de l'obtention du  
**DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE**

Délivré par l'Université Toulouse 1 Capitole

Discipline : Sciences de Gestion

---

Présentée et soutenue par :  
**Fatem-Zahra EL FASSI - BOUZOUBAA**

Le vendredi 27 mars 2015

**Les besoins des investisseurs en informations  
financières et comptables :  
Le cas des investisseurs institutionnels**

---

École doctorale de Sciences de Gestion

Unité de recherche :

Centre de Recherche en Management – UMR 5303

Directrice de Thèse :

**Madame Michèle SABOLY**

Professeur à l'Université Toulouse 1 Capitole

Rapporteurs :

**Monsieur Pascal ALPHONSE**

Professeur à l'Université Lille 2

**Monsieur Lionel ESCAFFRE**

Professeur à l'Université d'Angers

Suffragants :

**Madame Sophie GIORDANO-SPRING**

Maître de conférences HDR, Université Montpellier 1

**Monsieur Christophe GODOWSKI**

Maître de conférences HDR, Université Toulouse 1 Capitole

**Madame Hélène MANDRON**

Chef de projet, Autorité des Normes Comptables

Depuis les années 2000 et l'accord de Norwalk du 18 septembre 2002, les principaux normalisateurs comptables réfléchissent à l'élaboration d'un nouveau cadre conceptuel commun, permettant de mieux répondre aux besoins informationnels des utilisateurs des états financiers. Burlaud et Colasse (2010) soulignent, que la conception de ce nouveau cadre conceptuel, doit être précédée d'une étude sur les besoins en informations financières et comptables (IFC) des principaux utilisateurs des états financiers : les investisseurs.

Les investisseurs sont loin d'être une catégorie homogène d'utilisateurs d'états financiers (Saboly 2003). Ils se différencient par leurs styles d'investissements, leurs objectifs de placement et leurs besoins informationnels comptables et financiers (Burlaud et Colasse 2010, Bushee 2004, Mezick 2001, Baker et Haslem 1973). Il est donc nécessaire de pouvoir connaître et définir les deux principales catégories d'investisseurs : les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels.

Ces deux catégories d'investisseurs diffèrent non seulement par leurs poids dans l'économie mondiale, mais également par leurs compétences techniques et financières, par certains biais cognitifs et enfin par leurs processus de recherches d'informations utiles pour leurs investissements (Cascino et al. 2013, Bhattacharya et al. 2012, Keloharju et al. 2012, Koonce et al. 2010). En effet, les investisseurs institutionnels sont réputés être des experts en finance de marché, pouvant comprendre les rouages comptables des états financiers, alors que les investisseurs individuels sont réputés être non sophistiqués et non expérimentés dans leurs méthodes de gestion d'actifs (Battalio et Mendenhall 2005). Le comportement de placement des investisseurs individuels souffre de plusieurs biais cognitifs et émotionnels tels que les biais d'ancrage ou de disposition qui rend leurs stratégies d'investissement souvent défaillantes (Barber et al. 2009, Mangot 2008).

Si la littérature s'est beaucoup intéressée aux investisseurs individuels en raison de leur ancienneté sur les marchés financiers, son intérêt pour les investisseurs institutionnels est encore jugé trop faible par le dernier rapport de l'EFRAG (2014).

C'est ainsi que notre revue de littérature fait état que peu d'études, et particulièrement en France, ont porté sur les besoins des investisseurs institutionnels en matière d'IFC. Ainsi, l'injonction de connaître les besoins en IFC des investisseurs est non seulement académique (Cascino et al. 2013, Burlaud et Colasse 2010) mais émane également des normalisateurs (thème prioritaire pour l'Autorité des Normes Comptables qui a eu la bienveillance de cofinancer cette thèse).

Nous présenterons dans ce résumé, notre problématique de recherche (1), puis son design (2) et enfin les principaux résultats obtenus (3).

## **1. La problématique de recherche**

La montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le paysage financier mondial contraste avec le nombre d'études académiques qui se sont intéressées à ces acteurs et particulièrement en France. D'autant que les normalisateurs comptables en plein travail sur la proposition d'un nouveau cadre conceptuel appellent à la réflexion des chercheurs sur les problématiques des besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs professionnels, (Giordano-Spring et Lacroix 2007, Colasse 2006). Les investisseurs institutionnels diffèrent des investisseurs individuels non seulement par le biais de caractéristiques propres à leurs personnes, mais également par les particularités que soulève la relation d'agence, dans laquelle ils se trouvent comme le montre la théorie d'agence élargie (Schneider 2000).

En effet, l'investisseur individuel investit dans le marché financier pour son propre compte, ainsi la relation d'agence dans laquelle il se trouve est dite « classique ». Alors que l'investisseur institutionnel se trouve dans une relation d'agence complexe car il investit pour le compte d'un bénéficiaire initial et non pas pour son compte propre.

Les théories d'intermédiation financière permettent un éclairage sur ce sujet. Ainsi, Schneider (2000) et Allen et Santomero (1998) soulignent que l'investisseur institutionnel agit en tant qu'agent pour son bénéficiaire initial, ainsi il doit lui rendre compte afin de réduire l'asymétrie d'information. Cette situation de reddition de compte dans laquelle se trouve l'investisseur institutionnel est une spécificité de cette catégorie d'investisseurs et pourrait expliquer que leurs besoins informationnels financiers et comptables divergent de ceux des investisseurs « classiques » individuels qui n'ont pas à prendre en compte cette dimension lors de leurs prises de décision d'investissement.

Ainsi, nous avons posé le questionnement suivant :

**Quelles caractéristiques des investisseurs influencent leurs besoins en informations financières et comptables lors de leurs prises de décision d'investissement ?**

Cette problématique se déclinera en trois questions de recherches:

Quels sont les besoins en IFC des investisseurs institutionnels ?, diffèrent-ils des besoins en IFC des investisseurs individuels ? Et enfin le type de relation d'agence a-t-il un impact sur cette divergence de besoins en IFC ?

C'est ainsi qu'après avoir identifié les IFC utilisées par les investisseurs institutionnels, nous cherchons à les comparer avec celles utilisées par les investisseurs individuels. Enfin, nous étudions la situation de reddition des comptes qui pourrait expliquer ces divergences en besoins d'IFC comme le propose le cadre théorique retenu.

## **2. Le design de recherche**

Nous nous intéressons aux besoins en IFC des investisseurs individuels et institutionnels. Ces besoins s'expriment lors de la prise de décision d'investissement concernant un titre financier donné. C'est donc, dans cette situation que nos deux études ont été réalisées.

Nous avons mobilisé la théorie de l'agence élargie intégrant la spécificité des investisseurs institutionnels dans la relation d'agence (Schneider 2000). En effet, ce cadre théorique permet de prendre en compte la pluralité de rôle que joue l'investisseur institutionnel au sein de son contrat d'agence. Le contrat d'agence intégrant l'investisseur institutionnel est composé de deux contrats, dans lesquels l'investisseur institutionnel joue le rôle d'agent et de principal. Cette particularité de l'investisseur institutionnel est d'autant plus importante que le premier contrat liant l'investisseur institutionnel et son client est défini comme un contrat d'agent professionnel par Sharma (1997).

Cette distinction est importante en raison de l'impact qu'elle a sur des hypothèses essentielles du cadre d'agence classique comme par exemple le coût d'acquisition des informations financières et comptables. Nous avons donc supposé que la spécificité de ce premier contrat pourrait impacter le deuxième contrat d'agence, liant l'investisseur institutionnel et le dirigeant de l'entreprise dans laquelle il investit et de ce fait impacter les besoins en informations financières et comptables et expliquer en conséquence les premières divergences trouvées dans la littérature.

Dans les recherches académiques, le cadre théorique et la mobilisation des travaux antérieurs suffisent le plus souvent, pour bâtir un cadre d'analyse pouvant être testé empiriquement par la suite. Cependant, dans notre cas, l'étude envisagée dans le cadre théorique nécessitait au préalable des connaissances approfondies sur les besoins en IFC des investisseurs institutionnels. C'est ainsi que nous avons combiné deux méthodologies: une étude qualitative exploratoire et une étude expérimentale.

- *L'étude qualitative : la mise en évidence des besoins en IFC des investisseurs*

La première étude dite qualitative a pour objectif de mieux cerner la nature et le processus d'utilisation des IFC par les investisseurs lors de leurs évaluations d'actifs financiers.

Nous avons réalisé notre guide d'entretien et avons contacté environ 3 000 investisseurs, dont 2 500 individuels et environ 500 gérants de fonds par mail. Nous avons ainsi réalisé 61 entretiens semi-directifs téléphoniques d'environ 30 minutes que nous avons traités à l'aide d'une analyse de contenu thématique à l'aide du logiciel NVIVO. Cette première étude a permis de répondre à trois objectifs :

- mieux connaître le processus de sélection des actifs financiers des deux types d'investisseurs,
- dresser une liste d'IFC les plus utilisées par ces acteurs et comparer les besoins en IFC des investisseurs individuels et institutionnels,

- et faire émerger des hypothèses complémentaires aux hypothèses issues du cadre théorique permettant d'alimenter notre étude expérimentale et de finaliser notre cadre d'analyse.

- *L'étude expérimentale : la mise en évidence de l'impact du type de relation d'agence sur les besoins en IFC des investisseurs*

La deuxième étude réalisée permet de pallier l'aspect déclaratif des entretiens semi-directifs et d'étudier l'impact du type de relation d'agence sur les besoins en IFC des investisseurs. Elle est de nature quantitative et a pris la forme d'une expérimentation. En effet, notre protocole expérimental permet de simuler une prise de décision d'investissement dans un titre financier en fonction des IFC que les participants auront décidé de consulter.

Les résultats de l'étude qualitative nous ont permis de dresser une liste d'items (IFC) déclarée être utilisée par les investisseurs institutionnels et individuels dans leurs prises de décisions. La durée de notre étude expérimentale devant être limitée pour ne pas rebuter nos participants, cette liste d'IFC générée par notre étude qualitative a été réduite aux 25 items déclarés être les plus utilisés par les deux catégories d'investisseurs et a été intégrée ensuite dans notre protocole expérimental.

D'autre part, les résultats de notre étude qualitative nous ont également permis de répertorier et hiérarchiser, les catégories ou typologies d'informations financières et comptables utilisées par chaque investisseur, individuel et institutionnel.

Ces divergences ont alimenté notre protocole expérimental et ont permis de choisir le contenu des IFC proposées aux participants, selon la hiérarchie dégagée par nos résultats exploratoires afin d'en vérifier la teneur. Ainsi, nous avons entrepris de glisser dans le lot des 25 IFC proposées à l'achat aux participants, des informations présentant le titre financier comme étant un « mauvais investissement » (informations négatives) et d'autres comme étant un « bon investissement ». Le but étant d'observer le comportement de reddition de chacun des investisseurs en fonction des informations qu'ils auraient consultés.

Les 160 participants à notre étude expérimentale ne pouvaient consulter que 10 IFC au maximum sur les 25 proposées. Le traitement expérimental nous a également permis de contrôler le type de relation d'agence de chaque catégorie d'investisseur. Ainsi, nous avons effectué notre expérimentation sous 4 conditions : une décision d'investissement avec l'investisseur institutionnel dans une situation de reddition de compte, et une autre dans laquelle la situation de reddition disparaît (les mêmes conditions pour l'investisseur individuel).

Différents pré-tests ont été réalisés afin de s'assurer de la bonne compréhension des termes financiers par les participants, ainsi que de la bonne manipulation des données permettant une bonne mesure des variables désirées. Nous avons ensuite réalisé les ajustements nécessaires à l'amélioration de notre protocole expérimental. Enfin, la procédure d'échantillonnage pour le choix des proxies des investisseurs individuels et institutionnels, a permis de sélectionner les master 2 en gestion de portefeuille et finance des marchés comme proxies des investisseurs

institutionnels et enfin des étudiants en Licence 3 gestion comme proxys des investisseurs individuels.

L'opérationnalisation des différentes variables de notre modèle de recherche a été inspirée par la littérature. Ainsi, la variable dépendante, les besoins informationnels financiers et comptables, a été déclinée en trois différentes variables : l'acquisition de l'IFC, le traitement de l'IFC et enfin l'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision d'investissement.

### **3. Les résultats**

Dans la première étude qualitative exploratoire, nous avons pu établir le constat des divergences dans l'utilisation des IFC pour les prises de décisions des investisseurs individuels et institutionnels. A partir de ces données, nous avons proposé une première échelle de catégorisation des besoins en IFC de ces acteurs. Les résultats obtenus démontrent que les investisseurs institutionnels utilisaient pour prendre leurs décisions de placement en majorité l'information de type comptable suivi par les informations de type économique et enfin stratégique. Les investisseurs individuels quant à eux, avouaient ne pas comprendre les informations comptables diffusées par les entreprises et se rabattre essentiellement sur les informations de type boursières simples telles que le prix du titre financier, et des informations de type stratégique, principalement la qualité du management mis en place.

Cette étude a également permis de faire ressortir des résultats annexes : telles que la non diversification du portefeuille des investisseurs individuels par rapport à celui des investisseurs institutionnels, la mobilisation de l'information relative à l'indice de référence du titre financier, exclusivement par les investisseurs institutionnels et enfin l'utilisation de sources d'informations différentes selon la catégorie d'investisseurs.

Les résultats de notre deuxième étude (étude expérimentale) permettent de confirmer l'existence d'une divergence des besoins en IFC entre les investisseurs individuels et institutionnels. Le comportement d'achat des IFC diffère également selon la typologie d'IFC achetée. L'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'investisseur individuel. Ce dernier préférant acheter plus d'informations comptables. Nous soulignons également l'existence d'une rétention d'informations « négatives » (ne confortant pas la décision prise par l'investisseur) quel que soit le type d'investisseur et de relation d'agence.

Ces résultats font également apparaître les influences qui s'exercent. En effet, nous démontrons que le type de relation d'agence impacte le nombre d'IFC achetées par les investisseurs. Ainsi, l'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel seulement lorsqu'il est mis en situation de reddition.

Nous avons également pu mettre en avant l'effet médiateur du type de relation d'agence entre le type d'investisseurs et le traitement des IFC effectué. En effet, l'investisseur institutionnel traite plus d'IFC lorsqu'il est en relation d'agence double professionnelle alors que le traitement d'IFC ne diffère pas pour l'investisseur individuel, quelle que soit la relation

d'agence dans laquelle il se trouve. Enfin, l'importance accordée aux informations boursières et comptables lors de la prise de décision d'investissement diffère selon le type d'investisseurs et de relation d'agence. Ainsi, l'investisseur institutionnel accorde plus d'importance à l'information boursière lors de sa reddition à son client que lors de sa prise de décision d'investissement.

Enfin des résultats complémentaires ont pu également émerger et démontrent que l'ordre d'achat des IFC diffère selon le type d'investisseurs. Mais qu'en introduisant le type de relation d'agence dans notre analyse, l'ordre d'achat ne change véritablement que pour la catégorie « investisseur institutionnel ». Nous mettons également en évidence, un effet modérateur de la catégorie d'IFC sur le lien entre le type d'investisseur et l'importance accordée aux IFC. En effet, les investisseurs individuels n'accordent pas la même importance aux différentes typologies d'IFC (informations comptables boursières et stratégiques considérées comme plus importantes que les autres) alors que c'est à toutes les typologies d'informations financières et comptables que les investisseurs institutionnels accordent de l'importance.

Nous discutons l'ensemble de ces résultats en les recoupant avec ceux de notre étude qualitative (verbatim), en les rapprochant au cadre théorique mobilisé au départ mais également à la revue de littérature qui a été effectuée. Enfin, nous proposons une alternative inspirée de la psychologie sociale pour mieux comprendre les résultats inattendus, notamment le concept de dissonance cognitive et de pression sociale.

---