



HAL
open science

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

Fatem-Zahra El Fassi Bouzoubaa

► **To cite this version:**

Fatem-Zahra El Fassi Bouzoubaa. Les besoins des investisseurs en informations financières et comptables: le cas des investisseurs institutionnels. Gestion et management. Université de Toulouse 1 Capitole, 2015. Français. NNT: . tel-01255397

HAL Id: tel-01255397

<https://hal.science/tel-01255397>

Submitted on 13 Jan 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



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



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

*"L'Université n'entend ni approuver, ni désapprouver
les opinions particulières du candidat"*

A Moundir,

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier tout particulièrement Madame le professeur SABOLY Michèle. Sa disponibilité, sa confiance, sa sagesse et ses encouragements m'ont été précieux tout au long de ce travail de recherche. Je vous exprime très sincèrement et très chaleureusement mon immense gratitude pour votre temps ainsi que pour vos conseils.

Mes remerciements vont également à Monsieur Godowski Christophe, pour son aide, ses commentaires toujours pertinents ainsi que sa disponibilité.

Je suis également très reconnaissante aux professeurs Pascal Alphonse, Lionel Escaffre, Sophie Girodano-Spring et Madame Hélène Mandron d'avoir accepté de participer au jury de thèse et de commenter ce travail.

Je tiens également à remercier l'Autorité des Normes Comptables qui a co-financé cette thèse et dont l'aide et les commentaires ont amélioré la qualité de ma réflexion. Merci à Mesdames Naciri Selma, Ségurel Florence, Hélène Mandron et enfin Valérie Viard pour leurs nombreux conseils et leur écoute.

Le travail de recherche est un long fleuve semé d'embûches, de doutes et de remises en questions. Cette thèse n'aurait sans aucun doute jamais abouti sans l'aide et le sacrifice de mon mari. Moundir, ce paragraphe ne saurait exprimer toute ma gratitude et mon amour pour toi. Tu as été mon point de repère, mon socle, celui qui m'a tant donné... Tu m'as tant poussé à donner le meilleur de moi-même. Merci d'avoir cru et de continuer à croire en moi.... Ce travail de recherche est un aboutissement qui n'aurait jamais vu le jour sans tes nombreux sacrifices. « Merci » semble un bien pauvre mot pour exprimer l'ampleur et la profondeur de ma reconnaissance... Saches seulement que tu es et resteras à jamais mon tout....

Je tiens également à remercier ma fille, Sarah, pour la force qu'elle a su m'insuffler tous les jours.

Je témoigne ma reconnaissance à l'ensemble de l'équipe Comptabilité Contrôle du laboratoire Centre de Recherche en Management (CRM). Je remercie tout particulièrement, Madame Boutant Jennifer, Messieurs Constant Djama, Jonathan Maurice et Christophe Lejard pour leurs conseils et écoute.

Tous les membres des ateliers doctoraux de comptabilité du CRM, et tout particulièrement Messieurs Sami El Omari, Seny-Kan Anderson, Simon Alcouffe, Serge Abjodgo et aussi

Mesdames Anne Rivière et Marie Boitier pour leurs nombreuses remarques pertinentes et leur aide.

Je tiens à remercier également toutes les personnes qui m'ont aidé à réaliser ma « très difficile » étude expérimentale : Monsieur El Omari et Monsieur Seny-Kan, ainsi que messieurs Martel Jocelyn, Al Burlu Pedro, Erkin Diyarbakirlioglu, Barneto Pascal, Mesdames Laporte-Solé, Fany Declerck et Monsieur Jean-Philippe Galan. Mais aussi l'ensemble des gérants de fonds et investisseurs individuels qui ont accepté de répondre à mes entretiens.

Je tiens à remercier mes parents de m'avoir tout d'abord donné la vie et ensuite de m'avoir appris la patience ... Qualité indispensable dans un travail de recherche.

Pour finir, je tiens à remercier mes amis de ce parcours doctoral oh combien difficile et nécessitant une remise en cause perpétuelle de ces connaissances : Marie-Anne pour tous tes petits conseils et astuces, c'était un vrai plaisir d'apprendre à mieux te connaître après le maser 2 CCA que l'on a fait ensemble. Emmanuelle qui m'a beaucoup appris par sa persévérance et ne m'a pas laissée être découragée par mes moments de doute concernant mon expérimentation. Guillaume et Taieb qui m'ont aidé avec leurs remarques pertinentes lors des différentes discussions de mon travail lors des ateliers doctoraux. Mais aussi, Nassima et Selma et tous les autres doctorants qui m'ont aidé à réaliser les pré-tests de mon expérimentation. Je leur souhaite à tous très sincèrement le meilleur.

Enfin, tous mes remerciements aux personnes qui m'ont aidée même de loin à accomplir ce travail.

Merci à vous tous.

Sommaire

INTRODUCTION GENERALE	13
PREMIERE PARTIE – LES BESOINS EN INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : LA CONSTRUCTION D’UN CADRE D’ANALYSE.....	27
CHAPITRE 1 – LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	30
<i>SECTION 1 – LES INVESTISSEURS INDIVIDUELS POUR UNE MISE EN PERSPECTIVE</i>	<i>31</i>
<i>SECTION 2 – QUI SONT LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?</i>	<i>41</i>
<i>SECTION 3 – LES SPECIFICITES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS</i>	<i>57</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 1.....	74
CHAPITRE 2 – UN CADRE THEORIQUE POUR ETUDIER LES BESOINS INFORMATIONNELS COMPTABLES ET FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	76
<i>SECTION 1 – UN CADRE THEORIQUE SPECIFIQUE.....</i>	<i>77</i>
<i>SECTION 2 – LES BESOINS EN INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES</i>	<i>93</i>
<i>SECTION 3 – LE MODELE ET LE PROTOCOLE DE RECHERCHE</i>	<i>106</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 2.....	116
CHAPITRE 3 - LA CONTRIBUTION DE L’ETUDE QUALITATIVE.....	120
<i>SECTION 1 – LA METHODOLOGIE DE L’ETUDE QUALITATIVE</i>	<i>121</i>
<i>SECTION 2 – LES RESULTATS DE L’ETUDE: DES INVESTISSEURS AUX BESOINS DIFFERENCIÉS EN IFC</i>	<i>133</i>
<i>SECTION 3 – UN MODELE DE RECHERCHE NOURRI PAR LES RESULTATS DE L’ETUDE QUALITATIVE</i>	<i>148</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 3.....	159
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	161
SECONDE PARTIE – LES BESOINS INFORMATIONNELS FINANCIERS ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : UNE ETUDE EXPERIMENTALE.....	163
CHAPITRE 4 - LA REALISATION DE L’ETUDE EXPERIMENTALE.....	166
<i>SECTION 1 – LA PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE EXPERIMENTALE</i>	<i>167</i>
<i>SECTION 2 – LE PROTOCOLE EXPERIMENTAL</i>	<i>187</i>
<i>SECTION 3 – LES TESTS STATISTIQUES.....</i>	<i>208</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 4.....	229
CHAPITRE 5 – PRESENTATION ET DISCUSSION DES RESULTATS DE L’ETUDE EXPERIMENTALE	232
<i>SECTION 1 – LA CONFIRMATION DE BESOINS DIFFERENCIÉS</i>	<i>233</i>
<i>SECTION 2 – LE CONTEXTE DES BESOINS DIFFERENCIÉS : LA SITUATION DE REDDITION DES COMPTES</i>	<i>245</i>
<i>SECTION 3 – VERS UN NOUVEL ENRICHISSEMENT DU CADRE D’ANALYSE</i>	<i>277</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 5.....	289
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE	291
CONCLUSION GENERALE.....	293
BIBLIOGRAPHIE.....	303
LISTE DES ANNEXES	329
LISTE DES TABLEAUX	371
LISTE DES FIGURES	373
TABLE DES MATIERES	375

INTRODUCTION GENERALE

*L'information comptable : Pour qui ? Pour quoi ?**

Au cours des années 1970, les normes comptables américaines, critiquées alors par la communauté financière pour cause d'incohérence, sont remaniées grâce à la mobilisation de la profession avec la création du Financial Accounting Standards Boards (FASB) et la publication de son cadre conceptuel entre 1978 et 1985. Ensuite, le cadre conceptuel de l'International Accounting Standards Committee (IASC) est publié en 1989 et repris en 2001 par l'International Accounting Standards Board (IASB) sous la forme d'un seul texte « *Framework for the preparation and presentation of financial statements* ». Ce cadre avait pour objectif, entre autres, de fixer les principes comptables que doivent remplir les états financiers, ainsi que les objectifs et les caractéristiques qualitatives de l'information comptable et financière.

Dans ce cadre conceptuel du normalisateur international, les principaux destinataires des états financiers sont déclarés être: «*les investisseurs actuels et potentiels, les membres du personnel, les prêteurs, les fournisseurs et autres créanciers, les clients, les États et leurs organismes publics, et le public*». A travers ce paragraphe, les normalisateurs ne donnent pas de réelles définitions des destinataires de l'information comptable et financière mais ne font que les énumérer (Escaffre et Bernheim 1999). Le cadre conceptuel propose un peu plus loin (§ 10) de privilégier les besoins en informations financières et comptables des investisseurs, car la satisfaction de leurs besoins reviendrait à la satisfaction des besoins de l'ensemble des utilisateurs des états financiers (Giordano-Spring et Lacroix 2007). On peut déjà noter que le normalisateur international considère les investisseurs comme étant un groupe homogène et n'opère pas de distinction entre investisseurs personnes physiques et investisseurs institutionnels.

Depuis les années 2000, 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. En effet, après l'accord de Norwalk du 18 septembre 2002, l'IASB et le FASB décident de travailler sur un seul cadre, construit à partir des deux cadres existants, qui « *définira les concepts qui sous-tendent la préparation et la présentation des états financiers pour les utilisateurs externes* » (Obert 2011, Whittington 2008).

* En référence à l'article de Dumontier et Raffournier (1988) présenté en Mai au congrès de l'Association Française de Comptabilité.

Gélard (2013) souligne l'importance de ce nouveau cadre, l'ancien cadre conceptuel étant très insuffisant sur la question des divulgations d'informations comptables et financières. De nombreuses exigences avaient été accumulées mais en apportant au final que peu ou pas d'informations utiles aux utilisateurs.

L'IASB, conscient que le cadre conceptuel ne couvre pas encore de nombreux points importants, est toujours en demande de recherches supplémentaires, les phases de la révision du cadre conceptuel ne sont pas toutes achevées.

L'objectif du cadre conceptuel est donc de satisfaire les utilisateurs privilégiés des états financiers, les investisseurs. Pour le normalisateur américain, le principal destinataire de l'information financière et comptable est sans aucun doute l'investisseur, alors que pour l'IASB, il s'agit de manière générale des « apporteurs de capitaux » tout en précisant qu'il faut privilégier les investisseurs (Escaffre 2010). Cependant, dans les deux précédents cadres et dans les documents de discussions du nouveau cadre conceptuel proposé récemment par l'IASB, aucune définition du terme « investisseur » ni « apporteurs de capitaux » n'est évoquée (Lande 2005).

Burlaud et Colasse (2010) soulignent, que la conception d'un nouveau cadre conceptuel concernant les normes comptables doit être précédée d'une étude sur les besoins en informations financières et comptables (IFC) des principaux utilisateurs des états financiers. En effet, ils rappellent que lors de l'établissement du premier cadre conceptuel américain dans les années 1970, de nombreux travaux s'y sont intéressés et ont constitué une base de réflexion pour les normalisateurs.

Mieux connaître les investisseurs est donc une question importante pour les normalisateurs et nécessaire pour la rédaction d'un nouveau cadre conceptuel. D'autant plus que des normes peuvent avoir à se référer un type d'investisseur particulier comme l'investisseur institutionnel. Ainsi, la norme IFRS 10, homologuée par l'Union Européenne et entrée en vigueur pour les comptes 2014, définit expressément le cas d'un gérant de fonds afin de schématiser la notion de pouvoir délégué dans les comptes consolidés (Paragraphe B 58, IFRS 10).

Les investisseurs

Les investisseurs sont donc loin d'être une catégorie homogène d'utilisateurs d'états financiers (Saboly 2003). Ces derniers se différencient par leur style d'investissement, leur objectif de placement et leurs besoins informationnels comptables et financiers (Burlaud et Colasse 2010, Bushee 2004, Mezick 2001, Baker et Haslem 1973).

De plus, Cascino et al. (2013) soulignent que les investisseurs ont connu ces dernières années, de profonds changements dans leur environnement informationnel comme la complexité croissante des produits financiers, l'internationalisation des marchés et le développement perpétuel des nouvelles technologies. Ces changements pourraient altérer les sources d'informations financières et comptables susceptibles d'être utilisées par les investisseurs. Il est donc nécessaire de pouvoir connaître et définir les principales catégories d'investisseurs.

Le terme « investisseurs » désigne deux principales catégories: les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels. Les premiers sont présents sur les marchés financiers depuis longtemps, alors que les seconds se sont fortement développés ces dernières années avec des pouvoirs capitalistiques en plein essor (Lavigne 2004).

Dans le monde, les investisseurs institutionnels représentent un poids économique très important, puisqu'ils détiennent environ 32 000 milliards de dollars d'actifs financiers aux Etats-Unis et 3 500 milliards de livres sterling au Royaume-Uni (OCDE, 2014). Leur présence en France également n'a cessé d'évoluer au fil du temps, comme le souligne la croissance du pourcentage de PIB que représentent leurs actifs financiers passé de 48% en 2000 jusqu'à 80 % en 2011 (OCDE, 2014). Les investisseurs individuels présents sur les marchés financiers représentent, quant à eux, un poids moins important dans l'économie mondiale, ils détenaient ainsi, à fin 2013, environ 7 000 milliards de dollars d'encours financiers aux Etats-Unis, 103 milliards de livres sterling au Royaume-Uni et 300 milliards d'euros en France.

Cependant, selon Kumar et Lee (2006) ou encore Kaniel et al. (2008) même si les investisseurs individuels ne contribuent pas grandement à l'économie financière, ils sont une importante source de liquidité des marchés financiers du monde entier.

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 depuis très longtemps, en raison de leur ancienneté sur les marchés financiers, son intérêt pour les investisseurs institutionnels s'est développé au fil de leur évolution sur les marchés. En effet, nous retrouvons une littérature abondante sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs individuels (Coram 2010, Arnold et al. 2009, Anderson et Epstein 1996, Epstein et Pava 1993) mais qui s'est essentiellement basée sur des études qualitatives prenant appui sur des interviews et donc fournissant uniquement des résultats déclaratifs, qui ne peuvent pas être empiriquement validés (Cascino et al. 2013).

La littérature académique relative aux investisseurs institutionnels s'est principalement intéressée, quant à elle, à :

- comprendre l'influence de la présence institutionnelle dans le capital des entreprises sur son gouvernement et sur les actions de son dirigeant (Ben m'barek 2010, Benkraiem 2007, Lafont-Debaer 2003, Bushee 1998).
- déterminer l'impact de leur présence sur l'évolution des cours boursiers des entreprises (Bushee 2004).
- mettre en avant l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels (Lafont-Debaer 2003, Bushee 2000, Kang et Stulz 1997, Payne et al. 1996).

Il ressort de ce panorama que peu d'études, et particulièrement en France, ont porté sur les besoins des investisseurs institutionnels en matière d'informations comptables et financières (IFC). Or, il est très important au vu de leurs poids économiques, d'identifier leurs besoins en IFC afin de pouvoir contribuer à l'élaboration d'un cadre conceptuel pouvant répondre aux besoins des principaux utilisateurs des états financiers. Ainsi, l'injonction de connaître les besoins en IFC des investisseurs est académique (Cascino et al. 2013, Burlaud et Colasse 2010) mais émane également des normalisateurs (Autorité des Normes Comptables).

Nous présenterons au cours de cette introduction, notre problématique de recherche (1.), puis son design (2). Nous nous attarderons ensuite sur ses intérêts (3) et enfin sur le plan de ce travail (4).

1. La problématique de recherche

Une problématique émerge d'une tension ou contraste entre deux ou plusieurs phénomènes (Quivy et Campenhoudt 2009).

Ainsi, 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 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.

En effet, définir les concepts clés relatifs à la préparation des états financiers et à la production d'informations financières et comptables pertinentes et surtout utiles aux principaux utilisateurs requiert avant tout de connaître précisément les caractéristiques propres et les besoins en IFC de ces acteurs.

Le normalisateur comptable international étant dans un modèle de gouvernance actionnariale centré sur la satisfaction des besoins en IFC des investisseurs professionnels comme le soulignent Giordano-Spring et Lacroix (2007) et Colasse (2006), connaître leurs besoins informationnels devient une nécessité. D'autant plus que 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 révèle la théorie d'agence élargie (Schneider 2000).

En effet, l'investisseur individuel investit dans le marché financier pour son compte propre, 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.

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 (que nous noterons ci-après situation de reddition) 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 questionnaire 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 qui respectent les préconisations de Kinney (1986) pour qui une bonne question de recherche est celle :

- s'intéressant au lien entre deux ou plusieurs concepts,
- qui peut être clairement et sans ambiguïté posée comme question,
- impliquant la possibilité d'effectuer des tests empiriques,
- et qui est importante pour la communauté de chercheurs.

Ainsi, nos questions de recherches se présentent comme suit :

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

Elles permettront de répondre aux différents objectifs suivants :

- identifier les besoins en IFC des investisseurs institutionnels ;
- déterminer les divergences entre les besoins en IFC des investisseurs institutionnels et individuels ;
- mettre en évidence le rôle du type de relation d'agence dans l'émergence de ces différences.

La figure suivante résume le processus de génération de notre problématique et de nos questions de recherche :

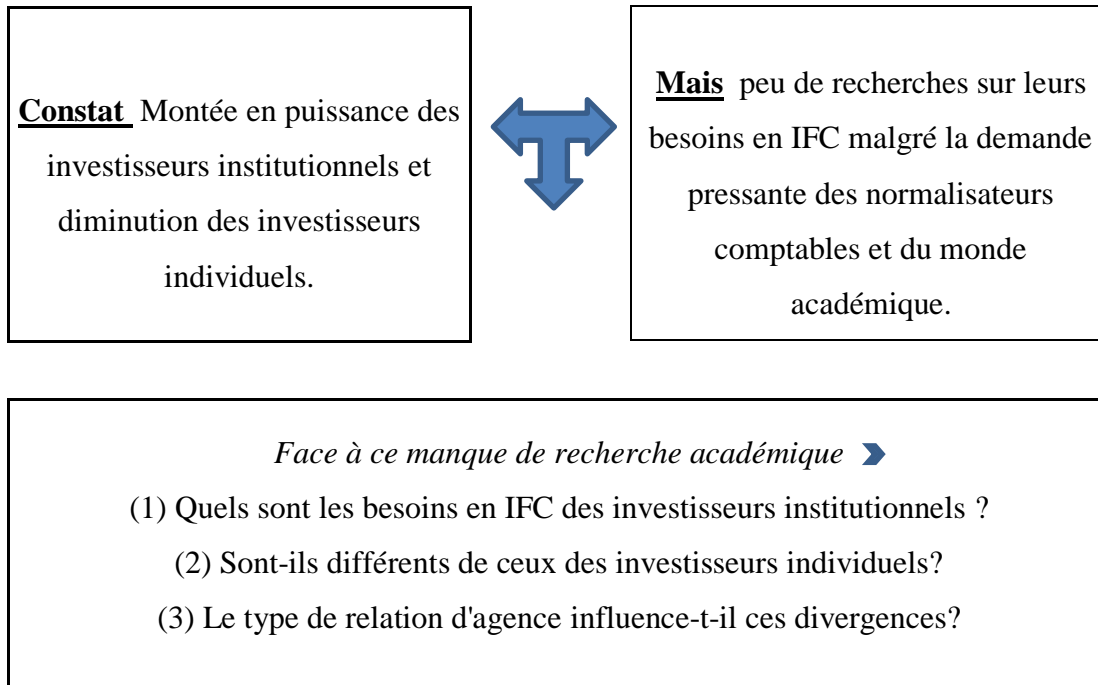


Figure 1 : Questions de recherche

A ce jour, il n'existe malheureusement pas, à notre connaissance, de recherches empiriques en France tentant d'identifier les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels. Ailleurs, seul Bushee (1998, 2004) a tenté de déterminer les informations financières et comptables intéressant les investisseurs institutionnels américains.

C'est ainsi qu'après avoir identifié les informations financières et comptables 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'informations financières et comptables comme le propose le cadre théorique retenu, la théorie d'agence élargie.

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 les deux études ont été réalisées. Après avoir mobilisé la théorie de l'agence élargie de Schneider (2000) complétée par la notion d'agent professionnel de Sharma (1997), nous avons pu mieux cerner la spécificité des investisseurs institutionnels par rapport aux investisseurs individuels en terme de besoins en IFC et ainsi formuler nos premières hypothèses de recherche.

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 informations financières et comptables des investisseurs institutionnels. C'est ainsi que nous avons combiné deux méthodologies: une étude qualitative exploratoire et une étude expérimentale.

La première étude a pour objectif de mieux cerner la nature et le processus d'utilisation des informations financières et comptables par les investisseurs lors de leurs évaluations d'actifs financiers. De plus, elle permet de finaliser notre cadre d'analyse des besoins en IFC des investisseurs.

Cette étude est de nature qualitative. Elle s'appuie sur des entretiens semi-directifs avec des gérants de fonds et des investisseurs individuels. Les résultats des 61 investisseurs interviewés ont été analysés via une analyse de contenu manuelle et informatisée.

En effet, la rareté des études se focalisant sur les investisseurs institutionnels, nous a poussé à opérer cette première étude exploratoire qui permet 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.

La deuxième étude réalisée permet de pallier l'aspect déclaratif des entretiens semi-directifs et de répondre à notre troisième question de recherche.

Elle est de nature quantitative et a pris la forme d'une expérimentation. En effet, notre protocole expérimental a pris la forme d'une prise de décision d'investissement dans un titre financier en fonction des informations financières et comptables que les participants auront décidé de consulter.

Ainsi, une liste de 25 IFC, issue des résultats de notre étude qualitative a été proposée aux participants, mais ils ne pouvaient en consulter que 10 au maximum. 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).

Notre protocole de recherche peut être résumé comme suit :

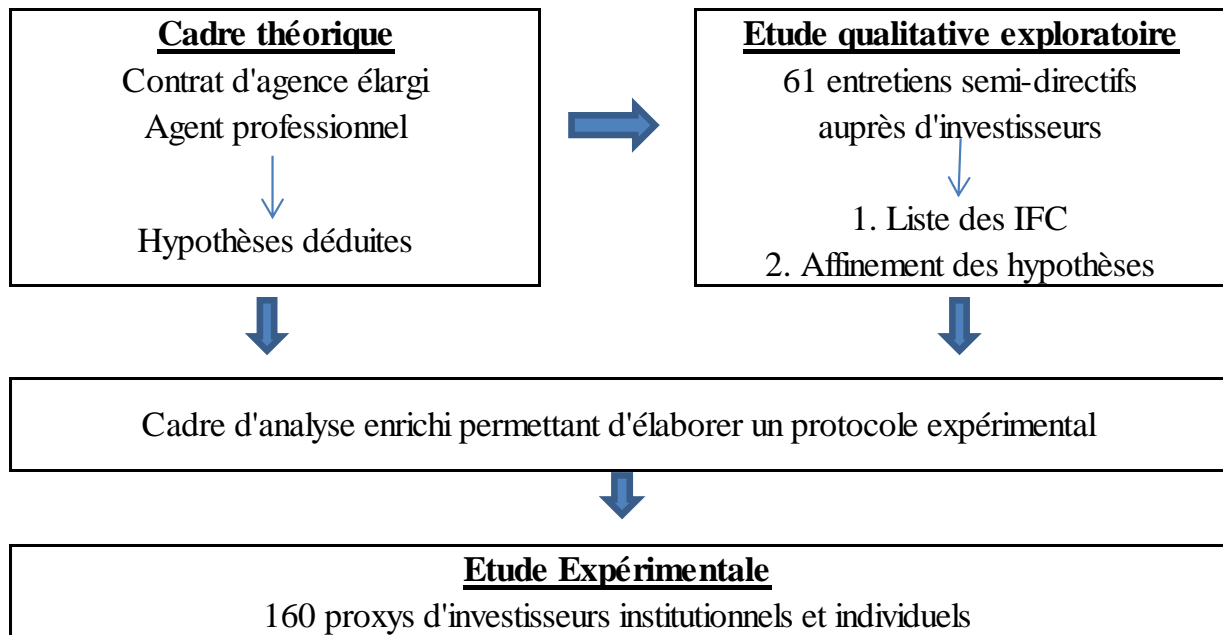


Figure 2 : Protocole de la recherche

3. Les intérêts de la recherche

Cette thèse présente trois apports importants : académique, méthodologique et réglementaire.

Tout d'abord, ce travail présente un intérêt académique à double titre : théorique et empirique. En effet, les investisseurs institutionnels sont des acteurs dont les besoins en informations financières et comptables sont très peu connus dans le monde et spécialement en France. Ainsi, notre recherche a pour ambition d'apporter des connaissances supplémentaires sur les besoins en informations de ces puissants acteurs économiques. Ensuite, le cadre théorique mobilisé à savoir celui de la théorie d'agence élargie, appliquée aux investisseurs institutionnels, couplée avec la notion d'agent professionnel introduite par Sharma (1997) n'a jamais été utilisé pour répondre à ce questionnement de recherche. En effet, peu d'études ont mobilisé ce cadre théorique afin de tester empiriquement ses hypothèses. Plusieurs auteurs ont appelé à réaliser des recherches empiriques sur ce sujet, peu étudié, malgré son importance (Cascino et al. 2013, Schneider 2002).

Sur le plan méthodologique, l'utilisation de deux études de natures différentes et ayant des objectifs distincts est précieuse. La combinaison d'étude qualitative exploratoire et d'étude quantitative empirique permet en effet de répondre à des stratégies de connaissances différentes (Jick 1979). Cependant, l'intérêt méthodologique majeur de ce travail de recherche reste l'utilisation de l'expérimentation. Cette méthodologie très utilisée dans plusieurs champs disciplinaires, tels que la finance, la psychologie ou encore le marketing, est très peu utilisée en comptabilité. Ainsi, l'originalité de notre protocole expérimental et son analyse reste une contribution majeure dans notre discipline. Pour preuve, le rapport de l'EFRAG (Cascino et al. 2013) soutient que pour répondre aux questions essentielles de savoir quelles informations financières et comptables sont utilisées par quelle catégorie d'investisseurs, il est essentiel « *de s'écarter des sentiers bien connus ... et d'explorer de nouvelles méthodologies telles que l'expérimentation.* »

Enfin, la contribution de cette thèse est également réglementaire et professionnelle puisqu'elle permet d'alimenter la réflexion et la discussion qui s'opèrent autour de l'élaboration du nouveau cadre conceptuel de l'IASB et le FASB. Connaître les besoins en informations financières et comptables des principaux utilisateurs des états financiers est primordial afin de produire un cadre conceptuel qui puisse répondre à leurs attentes. Sur le plan national, ce thème de recherche est également prioritaire pour l'Autorité des Normes Comptables (ANC) qui a eu la bienveillance de cofinancer cette recherche.

Les résultats de cette recherche pourront également intéresser les services communication des entreprises ou les services relation avec les investisseurs, afin qu'ils soient conscients des informations activement valorisées par chaque catégorie d'investisseur.

4. Le plan de la recherche

Ce document se présente en deux parties, la première est structurée en trois chapitres et vise à définir le cadre théorique et le cadre d'analyse de notre recherche. La deuxième partie contient deux chapitres consacrés à l'étude expérimentale menée ainsi que ces résultats.

Le premier chapitre vise à cerner les investisseurs institutionnels et leurs spécificités suivant la maturation des idées et des travaux. Nous nous sommes intéressés aux investisseurs individuels et aux différents organismes institutionnels tels qu'ils ont été définis par les textes juridiques et légaux, en soulignant la différence inhérente à leurs statuts ainsi qu'aux caractéristiques propres aux investisseurs individuels français. Nous sommes ensuite revenus à l'origine des investisseurs sur la place financière internationale, mais surtout sur la place financière française

et nous avons ensuite mis en avant leur importante montée en puissance au détriment des investisseurs individuels dont la détention capitalistique a été réduite de manière importante.

Notre second chapitre a permis d'exposer la théorie mobilisée pour cette étude et son intérêt pour nos objectifs de recherche. Nous expliquons pourquoi la théorie de l'agence ne peut être utilisée en l'état, pour répondre à nos questionnements de recherche. Nous présentons la théorie d'agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels couplée avec la notion d'agent professionnel introduite par Sharma (1997) et nous soulignons son intérêt ainsi que ses apports pour notre problématique de recherche. Enfin, nous exposons les hypothèses déduites du cadre théorique. Nous définissons dans un second temps, le concept d'informations financières et comptables. Nous soulignons également l'utilité de ces informations pour les prises de décisions des investisseurs et pour les principales théories comptables. Notre revue de littérature a permis de recenser toutes les études s'étant intéressées aux informations financières et comptables utilisées par les investisseurs individuels et professionnels. Enfin, nous concluons par la présentation de notre modèle de recherche.

Le troisième chapitre vise à compléter notre cadre d'analyse initial et présente notre première étude : l'étude exploratoire qualitative. Cette dernière a été essentielle pour mettre en lumière les véritables besoins en IFC des investisseurs et pour finaliser le cadre d'analyse de notre recherche. Ce chapitre expose notre guide d'entretien, le déroulement des entretiens semi-directifs, l'analyse des résultats obtenus et démontre leur utilité pour notre travail de recherche en illustrant comment ces premiers résultats ont permis d'alimenter notre étude expérimentale. Enfin, les hypothèses induites de cette étude ont été émises et ont permis de compléter les hypothèses issues du cadre théorique.

Le quatrième chapitre expose notre étude expérimentale. Ainsi, il présente tout d'abord une revue de littérature sur la méthodologie expérimentale et souligne ses principales notions et caractéristiques. Nous nous attardons ensuite sur la présentation de notre protocole expérimental, les pré-tests effectués et les méthodes d'administration de traitements choisies. Enfin, nous terminons ce chapitre en expliquant les choix statistiques opérés et en présentant les relations causales testées via notre modèle de recherche, à savoir l'effet médiateur et modérateur.

Le dernier chapitre présente et discute les résultats obtenus via notre étude expérimentale. Nous présentons ensuite les variables analysées via les statistiques descriptives et nous analysons les résultats des tests de nos hypothèses de recherche ainsi que des tests complémentaires menés.

Enfin, nous discutons les résultats obtenus autour de trois axes : en les commentant par le biais du cadre théorique retenu, en les croisant avec ceux de notre étude qualitative et enfin en invoquant le champ disciplinaire de la psychologie sociale.

La figure suivant permet d'illustrer notre plan de recherche :

Introduction générale

PREMIERE PARTIE

Les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels: la construction d'un cadre d'analyse

Chapitre 1

Les investisseurs institutionnels

Chapitre 2

Un cadre théorique pour étudier les besoins en IFC des investisseurs institutionnels

Chapitre 3

La contribution de l'étude qualitative

DEUXIEME PARTIE

Les besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs institutionnels: une étude expérimentale

Chapitre 4

La réalisation de l'étude expérimentale

Chapitre 5

Présentation et discussion des résultats de l'étude expérimentale

Conclusion générale

Figure 3 : Plan de la recherche

PREMIERE PARTIE – LES BESOINS EN INFORMATIONS
FINANCIERES ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS : LA CONSTRUCTION D’UN CADRE
D’ANALYSE

L’objectif de cette recherche est d’identifier les besoins en informations comptables et financières des investisseurs institutionnels et de montrer en quoi ils sont différents de ceux des investisseurs individuels. La première partie de ce document, propose en trois chapitres de présenter un cadre d’analyse afin de définir les différentes composantes de la problématique de recherche.

Dans le premier chapitre, nous présentons les investisseurs auxquels nous nous intéressons. Nous définissons les investisseurs individuels au travers de leurs caractéristiques et les investisseurs institutionnels en insistant sur les différentes typologies d’organismes institutionnels existants. Nous dressons également l’évolution historique des investisseurs institutionnels, dans le monde ainsi qu’en France, depuis leur émergence jusqu’à leur montée en puissance dans le début des années 2000, en insistant sur les facteurs qui ont permis cette expansion. Dans un second temps, nous mettons en lumière l’hétérogénéité des investisseurs institutionnels en résumant les principales classifications retenues dans la littérature, ainsi que leur spécificité par rapport aux investisseurs individuels.

Dans le second chapitre, nous développons le cadre d’analyse initial des besoins informationnels comptables et financiers qui sera mobilisé dans cette thèse. Nous exposons le cadre théorique de l’agence élargie. Puis, nous présentons la littérature s’étant intéressée aux besoins d’informations financières et comptables. Enfin, nous formulons notre modèle de recherche, notre protocole en insistant sur la spécificité de notre démarche méthodologique.

Le troisième chapitre quant à lui vient nourrir notre cadre d’analyse. En effet, fonder une étude empirique sur un cadre d’analyse théorique et un objet de recherche (les besoins en informations financières et comptables des investisseurs) très peu documenté nous a paru fragile. Il a été essentiel de réaliser une étude qualitative qui permet d’améliorer notre cadre d’analyse.

Nous présentons enfin notre étude qualitative exploratoire. Après avoir présenté les aspects méthodologiques, nous exposons par la suite les résultats obtenus grâce à la comparaison des

réponses des investisseurs individuels avec celles des investisseurs institutionnels. Et enfin, nous nous attardons à démontrer l'utilité de l'étude qualitative pour affiner notre modèle de recherche.

CHAPITRE 1 –
LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

INTRODUCTION

SECTION 1 – Les investisseurs individuels pour une mise en perspective

1. Les investisseurs individuels : identification et classifications
2. Le développement des investisseurs individuels

SECTION 2 – Qui sont les investisseurs institutionnels ?

1. Les investisseurs institutionnels : identification et classifications
2. Historique et développement des investisseurs institutionnels

SECTION 3 – Les spécificités des investisseurs institutionnels

1. Une catégorie très particulière
2. Une catégorie hétérogène

CONCLUSION

CHAPITRE 1 – LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

INTRODUCTION DU CHAPITRE 1

La littérature évoque deux grandes catégories d'investisseurs: les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels. Cette dernière catégorie présente de multiples spécificités.

Les investisseurs institutionnels sont devenus depuis la fin des années 1990 un pilier du capitalisme financier moderne et détiennent un montant important d'actifs financiers dans le monde. Les regards se sont particulièrement tournés vers eux, lors de la récente crise des subprimes où leur rôle a été pointé du doigt par de nombreux chercheurs (Diez-Esteban et al. 2014, Erkens et al. 2012, Mancotii et al. 2012). Les normes comptables nationales et internationales ont pour objectif principal de répondre aux besoins informationnels des investisseurs et ainsi contribuer au fonctionnement des marchés financiers mondiaux. Déterminer les besoins informationnels financiers et comptables des différents types d'investisseurs est donc primordial.

Ce premier chapitre a pour vocation de définir les termes composant notre objet de recherche. Avant de débiter la présentation du cas particulier des investisseurs institutionnels dans notre étude, nous traitons des investisseurs classiques, les investisseurs individuels. En effet, afin de cerner les besoins informationnels des investisseurs institutionnels nous les comparons à ceux de cette catégorie d'investisseurs mieux connue du monde académique. Nous dressons ainsi un portrait de l'investisseur individuel français et nous présentons son évolution dans le marché financier français (Section 1).

Ensuite, nous présentons une définition générale de l'investisseur institutionnel, et des principales catégories d'organismes institutionnels et de leur évolution dans le monde et en France en particulier (Section 2). Nous axons ensuite notre présentation sur la spécificité des investisseurs institutionnels en tant que catégorie d'actionnaires en présentant leur hétérogénéité dans la littérature et enfin, en soulignant leur spécificité en termes de compétences, de montant de transactions gérées et de biais comportementaux (Section 3).

SECTION 1 – LES INVESTISSEURS INDIVIDUELS POUR UNE MISE EN PERSPECTIVE

Avant d'examiner le cas spécifique des investisseurs institutionnels comme catégorie d'investisseurs dans le monde financier, nous présentons les investisseurs dits traditionnels ou classiques, à savoir les investisseurs individuels.

Ces acteurs intervenant sur les marchés financiers sont apparus bien avant les investisseurs institutionnels et leur arrivée n'est pas spécifiquement liée à la mondialisation financière (Allegret et Le Merrer 2007). Malgré le fait qu'ils aient intéressé les chercheurs depuis très longtemps (premier article datant de 1905 d'après la base de données EBSC), aucune définition précise de ces acteurs n'a jamais été proposée à notre connaissance.

Ainsi, nous proposons de définir ces acteurs classiques des marchés financiers (1.) en présentant les caractéristiques descriptives que leur ont attribuées les enquêtes et recherches faites à leurs sujets et nous soulignons leur développement dans le paysage financier européen et français (2) marqué par le déclin progressif de leur poids au fil des années.

1. Les investisseurs individuels : identification et classifications

Les investisseurs individuels ne sont pas clairement définis dans la littérature les concernant, mais il est d'usage de les définir par opposition avec les investisseurs institutionnels. En effet, on peut dire qu'un investisseur individuel est une personne physique qui investit seule dans les marchés financiers. Il s'agit d'un acteur qui ne dispose pas obligatoirement de compétences financières particulières afin d'investir dans les marchés financiers. Il n'est pas soumis à des contraintes hiérarchiques comme l'est l'investisseur institutionnel et enfin il est autonome dans la gestion de ces placements.

L'investisseur individuel peut néanmoins être défini par les caractéristiques descriptives que lui ont attribuées plusieurs études (1.1.) mais également par les différentes classifications qui sont faites de cet acteur dans la littérature (1.2.).

1.1. Les caractéristiques descriptives des investisseurs individuels

Plusieurs études se sont intéressées aux actionnaires individuels (Darras-Barquissau 2011, Baker et Haslem 1973, Broihanne et al. 2005, Lease et al 1974) et ont essayé de démontrer des caractéristiques communes à cette catégorie d'investisseurs afin de mieux la définir.

Une étude européenne de De Bondt et al. (2002) décrit l'investisseur individuel européen en se basant sur un questionnaire renseigné par 3 100 petits porteurs dans la zone Euro. Les résultats montrent que ce sont des investisseurs qui gèrent seuls leurs portefeuilles, dont la principale source d'information pour prendre leur décision d'investissement, est la presse financière et qu'ils pensent que le meilleur investissement à long terme reste les actions.

Une des études empiriques en France qui s'est intéressée à présenter des caractéristiques descriptives des investisseurs individuels est celle de Boolell-Gunesh (2008) dont l'échantillon se compose d'environ 90 000 porteurs de valeurs mobilières, entre la période allant de 1999 à 2006. Les résultats dressent un portrait-robot de l'investisseur individuel français et le décrivent comme étant un homme âgé en moyenne de 42 ans et réalisant une transaction par an. L'investisseur individuel français type investit dans les sociétés françaises et son portefeuille est majoritairement constitué d'actions. Enfin, elle souligne dans son étude que le nombre moyen d'années d'activité dans les marchés financiers des investisseurs individuels interrogés est d'environ 2 ans.

Une étude d'IPSOS en 2011 menée avec environ 1000 investisseurs individuels français en charge de portefeuille d'un montant supérieur à 15 000 euros a révélé quelques particularités de ces actionnaires qui permettent de mieux dresser leur portrait. Les résultats soulignent que la majorité des investisseurs individuels français sont des hommes retraités âgés de plus de 50 ans. Leur portefeuille est constitué en majorité d'actions et son orientation se dit équilibrée, c'est-à-dire qu'ils recherchent la sécurité de leurs placements en priorité, puis un rendement. Leur ligne d'actifs financiers est concentrée, car la majorité d'entre eux déclarent ne détenir que 6 lignes dans leur portefeuille.

Les résultats démontrent également les critères déclarés comme étant les plus importants lors de leurs prises de participation avec un classement par ordre de préférence, les éléments suivant : la situation financière de l'entreprise et plus précisément sa performance, la performance du titre financier, le secteur d'activité de l'entreprise et enfin la politique de la société vis-à-vis des actionnaires. Les interviewés déclarent également utiliser par ailleurs, comme source principale d'information la presse en ligne.

Nous nous attardons à présent sur l'étude la plus récente menée par Havas Paris-CSA (2014), qui a interrogé environ 450 investisseurs individuels afin de proposer une cartographie de ces acteurs et ainsi mieux définir leurs caractéristiques. Les caractéristiques descriptives relevées par cette enquête démontrent que la majorité des investisseurs individuels français sont actifs et âgés de moins de 65 ans. La concentration de leur portefeuille est toujours avérée, car la majorité déclare toujours investir dans moins de 6 entreprises du CAC 40, et le montant de leur portefeuille est pour la majorité inférieure à 20 000 euros. L'enquête démontre également que ce type d'investisseurs n'est pas expert en finance, il ne consulte pas régulièrement les cours de bourse, limite le nombre de ses transactions à moins souvent qu'une fois par mois et ne recherche pas à réaliser un profit à tout prix par souci de prudence. Par ailleurs, ils ont pour la plupart une vision long terme de leur placement car 44% d'entre eux déclarent détenir leurs actions pendant plus de 5 ans.

Cette typologie d'actionnaires utilise comme principale source d'information les sites spécialisés comme « boursorama » et ne sont pas attentifs qu'aux informations financières des entreprises mais plus largement aux capacités d'innovation des entreprises, leurs stratégies, leurs présences à l'international et enfin leur gouvernance. De plus, 30% des répondants assurent n'être pas satisfait du contenu de ces informations.

Nous pouvons constater une légère évolution dans les caractéristiques générales des investisseurs individuels (âge, situation professionnelle) sans pour autant que cela ne modifie leur définition historique comme étant des individus peu experts en finance des marchés, détenant un portefeuille peu diversifié et ayant une vision long terme et très prudente de leur placement.

Nous allons à présent introduire les classifications qui ont été faites de ces investisseurs individuels dans la littérature.

1.2. Les différentes classifications des investisseurs individuels

L'enquête d'Havas Paris-CSA (2014) a permis de cartographier les investisseurs individuels et a ainsi offert une meilleure compréhension de ces acteurs. Ainsi on retrouve pour 29% des répondants, des investisseurs de circonstance et pour 26% des investisseurs dit patrimoniaux. Ces deux classes d'investisseurs individuels représentent plus de la moitié des répondants (55%).

Les caractéristiques du groupe dit « de circonstance » sont les suivantes: ce sont des personnes issues de milieu rural qui entretiennent une relation très détachée avec leur placement financier.

Ils détiennent un portefeuille très restreint et investissent de petits montants en bourse. Ils sont très passifs dans leur comportement et connaissent très peu les entreprises où ils investissent.

Cette passivité a été soulignée également par Darras-Barquissau (2011) qui la définit comme étant un des critères qui permet de classer les investisseurs. Mtanios et Paquerot (1999) soulignent que seuls 4% des investisseurs individuels se déplacent en assemblées générales et que 43% votent par correspondance.

Concernant les investisseurs dits « patrimoniaux », ce sont généralement des hommes retraités disposant d'un portefeuille réparti sur de nombreuses entreprises et très prudents dans leur gestion d'actifs. Ils ont une vision long termiste du placement, effectuent peu de transactions en bourse mais consultent régulièrement les cours de bourses et s'aident pour leur prise de décision de placement de la presse spécialisée. Cette typologie d'investisseur individuel est plus sensible que la moyenne des répondants aux informations relatives à la stratégie et au management des entreprises.

L'étude qualifie ensuite le troisième type d'investisseur individuel, « d'investisseur 2.0 » qui représente 19% des répondants. Il s'agit de groupe d'investisseur ayant une relation beaucoup plus détachée avec les entreprises, dans lesquelles ils détiennent des titres financiers car ils ont hérité de ce patrimoine. Ils ont en moyenne 35 ans et leur contact avec le monde des marchés financiers s'est fait de manière précoce. Ils réalisent fréquemment des transactions et sont très attentifs aux conseils des analystes financiers pour leurs décisions d'investissement. Ce sont des investisseurs qui sont sensibles aux informations concernant la composition de l'actionnariat et concernant la politique du développement durable des entreprises.

L'avant dernier groupe de cette cartographie est l'investisseur dit « amer », amer car ce sont des personnes qui ont perdu beaucoup d'argent en bourse. Il s'agit d'une catégorie où la proportion de femmes retraitées est plus importante que la moyenne. Très peu actives sur les marchés financiers, elles ne consultent que très rarement les cours de bourse et détiennent leurs actions depuis très longtemps. Elles ne se préoccupent pas des entreprises dans lesquelles elles détiennent des titres et ne sont sensibles à aucune information émises par celles-ci. Elles souhaitent se retirer du marché financier qu'elles jugent trop complexe.

Enfin, la dernière catégorie d'investisseur est dite « financière » car ce sont des acteurs qui ont des connaissances financières et qui en usent afin de gérer leur placement financier. Ils ont pour la majorité un horizon de placement court terme et cherchent à faire profit le plus rapidement possible. Ils ne se soucient pas des entreprises mais seulement de leurs cours de bourse et de

leurs dirigeants. Ils sont également très attentifs aux rumeurs concernant les entreprises dans lesquelles ils sont actionnaires.

Après avoir défini les investisseurs individuels à travers différentes études récentes, nous allons à présent nous attarder sur la naissance et le développement de l'investissement individuel français.

2. Le développement des investisseurs individuels

Les investisseurs individuels ont été présents bien avant les investisseurs institutionnels sur les marchés financiers. Leur développement sera présenté ci-après pour montrer le déclin relatif qu'a connu ce type d'investisseurs au profit d'une autre catégorie plus sophistiquée, les investisseurs institutionnels. Nous évoquerons d'abord l'évolution des investisseurs individuels dans l'union européenne de manière générale (2.1.) puis en France (2.2.).

2.1. Dans l'Union Européenne

Avant de s'attarder sur le développement des investisseurs individuels dans l'union européenne, nous allons commencer par présenter le développement qu'a connu la capitalisation boursière des sociétés de ces pays de 1975 à 2011.

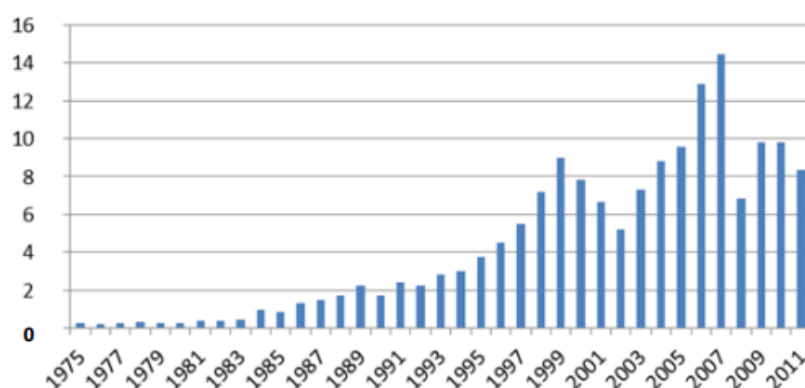


Figure 4: Capitalisation boursière des sociétés européennes cotées (milliers de milliard de £)

Source : Davydoff et al. (2013).

Nous remarquons que la capitalisation boursière des sociétés européennes a progressé très timidement de 1975 à 1991, pour débiter réellement son ascension au début des années 2000. Le principal facteur pouvant expliquer cette progression est les vagues de privatisations

qu'a connues plusieurs pays de la zone euro, tel que l'Angleterre en 1979 et la France vers 1986, et qui ont permis de rendre le marché financier plus liquide et l'ouvrir ainsi à un plus grand nombre d'investisseurs. Guiso et al. (2001) soulignent également que cette progression peut être expliquée par les campagnes d'informations qui ont été lancées par les gouvernements européens afin de familiariser les ménages avec les produits financiers tels que les actions. Nous remarquons également une chute considérable de la capitalisation dans les années 2000 qui est expliquée par la bulle internet qui avait frappé le monde financier, puis une nouvelle chute vers 2008 suite à la crise financière des « subprimes ».

Concernant l'évolution de la détention des sociétés européennes par les différents types d'investisseurs, elle se présente comme suit :

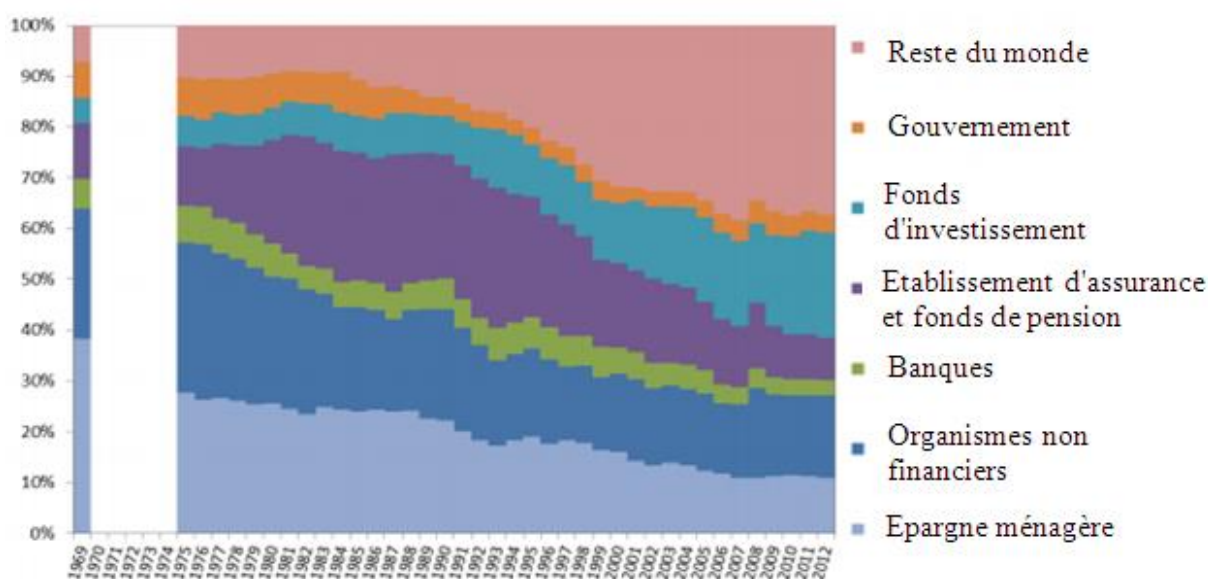


Figure 5 : Tendance de la structure de l'actionnariat de la zone euro

Source : Traduit de Davydoff et al. (2013).

En examinant cette figure nous constatons les profonds changements qui ont affecté la structure de l'actionnariat dans la zone euro depuis 1969 :

- une montée en puissance de l'actionnariat étranger qu'il soit individuel ou institutionnel qui est passé de 10% en 1975 à 45% fin 2012 ;
- une baisse de la participation de l'état ;
- une augmentation de l'actionnariat institutionnel dans son ensemble ;
- et enfin, une baisse importante de l'actionnariat individuel passant d'environ 40% en 1969 à 11% à fin 2012.

Nous allons à présent nous intéresser de plus près à l'importante chute de l'actionnariat individuel dans la zone euro en examinant la figure suivante :

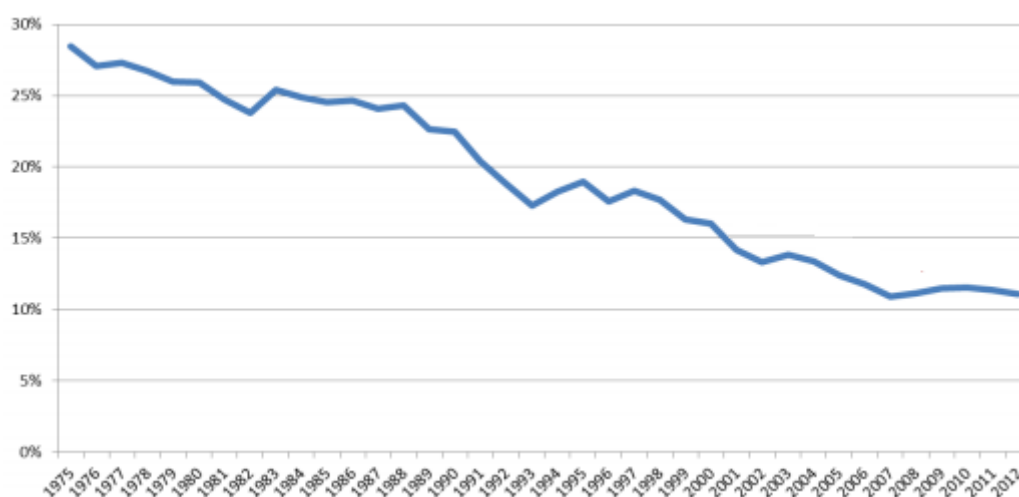


Figure 6 : Part de l'actionnariat individuel dans la structure de propriété des sociétés européennes

Source : Adapté de Davydoff et al. (2013).

La tendance générale souligne le déclin important qu'a connu l'actionnariat individuel depuis 1975. Cependant, nous remarquons une stabilisation de la structure actionnariale individuelle depuis 2007. Ceci peut être expliqué par les taux relativement bas qui ont été proposés après la crise financière et qui ont pu attirer cette catégorie d'investisseurs, mais également la facilité d'accès aux transactions financières via la démocratisation d'internet (Davydoff et al. 2013). Le rapport souligne également les obstacles que rencontrent les investisseurs individuels lors de leurs participations aux marchés financiers qui sont : le coût d'accès aux marchés financiers, leurs biais comportementaux et la taxation des dividendes élevée dans plusieurs pays de la zone euro.

Après avoir observé de la tendance globale du marché européen, nous allons à présent nous attarder sur le cas des investisseurs individuels français.

2.2. En France

La tendance européenne ne fait que se confirmer en France. En effet, en examinant la figure suivante nous ne pouvons que constater le déclin considérable des flux de placements financiers des ménages français depuis 2002 à 2012.

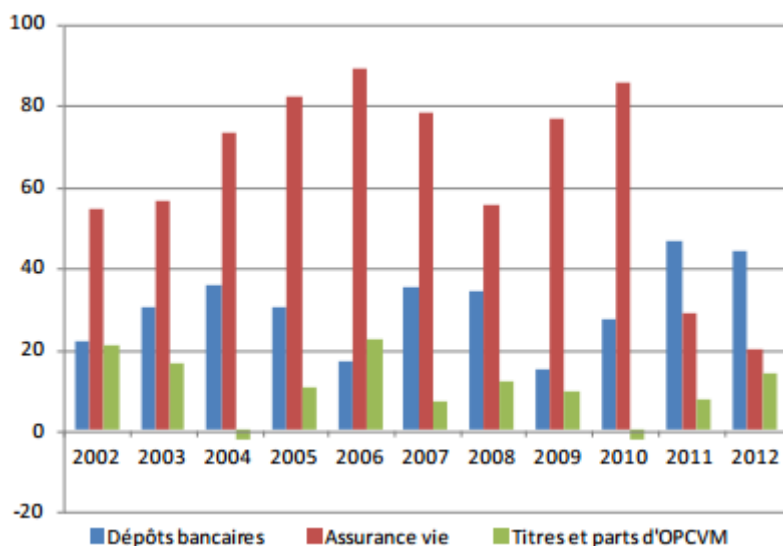


Figure 7 : Principaux placements financiers des ménages français (flux en milliards d'euros)

Source : Rapport de la banque de France (2013)

Les flux de placements financiers connaissent depuis 2011 des niveaux historiquement bas. Ils sont passés de 96 milliards d'euros en 2011 à 87 milliards d'euros en 2012 pour chuter encore à 71 milliards d'euros à fin 2013 (Banque de France, 2014).

Le rapport de la banque de France explique ce phénomène par une fiscalité de moins en moins avantageuse et par le contexte d'incertitude économique dans lequel nous nous trouvons actuellement. Selon Arrondel et Masson (2011), cette incertitude fait diminuer l'épargne des ménages français. Ils constatent que le taux d'épargne financière des ménages français était en 2009 d'environ 6% par rapport à un taux global d'épargne de 16,3%.

La structure de l'actionnariat des sociétés françaises est également parlante concernant la part des investisseurs individuels comme le souligne le graphique suivant :

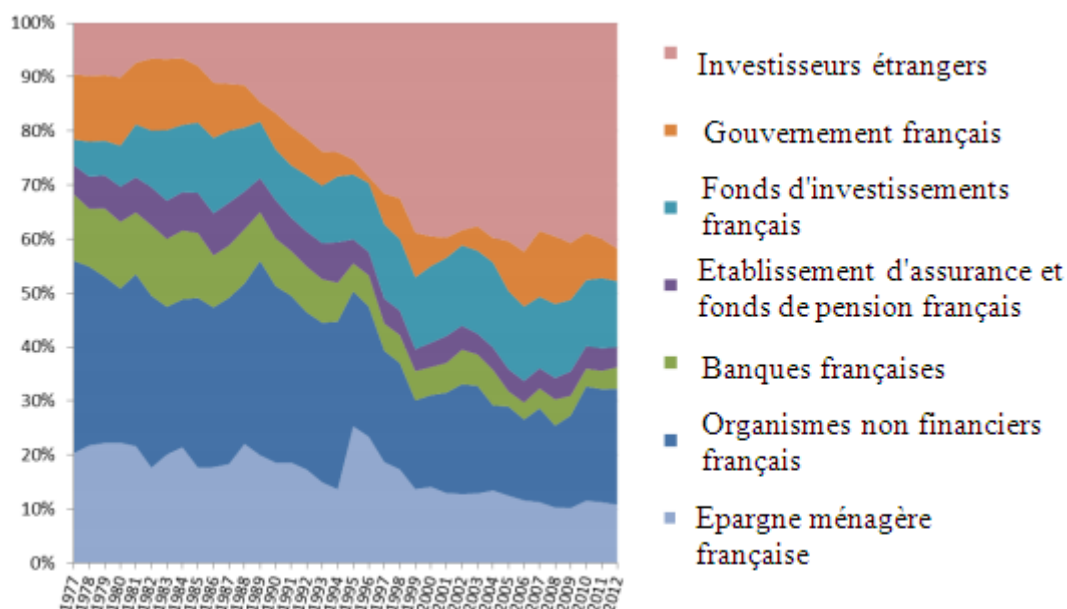


Figure 8: Structure de l'actionnariat des sociétés françaises

Source : Traduit de Davydoff et al. (2013).

Nous pouvons constater que la structure du capital des entreprises françaises a énormément changé ces dernières années avec :

- une montée en puissance de l'investissement étranger qui passe de 10% à 40% fin 2012,
- un déclin considérable et important de l'actionnariat individuel qui est passé de 20% de la capitalisation des sociétés françaises à la fin des années 1980 jusqu'à 11% à la fin de 2012.

En France, l'actionnariat individuel est faible et en déclin progressif selon la fédération européenne des bourses (FESE 2007). Garnier (2002) explique que la faiblesse de l'investissement individuel en France peut être expliquée par trois raisons principales : une forte aversion au risque des ménages français, un système de retraite par répartition qui n'encourage pas les ménages à épargner et une fiscalité contraignante.

En effet, le nombre d'investisseurs individuels est évalué à 4,1 millions d'euros à la fin 2013 alors qu'il était de 7,1 millions, 10 ans auparavant avec un recul record de 2,3 millions en fin 2008 (Darras-Barrisquau 2011). Lombard et Mucherie (2010) qualifient le modèle français de « capitalisme sans capital » du fait du nombre très peu important de l'investissement individuel en France.

Le graphique suivant retrace l'évolution de ce type d'investisseurs en France :

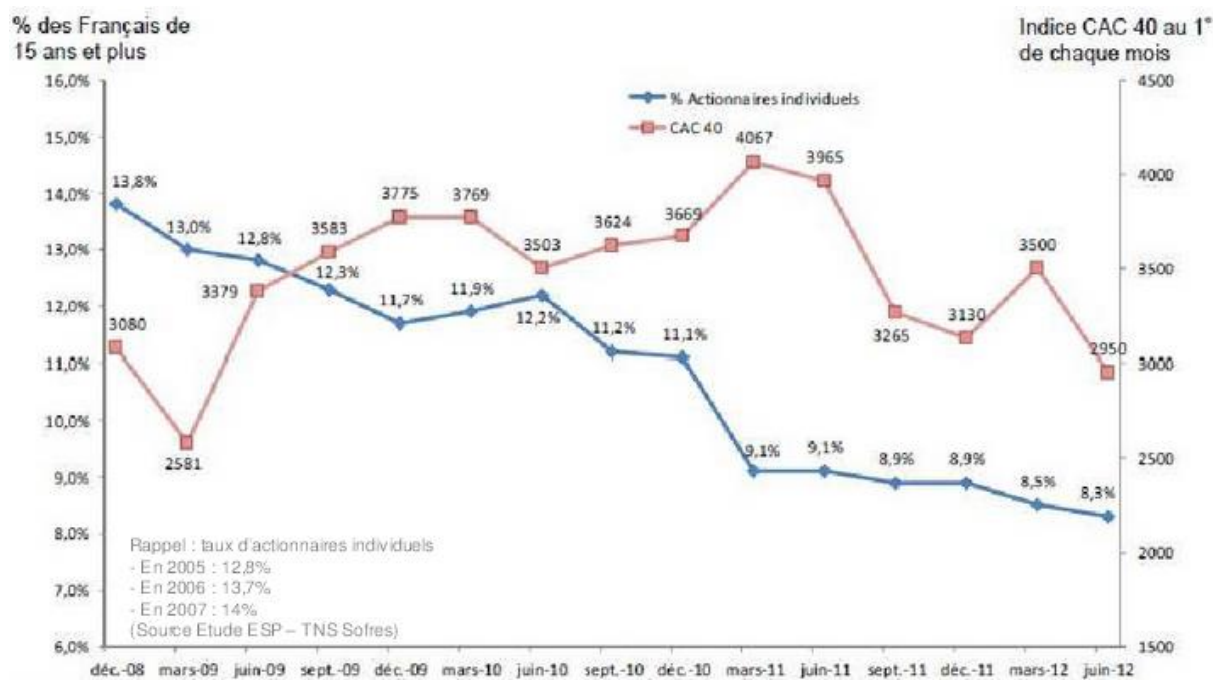


Figure 9 : Evolution des actionnaires individuels de décembre 2008 à Juin 2012

Source : Léauté et al. (2013)

Nous pouvons constater la dégradation du taux de l'actionnariat individuel français qui passe d'environ 14% en 2007 à 8% en 2012. Le poids de cette catégorie d'investisseurs devient alors au fil du temps de moins en moins important dans l'économie française, alors qu'en parallèle le poids d'une autre catégorie d'investisseurs ne cesse de croître, celle des investisseurs institutionnels...

SECTION 2 – QUI SONT LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?

Dans cette section, nous présentons les investisseurs institutionnels et retraçons leur évolution dans le paysage financier depuis leur émergence aux Etats-Unis dans les années cinquante.

Selon Merton et Bodie (1995), l'un des rôles les plus importants des investisseurs institutionnels est qu'ils contribuent à l'efficacité globale du marché financier. De ce fait, ils contribuent à l'évolution de l'économie mondiale (Maria 2012). En effet, partout dans le monde, l'actionnariat institutionnel dans les entreprises ne cesse d'augmenter. Les investisseurs institutionnels détiennent ainsi aujourd'hui environ 50% de la capitalisation boursière française (CAC 40)¹, plus de 70% aux Etats-Unis et en Grande Bretagne². Ils sont donc devenus des acteurs incontournables des marchés financiers mondiaux.

Connelly et al. (2010) soulignent « *qu'il y'a 25 ans, les entreprises ne se préoccupaient ni de connaître ni de satisfaire leurs actionnaires ; aujourd'hui, elles sont non seulement parfaitement conscientes de leur importance mais elles sont en contact régulier avec les plus influents d'entre eux, et prennent des mesures en réponse aux désirs des actionnaires. Elles sont également conscientes que la sécurité de leur emploi se trouve dans les mains de leurs investisseurs.* »

Ainsi, l'importance économique et le poids de ces acteurs dans les marchés financiers, rend nécessaire de mieux les connaître.

C'est ainsi que dans cette section, nous présentons l'objet de notre recherche, à savoir, les investisseurs institutionnels et retraçons leur évolution historique. Nous essayons dans un premier temps de définir ce terme (1), ensuite nous allons voir comment ces nouveaux acteurs se sont développés et ont évolué au cours de ces dernières années (2).

¹ D'après calcul fait sur différentes bases de données (Infanciales, Data Stream, Point Risk, Amadeus) jusqu'à fin 2012.

² D'après le rapport de la SEC 2010 :

<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515808#.UnlhKXAYK5c>

1. Les investisseurs institutionnels : identification et classifications

Une présentation générale des investisseurs institutionnels doit d'abord commencer par une définition du terme en lui-même (1.1) et ensuite par une présentation des différents organismes pouvant avoir le statut institutionnel (1.2).

1.1. Les investisseurs institutionnels ?

Il existe plusieurs définitions dans la littérature. Selon Boulier et Prado (2005), les investisseurs institutionnels sont des « établissements ou organismes structurellement excédentaires, généralement dotés de la personnalité morale, qui placent régulièrement des capitaux, en ayant de plus en plus recours à la délégation de leur gestion, sur les marchés financiers ou immobiliers. »

Menkhoff (2002) les définit comme étant des investisseurs sur les marchés financiers qui ne sont ni les ménages privés ni les institutions publiques. Brancato (1997) quant à lui souligne que ce terme désigne « un investisseur dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations ».

Cette dernière définition met en évidence la fonction principale des investisseurs institutionnels, celle d'intermédiaire entre l'épargne et l'investissement (cf. figure 10). En effet, ce type d'investisseurs dispose clairement des moyens nécessaires afin de gérer au mieux les fonds que lui confient les épargnants. Cependant, nous pouvons relever qu'elle n'insiste pas sur la distinction entre investisseurs institutionnels et investisseurs individuels.

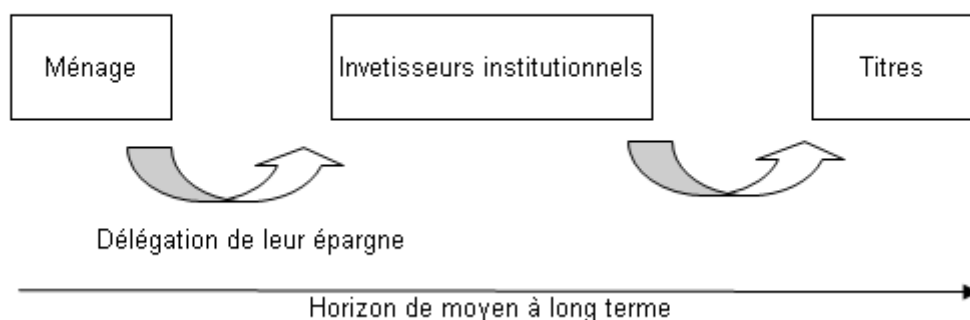


Figure 10 : Fonction des investisseurs institutionnels

Source : Lavigne (2004, p 17)

Celle de Lang et McNichols (1997, p.1), en revanche y fait clairement référence : « *les investisseurs institutionnels sont des investisseurs de grande taille, autres que les personnes physiques, qui exercent une discrétion sur les investissements d'autrui* ».

Ces définitions permettent de bien identifier les investisseurs institutionnels, mais elles ne mettent pas en relief l'objectif principal de leur gestion, qui est selon plusieurs auteurs, notamment Bricker et Chandra (2000), la rentabilité.

Leur rôle dans le système financier a été évoqué par Boubel et Pansard (2004), ils exposent dans un premier temps l'objectif du système financier, à savoir de faire rencontrer les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement, pour ensuite se focaliser sur le rôle d'intermédiaire financier qu'assume l'investisseur institutionnel.

Les investisseurs institutionnels sont donc des agents de la finance indirecte, dans la mesure où ils assurent le rôle d'intermédiaire financier entre les prêteurs de capitaux et les emprunteurs.

Les investisseurs institutionnels sont donc des organismes gérant, pour le compte des épargnants, des portefeuilles d'actions ou d'obligations de différentes entreprises afin de les rentabiliser.

Afin d'appréhender les besoins informationnels comptables et financiers des investisseurs institutionnels, il a été essentiel de faire le lien entre l'objet de recherche (à savoir les investisseurs institutionnels) et l'objet observé (gestionnaire de fonds).

En effet, l'investisseur institutionnel étant un organisme, une personne morale, c'est le gestionnaire de fonds qui agit au sein de cette institution. Ainsi, déterminer les besoins informationnels comptables et financiers des investisseurs institutionnels reviendrait à déterminer celui de leurs gérants de fonds.

Alphonse et al. (2009) soulignaient que les gérants de fonds jouent un rôle important dans le bon fonctionnement et l'efficacité des marchés financiers et sont en permanence à la recherche de nouvelles informations.

Le gestionnaire de fonds est la personne qui s'occupe des décisions d'investissement dans une société de gestion. Il effectue ainsi les ordres d'achat ou de ventes des titres financiers selon les objectifs et la stratégie de l'institution qui l'emploie. Il est également la personne responsable, au sein de la société de gestion, de sa stratégie d'investissement et de la composition de son portefeuille. Il est donc l'interlocuteur le mieux placé au sein des différents organismes institutionnels pour répondre à nos questions de recherche.

Smith et Goudzwaard (1970) ainsi que Chevalier et Ellison (1999) démontrent que le niveau d'éducation des gestionnaires de fonds impactent directement la performance affichée par l'organisme. Masood et Sergi (2009), quant à eux, expliquent l'impact des caractéristiques des gestionnaires de fonds sur la performance de leurs fonds.

On retrouve également au sein des organismes institutionnels, les analystes financiers qui ne s'occupent pas de prendre la décision d'achat ou de vente de titre financier mais s'occupe plutôt à retraiter certaines informations financières et comptables pour le compte du gérant de fonds.

1.2. Les principaux organismes institutionnels

L'objectif est ici de donner un bref aperçu des principaux organismes institutionnels existants. Bien des auteurs ont insisté sur l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels (Benkraiem 2007, Bushee 2004, Demargny 1994) et sur le fait qu'au sein d'une même catégorie des différences également peuvent exister.

Selon la Security and Exchange Commission (*Investment company act* 1940, section 5), Jeffers et Plihon (2002) mais aussi Plihon et Ponssard (2002), les investisseurs institutionnels peuvent être regroupés en trois principales catégories : les fonds de pensions (1.2.1), les banques et les compagnies d'assurance (1.2.2) et enfin les organismes de placement collectif (1.2.3).

Cette liste des investisseurs institutionnels selon le statut de l'organisme a été complétée par Brophy et al. (2009) qui proposent d'y inclure les hedge funds comme étant des investisseurs de dernier recours (1.2.4).

1.2.1. Les fonds de pension

Davis (1995) définit cet organisme organisationnel comme étant « *des institutions financières, sponsorisés par des institutions non financières, collectant et investissant les fonds sur le marché financier pour rembourser les adhérents sous formes de pensions* ». Thornton (1994) quant à lui précise qu'ils « *empruntent, à tous les employés passés, futurs et présents, de l'argent à des taux d'intérêt faibles afin de l'investir dans un portefeuille diversifié d'actifs financiers* ». On peut dire alors que les fonds de pension sont des institutions financières dont l'activité principale est de collecter les contributions salariales et/ou patronales et de les investir dans les actifs afin d'assurer le paiement des prestations futures de retraite de leurs adhérents. Les versements prennent la forme de rentes viagères ou encore de capital. Il s'agit d'une forme d'assurance de retraite pour les salariés (Boubel et Pansard 2004).

Le montant des actifs financiers gérés par les fonds de pension français n'a cessé de croître mais sans jamais atteindre l'importance occupée par les fonds anglo-saxons et hollandais en raison de l'importance en France du système par répartition (cf. tableau 1).

<i>(en pourcentage du PNB)</i>					
Pays	1970	1975	1980	1985	1990
Royaume-Uni	43	37	46	83	97
USA	37	37	42	57	68
Allemagne	10	11	14	19	22
Japon	8	10	13	20	41
Canada	31	28	31	39	46 ^a
Pays-Bas	45	51	63	86	107
Suède	42	48	51	55	63
Suisse	51	55	70	82	n.d.
Danemark	14	14	19	31	n.d.
Australie	26	21	20	26	39
France	6	7	7	9	13 ^b
Italie	n.d.	4	3	6	12 ^c

Tableau 1 : Assurance vie et actifs des fonds de pension

Source : Charpentier (1997, p 94).

Les prestations de retraite étaient un moyen d'inciter les salariés à rester dans l'entreprise, car ils ne pouvaient les toucher qu'après avoir travaillé un certain nombre d'années dans l'entreprise.

La mise en place de ces fonds de pension au sein des entreprises diffère selon les pays (Lavigne 2004). Aux Etats-Unis, les fonds de pension sont gérés sous forme de « *trust* » qui offre un statut juridique distinct de l'entreprise dont ils sont issus et une séparation du patrimoine de l'entreprise de celui de ces adhérents. Le *trust* adopte théoriquement un horizon de long terme, puisqu'ils ont l'obligation de gérer les fonds issus des cotisations dans l'intérêt exclusif des futurs bénéficiaires.

En France, le principe de la retraite par répartition domine et représente le troisième étage du financement des retraites, après le régime de base et le régime supplémentaire qui reposent quant à eux totalement sur un régime par répartition. Ainsi, nous pouvons citer quelques organismes ou dispositifs dont le fonctionnement s'apparente aux fonds de pension, tels que définis dans la littérature: Préfon, Plan d'Epargne Retraite Populaire, Plan d'Epargne Retraite Entreprise.

1.2.2. Les compagnies d'assurance et les banques

Les compagnies d'assurance sont des intermédiaires financiers, qui élaborent des contrats ayant pour objectif de protéger les souscripteurs d'un risque de pertes financières, associées à la réalisation d'un événement spécifique (Boubel et Pansard 2004). Généralement, seules les assurances en cas de vie sont assimilées à des produits d'épargne.

Les assurances utilisent par conséquent, un mode de gestion à long terme qui consiste à capitaliser les cotisations. Parallèlement à cette activité « traditionnelle » des compagnies d'assurance, celles-ci peuvent prendre le rôle de gestionnaire d'actifs pour le compte de fonds de pension. Selon Boubel et Pansard (2004), les compagnies d'assurance ont une position privilégiée pour capter les mandats de gestion des fonds de retraite des entreprises et tout particulièrement, les petites entreprises dont la taille rend trop coûteuse la mise en place de leurs propres fonds de pension.

La fonction d'investissement des compagnies d'assurance et de réassurance garantie que les primes collectées à l'avance peuvent être réinvesties jusqu'à ce que la nécessité de paiement des coûts et des charges liés à l'assuré apparaisse (Njegomir et al. 2010).

Les compagnies d'assurance réalisent leur fonction d'investissement en créant des fonds et en faisant payer les primes d'assurance à l'avance tandis que les réclamations fondées sur les dommages et intérêts sont payées successivement au cours de l'année. Toutefois, le principal motif pour l'assurance de recourir à ce moyen d'investissement est d'accroître la sécurité des assurés en leur offrant une rentabilité et une liquidité supplémentaire ainsi que d'accroître la rentabilité des capitaux employés pour les actionnaires. Ainsi, l'investissement est très important pour les compagnies d'assurance car il accroît leur liquidité, solvabilité, rentabilité et par conséquent leur cote de crédit (Ciric et Njegomir, 2012).

Les sociétés d'assurances représentent un poids important dans l'industrie d'investisseurs institutionnels en France. En effet, ils gèrent environ 2 238 milliard d'euros d'actifs financiers au premier semestre de l'année 2014 (OCDE) sur un total de 3 470 milliard d'euros gérés par les investisseurs institutionnels.

Les banques interviennent à deux niveaux en tant qu'investisseurs, en détenant des placements directs et par la gestion d'épargne pour le compte des tiers. Selon Godowski et Maque (2009), les banques jouent le rôle d'intermédiaire financier en transformant les actifs financiers en production de liquidité.

1.2.3. Les organismes de placement collectif (OPC)

Ces sociétés financières collectent des fonds auprès des particuliers, des entreprises et des autres investisseurs institutionnels afin de les placer sur les marchés monétaires, des capitaux et des biens immobiliers pour acquérir d'autres actifs financiers.

Ce type d'organisme permet aux diverses entités (particuliers, entreprises) d'investir dans des marchés difficilement accessibles tels que les marchés étrangers tout en bénéficiant de l'expérience et des compétences de gestionnaires professionnels (les investisseurs institutionnels) (Boubel et Pansard 2004).

De manière générale, les OPC ne garantissent aux épargnants ni une bonne performance ni d'éventuels revenus, ces derniers supportent donc seuls le risque de marché. Les OPC proposent un portefeuille diversifié d'actifs aux épargnants et de le faire fructifier afin d'en retirer le rendement le plus élevé possible. Selon Gitman et Joehnk (2003), quand un investisseur achète une part d'un OPC, il devient copropriétaire d'un portefeuille diversifié de titres financiers.

Les OPC diffèrent considérablement selon les pays. Aux Etats-Unis, ces organismes correspondent à des *mutuals funds* (fonds mutuels) qui sont présents sous la forme de société d'investissement à capital fixe. En France, les OPC prennent la forme d'organisme en placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). Les encours de cette catégorie d'investisseurs institutionnels en France, s'élèvent à 1 179 milliards d'euros au 31/12/2013 (Rapport AMF 2014).

1.2.4. Les «hedge funds»

Bien que présents sur le marché financier depuis longtemps, ces fonds ne disposent pas encore d'une définition unanimement acceptée. Néanmoins, on peut citer celle de Capocci (2009):

« Un hedge fund est une association privée d'investissement utilisant un large éventail d'instruments financiers classiques et des techniques spécifiques comme la vente à découvert d'actions, les produits dérivés, le levier ou l'arbitrage, et ceci sur différents marchés. Généralement, les gérants de ces fonds y investissent une partie de leurs ressources et sont rémunérés suivant leur performance. Ces fonds exigent souvent des investissements minimums élevés et leur accès est limité. Ils s'adressent particulièrement à une clientèle fortunée, qu'elle soit privée ou institutionnelle. »

Liang (1999) spécifie que ce sont des « *partenariats d'investissement privé dans lesquels les partenaires principaux sont des investissements personnels substantiels. Ces fonds peuvent prendre des positions à long terme ou court terme, utiliser l'effet de levier et les produits dérivés, investir dans des portefeuilles concentrés et se déplacer très rapidement entre plusieurs marchés financiers. Ils prennent habituellement de gros risques dans leurs stratégies spéculatives.* »

Dans ces deux définitions on retrouve de nombreuses spécificités propres à l'industrie des « *hedge funds* ». Tout d'abord, ils sont réputés peu régulés, en effet, ils préfèrent se domicilier dans des zones offshore afin d'échapper à toutes contraintes réglementaires imposantes et cela afin de bénéficier d'une grande liberté en termes de gestion (Teiletche, 2009). C'est ainsi qu'ils peuvent utiliser presque sans limite l'ensemble des instruments financiers existants, des plus simples au plus complexes, négociés sur des marchés à terme, et présentant un risque élevé (Boubel et Pansard 2004). Ces organismes recourent souvent à l'endettement qui leur permet de bénéficier d'un effet de levier positif et important (rentabilité de l'opération financée par l'emprunt supérieur à son coût). Enfin, il faut préciser que l'objectif de rendement des *hedge funds* est en termes absolus et non en termes relatifs. En effet, l'attrait principal de cette industrie est d'offrir des performances positives peu importe les conditions de marché. Contrairement, aux fonds communs classiques dont l'objectif est de seulement offrir une performance supérieure à celle d'un indice de référence.

Comme le montre la figure 11 ci-dessous, ces organismes n'ont cessé d'évoluer en Europe depuis la fin des années 90. Cependant, le marché européen des fonds alternatifs demeure trois fois plus petit que le marché des « *hedge funds* » américains.

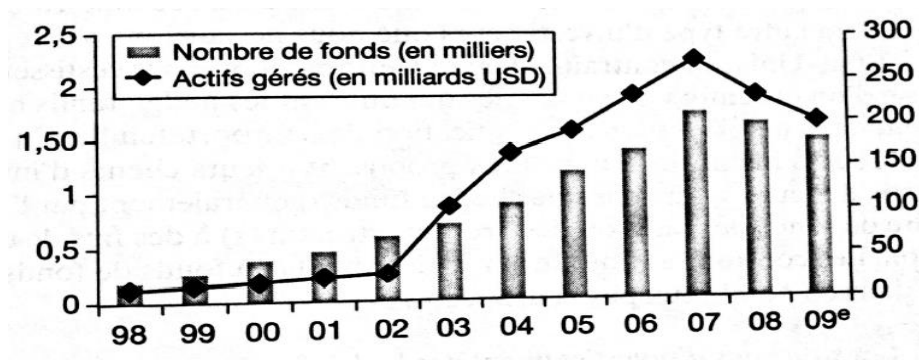


Figure 11 : Développement des « *hedge funds* » européens

Source : Capocci, D. (2010, p 41)

Le poids des « hedge funds » dans l'économie française reste très modeste par rapport au poids des actifs gérés par les OPCVM par exemple. Ils représentaient en 2007 plus de 25 milliards d'euros, soit 0,8% du total des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels en France.

Les *hedge funds* sont également considérés comme des investisseurs de dernier recours selon Brophy et al. (2004). En effet, ils démontrent dans leurs études que les *hedge funds* ont tendance à investir dans de petites entreprises ayant de fortes asymétries d'informations et présentant des faibles performances boursières. Selon ces auteurs, ces organismes investissent dans ce type d'entreprise car ils ont la possibilité de se protéger d'une baisse de cours d'action ou d'une performance boursière plus faible par des stratégies sophistiquées telles que la vente à terme des actions sous-jacentes des titres, ou encore l'investissement dans des « PIPE structurés », offrant plus de garantie au hedge funds face à une éventuelle baisse de prix³.

Après avoir défini les investisseurs institutionnels et présenté les différentes catégories légales les constituant, nous allons maintenant nous intéresser à leur émergence dans le paysage financier ainsi qu'aux éléments ayant favorisé leur montée en puissance.

2. Historique et développement des investisseurs institutionnels

Afin de mieux cerner l'importance des investisseurs institutionnels dans le paysage financier, il nous semble primordial de présenter l'évolution qu'ont connue ces acteurs depuis leur émergence (2.1) et expliquer les facteurs qui ont favorisés cette ascension (2.2).

2.1. L'émergence des investisseurs institutionnels

Contrairement aux Etats-Unis où l'apparition des premiers investisseurs institutionnels date des années 1950 (2.1.1), l'émergence de ces acteurs dans le paysage financier français s'est réalisée dans le milieu des années 1980. Elle est due à la reconfiguration de son capitalisme (2.1.2).

³Les PIPE structurés sont des titres convertibles variables, dont le prix de conversion est basé sur le prix du marché des actions ordinaires pendant une période déterminée après l'émission. Ces titres sont émis lors d'une augmentation de capital réservée à certains fonds d'investissement.

2.1.1. Dans le monde

Les premiers organismes institutionnels à faire leur apparition dans le paysage financier dans le monde ont été les banques d'investissement. En effet, ces organismes conseillent les investisseurs dans leurs placements, investissent en partenariat avec eux, les conseillent en stratégie financière et enfin gèrent leurs risques (Fleuriet 2007). Les premières banques d'investissement datent du 19^{ème} siècle et sont apparues aux Etats-Unis afin de financer la construction des chemins de fer après la guerre de Sécession.

Le premier organisme de placement collectif a vu le jour aux Etats-Unis en 1924. Il s'agissait d'un « mutual fund » nommé « Massachusetts Investors Trust » qui a diffusé l'idée de fond dit « ouvert » dans le monde entier. La création du premier « hedge fund » s'est faite en 1949 aux Etats-Unis, « A.W. Jones & Co ». Son fondateur fut l'objet du premier article traitant de ces institutions : « The Jones Nobody keeps Up With » paru en 1966 dans le magazine Fortune (Loomis 1966).

Enfin, les fonds de pension font leur apparition dans les années cinquante et n'ont cessé depuis de croître jusqu'à devenir, de nos jours le principal véhicule de placement des Etats-Unis.

Il faut noter qu'après la fin de la deuxième guerre mondiale, les marchés financiers ont connu une transformation importante. Les investisseurs institutionnels ne détenaient que 100 millions de dollars en 1940 (Neenan, 1959), alors qu'en 1954, leur détention sur le marché financier variait entre 1 830 et 3000 millions de dollars.

Puis d'après Das (2006), le développement des intermédiaires financiers et plus particulièrement des investisseurs institutionnels a commencé après le choc pétrolier de 1973 et l'effondrement des accords de Bretton Woods. En effet, après ces événements, les pays en voie de développement ont commencé à libéraliser leurs économies en facilitant la mobilité de leurs capitaux tout en maintenant leurs politiques monétaires sous contrôle. Ainsi, les flux de capitaux ont fortement augmenté au cours des années 1970 et au début des années 1980, conduisant à la crise de la dette de 1982. Pour résoudre cette crise de dette, les « brady bonds »⁴ ont vu le jour (Das 1989), conduisant au développement du marché obligataire des pays en voie de développement. Ces événements, et le développement des techniques d'informations et de

⁴ Instruments financiers créés en 1989 par Nicholas Brady, l'ex-secrétaire d'Etat américain de Ronald Reagan, sous formes d'obligations libellées en dollars, à échéance de 30 ans, avec la coopération du Fonds Monétaire International, de la banque mondiale et de la réserve fédérale de New-York.

communication, ont permis une augmentation des flux financiers transfrontaliers qui ont aidé à la propagation des intermédiaires financiers (Das 2006).

De nouvelles catégories d'institutions non bancaires et d'investisseurs institutionnels ont été lancées. Peu à peu, les banques d'investissement, les gestionnaires d'actifs, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurance spécialisées et les sociétés de financement du commerce, les hedge funds ont commencé à fournir des services semblables à ceux traditionnellement proposés par les banques (Das 2006).

Les investisseurs institutionnels sont très présents sur les marchés américain, britannique et hollandais. En effet, l'épargne confiée à ces acteurs a triplé depuis les années 1990 à 2006 puisqu'elle atteignait 62 000 milliards de dollars. A la fin de l'année 2006, le volume d'épargne gérée par les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis et au Royaume-Uni atteignait 200% de leur Produit Intérieur Brut (OCDE).

2.1.2. En France

L'émergence des investisseurs institutionnels dans le paysage financier français s'est faite dans le milieu des années 1980. Elle est due à la reconfiguration du capitalisme français par le biais de privatisations qui ont conduit à la détention des investisseurs institutionnels d'actifs financiers représentant 53% du produit intérieur brut (PIB) (OCDE 2000).

Les entreprises nationales avaient à cette époque un réel besoin de capitaux qui ne pouvait être couvert par une épargne domestique structurellement non orientée vers le marché des actions. C'est ainsi que les investisseurs institutionnels anglo-saxons et particulièrement les fonds de pensions investirent massivement dans de grands groupes clés du capitalisme français et prirent une ampleur considérable dans le paysage financier national. En 1992, ils géraient 801 milliards de dollars d'actifs financiers en France.

Depuis ces dates clés qui ont marqué l'introduction des investisseurs institutionnels dans le paysage financier français, ces acteurs n'ont cessé de se développer en accompagnant les mouvements de reconfiguration du paysage macro financier.

Nous citerons dans ce qui suit les premiers organismes institutionnels qui ont vu le jour en France et qui ont permis cette émergence des investisseurs institutionnels. Ainsi, la gestion collective est apparue suite au décret du 20 septembre 1963 autorisant la création des sociétés d'investissement à capital variable. C'est ainsi que la première société d'investissement à capital variable (SICAV) française « Optimavalor » vit le jour. Cependant, ce n'est qu'à la fin

des années soixante-dix, que les premières lois régissant les SICAV et les fonds communs de placement (principaux organismes de placement collectif en France) ont été promulguées.

Les compagnies d'assurance ont vu le jour, quant à elles, au 17^{ème} siècle avec l'institution de la Chambre des assurances maritimes en 1668 (Belze et Spieser 2005). Dans les années quatre-vingt, ils avaient une grande proportion de leurs actifs placés en valeurs mobilières, en France, plus des deux tiers de leurs actifs totaux (Pfeiffer 1984). En 2007, les sociétés d'assurance géraient plus de 60% du total des actifs financiers détenus par les investisseurs institutionnels.

Concernant les fonds de pension, ils n'existent en France que pour une catégorie restreinte d'individus. En effet, malgré plusieurs propositions de loi⁵ qui ont été élaborées pour généraliser le régime de retraite par capitalisation, aucune n'a été promulguée et le régime de retraite par répartition reste dominant. Néanmoins le premier fond de pension français a été créé en 1968 et est réservé aux fonctionnaires de l'état, il s'agit du « Préfon ».

Enfin, les Hedge funds ont été longtemps absents de l'économie nationale. *« En effet, pendant de nombreuses années, l'industrie française de la gestion alternative a souffert des règlementations inflexibles concernant les techniques et les structures de gestion alternative »* (Henry 2008). Ce n'est qu'en 2003, que l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) autorise de nouveaux véhicules d'investissement. En effet, la loi de la sécurité financière de 2003 et les décrets d'application de novembre 2004 et juin 2005 visent à permettre aux investisseurs français d'accéder à la gestion alternative directe.

Le poids des « hedge funds » dans l'économie française reste très modeste par rapport au poids des actifs gérés par les OPCVM par exemple. Néanmoins, les encours des produits de type « hedge funds » progressent en France, ils représentaient en 2007 plus de 25 milliards d'euros, soit 0,8% du total des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels en France, alors qu'ils gèrent environ 1 430 milliards de dollars dans le monde.

2.2. La montée en puissance des investisseurs institutionnels

Après avoir présenté l'évolution historique des investisseurs institutionnels dans le marché financier mondial et français, nous allons nous intéresser aux éléments qui ont favorisé la montée en puissance de ces acteurs (2.2.1) et ensuite nous soulignerons leur importance dans les marchés financiers (2.2.2).

⁵ Proposition de loi 222 du 19 février 1993, proposition de loi n 741 du 18 novembre 1993....

2.2.1. Les facteurs de développement des investisseurs institutionnels

Initialement, les facteurs de développement des investisseurs institutionnels ont été reconnus comme étant (Ben'mbarek 2003, Plihon et Ponsard 2002, Plihon 1996) : la déréglementation mondiale, le dynamisme des marchés financiers et le financement des retraites.

En effet, en tout premier lieu il faut noter que depuis les années quatre-vingt la déréglementation mondiale a favorisé le développement des investisseurs institutionnels. La suppression des obstacles à la circulation du capital financier à inciter ces derniers à investir massivement dans tous les marchés financiers nationaux et/ou internationaux. Ceci a engendré une concurrence féroce entre les différentes places financières entraînant un certain affaiblissement de la pression fiscale et générant ainsi une harmonisation des taux (Plihon 2009, p. 35).

De même, Plihon (2009, p. 35) affirme que la richesse financière se concentre dans un nombre limité de pays industrialisés. Dans ces pays, le vieillissement de la population croissant conduit à une hausse considérable de l'épargne collective. Par ailleurs, suite aux crises financières ayant survécu ces dernières années, la montée de l'incertitude quant à l'avenir ne fait qu'accroître, ce qui a amené les particuliers à développer leur épargne par mesure de précaution.

Enfin, l'augmentation des déficits publics dans de nombreux pays industrialisés a favorisé l'émission de dettes publiques peu risquées et bien rémunérées. Ce qui a conduit au dynamisme des marchés financiers. *« De plus, la culture « boursière » se propageant de plus en plus, y compris chez les petits épargnants, en France où les marchés financiers n'étaient pas aussi développés dans le passé a conduit à ce qu'un ménage sur trois détienne désormais des actifs financiers, et que plus d'un tiers du patrimoine des ménages soit constitué d'actifs financiers, contre un quart dans les années soixante-dix. »* (Plihon 2009).

2.2.2. L'importance dans les marchés financiers

Aujourd'hui, le poids des investisseurs institutionnels est devenu considérable dans l'économie mondiale. En effet, l'encours global de leurs actifs s'élevait à environ 62 000 milliards de dollars en 2006, ce qui dépasse le PIB des principaux états industrialisés (Plihon 2009, p. 35).

Nous allons tout d'abord présenter l'évolution des investisseurs institutionnels depuis le début des années 2000 dans le monde pour ensuite se concentrer sur leur évolution en France.

- Dans le monde

La propriété de leurs actifs financiers est répartie de manière inégale dans les principaux pays « modernes » : la majorité réside aux Pays-Bas, suivi du royaume uni et des Etats-Unis puis enfin on les retrouve en France et en Allemagne comme le montre le graphique ci-dessous :

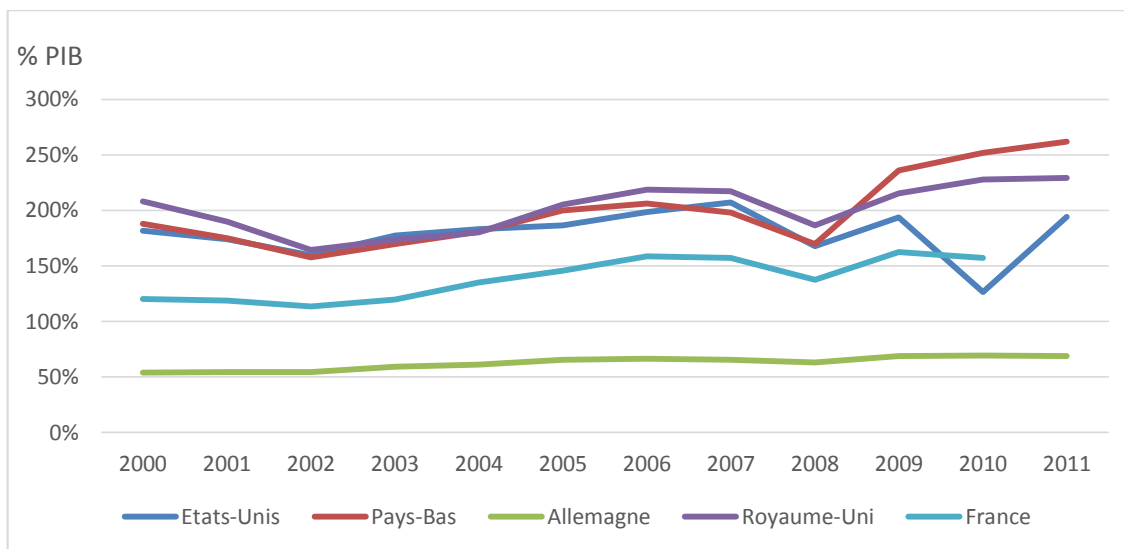


Figure 12 : Total des actifs financiers des investisseurs institutionnels en pourcentage du PIB

Source : Graphique établi par les données de l'OCDE

Les investisseurs institutionnels sont devenus partie intégrante des places financières internationales et leur importance au sein des marchés de capitaux ne cesse de croître d'année en année, comme en témoigne le montant considérable des actifs financiers gérés. En effet, nous remarquons que les investisseurs institutionnels anglais géraient le plus important montant d'actifs financiers par rapport à son PIB depuis 2004 jusqu'à 2008. Mais qu'après la crise des subprimes, les encours financiers des Pays-Bas sont devenus les plus importants dans le monde alors que le montant des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels américains s'est effondré. La crise financière des subprimes a eu comme impact principale la mise en cause de la robustesse du capitalisme financier et qui a engendré une baisse considérable de l'activité institutionnelle.

Nous constatons également que l'investissement institutionnel est bien plus important en France qu'en Allemagne depuis les années 2000.

- En France

La figure 13, ci-dessous présentée, montre l'évolution du montant des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels français.

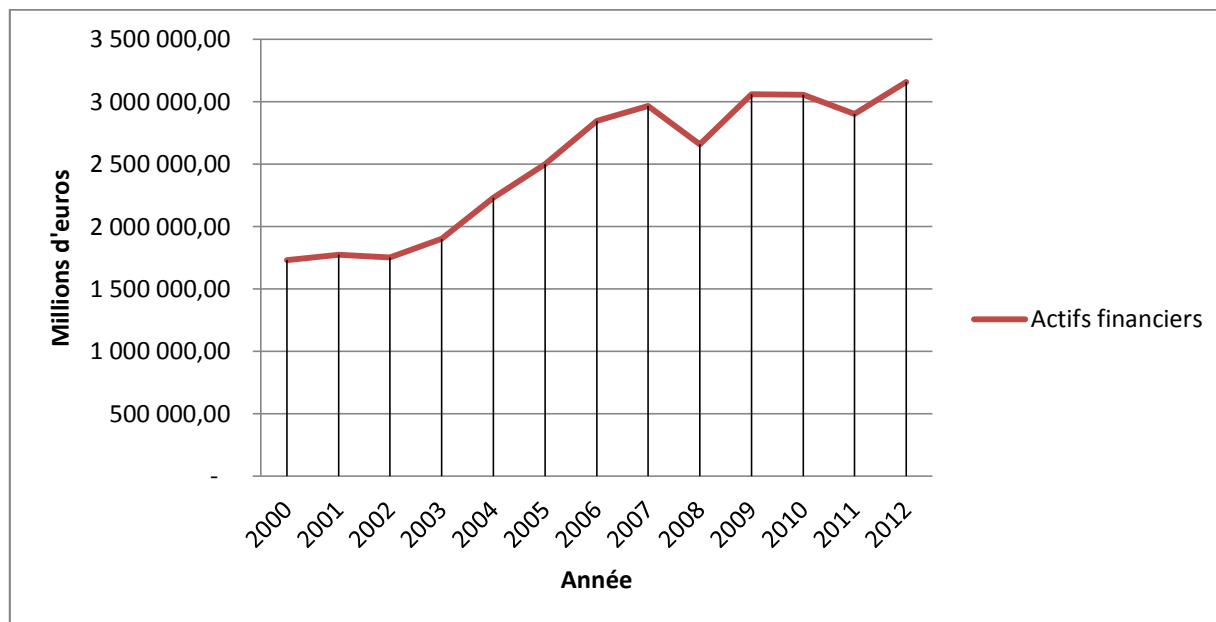


Figure 13 : Evolution du montant des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels

Source : Graphique établi à partir des données fournies par l'OCDE.

Globalement, les investisseurs institutionnels français géraient en 2000 plus de 1 732 806 millions d'euros contre 3 160 967 millions d'euros en 2012, soit une croissance de 82% durant une période d'environ dix ans. On remarque, toutefois, une légère diminution des actifs gérés au cours de l'année 2008, en lien avec la crise financière mondiale.

L'importance de l'évolution des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels varie selon leurs catégories. En effet, comme le montre la figure 14, ci-dessous, les sociétés d'assurance et les fonds de pensions gèrent un montant d'actifs plus important que les organismes de placement collectif. De plus, ces organismes présentent un taux de croissance du montant des actifs financiers gérés de 85% contre 64% pour les OPC, sur une période de dix ans.

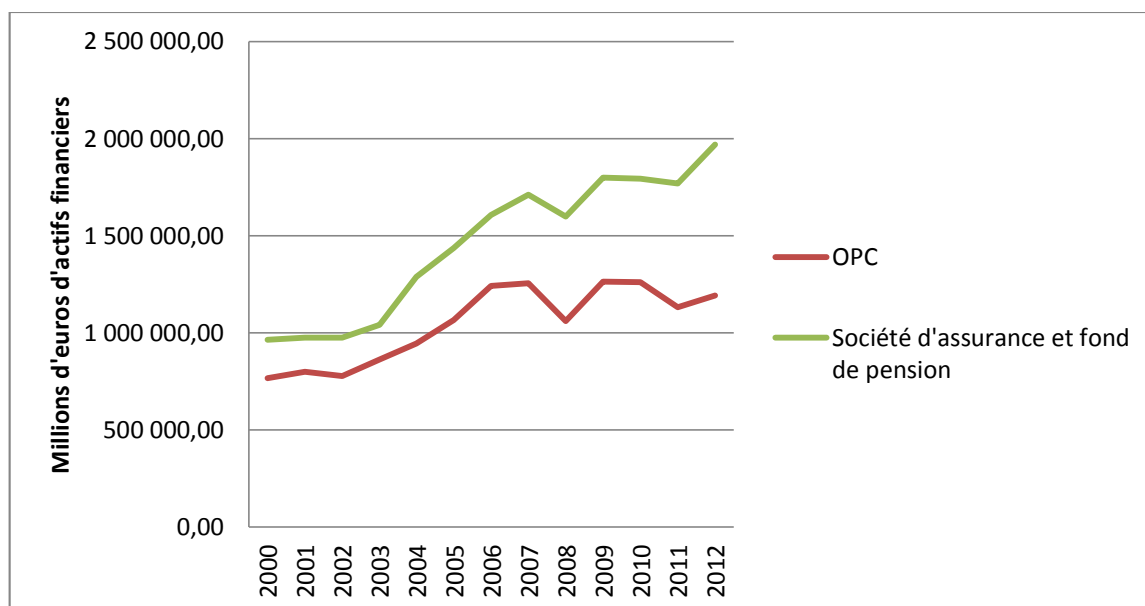


Figure 14 : Evolution du montant des actifs financiers gérés par catégorie d'investisseurs institutionnels

Source : graphique établi à partir des données fournies par l'OCDE

Le montant astronomique des actifs financiers gérés par ces organismes institutionnels dans le monde et en France, nous pousse à fortement considérer leurs besoins en informations financières et comptables et de nous interroger sur leurs spécificités par rapport aux investisseurs individuels.

SECTION 3 – LES SPECIFICITES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les investisseurs institutionnels constituent une catégorie d'investisseurs particulière différente des investisseurs dits « traditionnels », les investisseurs individuels. En effet, comme vu précédemment les investisseurs individuels-types sont des personnes très peu expertes en finance de marché et gérant leurs portefeuilles de titres seules, alors que les investisseurs institutionnels disposent de compétences techniques très poussées et gèrent plusieurs milliards d'encours financiers.

La spécificité des investisseurs institutionnels est également inhérente à la complexité et l'hétérogénéité de leur composition où nous retrouvons des organismes ayant des objectifs de gestion totalement différents, comme par exemple les « *hedge funds* » et les OPC. Mais également de par la particularité de leurs histoires et de leur émergence dans le paysage financier français.

Ainsi, nous abordons dans un premier temps (1.) la différence existant entre investisseur individuel et investisseur institutionnel, puis nous traitons de l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels relevée dans la littérature propre à chaque catégorie juridique (2.)

1. Une catégorie très particulière

L'investisseur institutionnel diffère de l'individuel de par ces compétences, les montants des transactions qu'ils gèrent (1.1) mais également par certains biais de comportement propres à l'investisseur individuel (1.2).

1.1. Compétences et montant de transactions gérées

Les investisseurs individuels sont reconnus pour avoir des compétences techniques moins élaborées que les investisseurs institutionnels (1.1.1.) mais également de gérer des montants moins importants que ces derniers (1.1.2).

1.1.1. Compétences

Selon Bissel (1972, pp 73-74) les utilisateurs du marché peuvent être représentés par un triangle en termes de nombre et de sophistication. Au sommet de ce triangle, on retrouverait les analystes financiers et investisseurs professionnels dont le savoir et les capacités permettent d'analyser finement l'information qu'ils récoltent, et à la base on trouverait les investisseurs

individuels. Il en conclut que les besoins d'informations des investisseurs individuels seraient donc différents des premiers.

Les investisseurs institutionnels font partie des acteurs qui disposent des moyens et compétences nécessaires pour accéder, collecter et analyser les données nécessaires à leurs prises de décisions (Monks et Minow 1995). Forts de leurs expertises et de leurs connaissances des marchés financiers internationaux, ils sont les plus efficaces dans la recherche de l'information la plus utile pour leur prise de décisions, mais également les plus à même de prévoir les évolutions et les résultats futurs des sociétés constituant leurs portefeuilles (Benkraiem 2007).

Selon Anderson (1988), les membres d'une profession devraient posséder certaines compétences techniques relatives à leur travail. Ainsi, étant donné leur formation spécialisée et le temps passé sur leur travail, ils devraient avoir ou au moins développer certaines compétences techniques ou d'autres indicateurs d'expertise qui vont différencier leur traitement d'information par rapport aux non-professionnels.

C'est ainsi que Jambalvo et al. (2002) démontrent que la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital de l'entreprise est positivement corrélée aux titres connaissant des hausses de cours considérables, suggérant ainsi que les investisseurs institutionnels, au vu de leurs compétences pointues, utilisent les informations financières de la période afin de prédire les évolutions futures des cours des titres des sociétés de leurs portefeuilles.

Une autre étude, menée par Barber et al. (2009), met l'accent sur les sommes « astronomiques » perdues par les investisseurs individuels dans leurs activités de *trading*. Ils avancent que les conseillers financiers devraient freiner les investissements fréquents des investisseurs individuels car ils les mènent vers une perte certaine. Pour ces auteurs, ce sont les compétences qui déterminent le retour sur investissement des différents investisseurs, c'est ainsi que les investisseurs individuels n'ayant pas ou peu de compétence n'ont pas de fort retour sur investissement.

1.1.2. Montant des transactions gérées

En plus de compétences techniques très sophistiquées, les investisseurs institutionnels se différencient des investisseurs individuels par le montant important des transactions financières qu'ils gèrent en France (Figure ci-dessous).

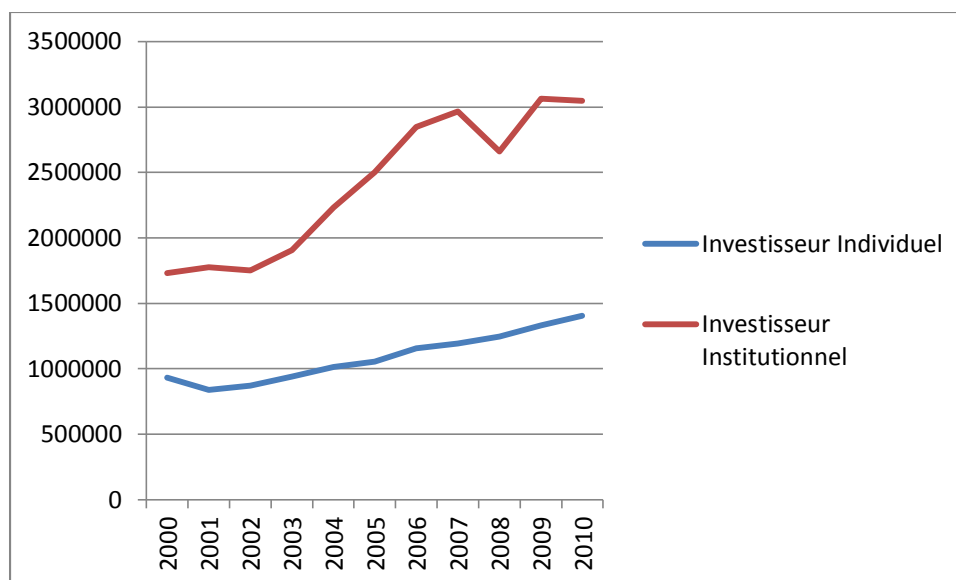


Figure 15 : Montant des actifs financiers gérés par les deux catégories d'investisseurs en France

Source : Graphique établi avec les données de l'OCDE

En effet, comme le montre le graphique les investisseurs institutionnels en France géraient en 2010 environ 3 048 milliards d'euro, alors que les investisseurs personnes physiques français ne géraient qu'environ 1 400 milliards d'euro. De plus, il nous démontre la croissance des actifs financiers gérés par les ménages français. Nous remarquons que le taux de croissance sur une période de dix ans est de 55% contre 76% pour les investisseurs institutionnels.

1.2. Les biais comportementaux

Les investisseurs individuels se caractérisent également par un comportement particulier consistant à opérer des simplifications de raisonnement lors de choix importants et complexes (Tversky et Kahneman 1979). Ainsi, ce sont ces règles de raisonnement raccourcies qui influencent les décisions prises par les investisseurs individuels. Ces règles de raisonnement simplifiées sont prénommées heuristiques ou biais de comportement par les chercheurs et ont été mises en évidence en premier lieu par les psychologues dans les années 1970 puis appliquées à la finance dans un second temps.

Il existe deux types de biais : les biais cognitifs (1.2.1) et les biais émotionnels (1.2.2.).

1.2.1. Les biais cognitifs

Il existe trois heuristiques classiques selon Gilovich et al. (2002) : le biais de représentativité mis en évidence par Tversky et Kahneman (1974), le biais de disponibilité et enfin le biais de familiarité (Mangot 2008).

Le biais de représentativité est défini comme l'inclinaison des individus à croire que la probabilité d'occurrence d'un événement déjà vécu ou observé par eux est plus fréquente qu'en réalité (Broihanne et al. 2005). De nombreuses études sont venues corroborer l'existence de ce biais et son impact sur les prises de décision des individus (Tversky et Kahneman 1982). En effet, sur les marchés financiers, ce biais favorise la perception par les investisseurs individuels de tendance à la place d'un événement parfaitement aléatoire survenu (Broihanne et al. 2005). En d'autres termes, les investisseurs individuels utilisent les performances récentes des fonds pour juger les performances futures (Mangot 2008, Goetzman et Peles 1997), ce qui produit généralement des résultats « médiocres ». De plus, plusieurs études démontrent que les investisseurs individuels sont beaucoup plus enclins à acheter des titres financiers dans des marchés haussiers que dans des marchés baissiers (De Bondt 1993). L'investisseur individuel agit à l'encontre de la théorie des probabilités, car il détermine la règle générale d'un exemple particulier (Mangot 2008).

Le biais de disponibilité est également un comportement typique des investisseurs individuels (Mangot 2008). Selon Broihanne et al. (2005) qui reprennent la définition de Tversky et Kahneman (1974) : « *l'heuristique de disponibilité est un principe par lequel les individus évaluent la fréquence d'une classe ou la probabilité associée à un événement en fonction de la facilité avec laquelle les exemples ou l'occurrence de tels événements leur viennent à l'esprit* ». Sur les marchés financiers, ce biais pourrait expliquer de nombreuses situations : telles que la réponse intensive à une introduction en bourse suite à une forte médiatisation d'opérations similaires réussies, ou encore d'avoir une sous-réaction à de nouvelles informations (Barberis et al. 1998, Bernard 1992). Selon Shiller (2002), cette heuristique permet d'expliquer la formation de bulles spéculatives sur les marchés financiers.

Un autre biais fréquent des investisseurs individuels est le biais de familiarité. Selon Heath et Tversky (1991) : « *Le biais de familiarité intervient quand un individu préfère une option à une autre uniquement parce qu'elle lui est plus familière* ». Ce biais a donc une multitude de conséquences sur les marchés financiers, qui ont été démontrées empiriquement par les chercheurs : l'importance de l'actionnariat individuel dans les sociétés de marques renommées

(Frieder et Subrahmanyam 2005), l'investissement des individuels dans des sociétés étrangères familières (Kang et Stulz 1974) et la sous-diversification du portefeuille des investisseurs individuels.

1.2.2. Les biais émotionnels

Parce que c'est une personne physique ayant des émotions et des sentiments, la décision d'investissement d'un investisseur individuel peut en être influencée (Mangot 2008). Selon la théorie financière classique, les décisions de placement sont faites de manière rationnelle dans l'optique de maximiser l'utilité de l'investisseur (Mangot 2008). Cependant, les travaux en psychologie de Damasio (1994) démontrent bien que le rôle des émotions dans les prises de décisions peut renforcer les choix rationnels des individus. Plusieurs études dans le domaine psychologique ont accredité cette thèse (Lo et Repin 2001, Goleman 1995).

L'heuristique affective est définie comme étant le fait que les individus sont capables de prendre des décisions sur la base d'images mentales auxquelles ils associent des sentiments positifs ou négatifs (Finucane et al. 2000). Ce biais a été introduit suite aux travaux de Slovic et al. (1978) sur la perception contextuelle du risque, qui démontre que la réponse de la société aux risques dépend largement des peurs qu'ils provoquent. C'est ainsi que Alhakami et Slovic (1994) démontrent que les sentiments positifs ou négatifs liés à une activité donnée expliquent la relation inverse entre les bénéfices de cette activité et le risque perçu. Ce résultat implique que les individus ont tendance à minimiser les risques des activités qu'ils affectionnent ou préfèrent. Mangot (2008) précise : « *dans le domaine des décisions financières, l'heuristique d'affectivité implique que les actions de sociétés qui jouissent d'une image positive sont davantage susceptibles d'être achetées que celles des sociétés négativement perçues.* » Dans la même logique, MacGregor et al. (2000) démontrent expérimentalement que les jugements financiers des investisseurs individuels sont dépendants des sentiments affectifs qu'ils ressentent vis-à-vis du secteur d'activité analysé.

Le biais d'optimisme est également un biais émotionnel classique chez les investisseurs individuels. Il revient à ce que l'individu affiche un optimisme exagéré. Ce biais a été démontré par plusieurs études notamment celle de Langer et Roth (1975) ou encore Benartzi et al. (1999). En effet, ils expliquent que la détention majoritaire d'actions par les investisseurs individuels pourrait être expliquée par ce biais d'optimisme. Car, les investisseurs individuels auraient tendance à penser que les actions seront plus performantes que les obligations dans le temps quel que soit leurs rendements. Ainsi, malgré les préconisations de la théorie moderne de

portefeuille (Markowitz 1952) qui conseille une diversification du portefeuille détenu, ils détiendront un portefeuille composé uniquement d'actions.

2. Une catégorie hétérogène

L'hétérogénéité de ces puissants acteurs de l'économie n'a pas été appréhendée dès leur apparition dans la littérature mais bien plus tard. Plusieurs auteurs ont insisté sur la spécificité de chaque type d'investisseurs institutionnel, tant au niveau informationnel que comportemental. En effet, après Black (1992), Sherman et al. (1998) soulignent la différence des résultats obtenus dans divers travaux antérieurs ayant étudié l'effet de la propriété institutionnelle sur les décisions des dirigeants des entreprises.

Nous commençons par expliquer l'émergence d'une représentation hétérogène des investisseurs institutionnels dans la littérature (2.1) puis par dresser une revue des différentes classifications qui ont été avancées dans la littérature (2.2).

2.1. De l'homogénéité à l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels

Grâce à la consolidation des connaissances des chercheurs sur ces puissants acteurs de l'économie mondiale, une évolution de leur représentation a été entamée dans la littérature. En effet, alors qu'une représentation homogène des investisseurs institutionnels dominait dans la littérature jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, une représentation hétérogène voit le jour depuis cette date. Nous définirons ces concepts d'homogénéité et d'hétérogénéité des investisseurs institutionnels (2.1.1.) et puis nous montrerons l'évolution de la représentation de ces acteurs dans la littérature (2.1.2.).

2.1.1. Homogénéité et hétérogénéité

Depuis leur apparition dans la littérature, les investisseurs institutionnels se sont vus représentés par les chercheurs de deux manières différentes : comme un objet homogène et comme un objet hétérogène.

La représentation homogène de ces acteurs renvoie à une représentation des investisseurs institutionnels comme catégorie d'actionnaires similaire n'ayant aucune spécificité sauf celle liée à leur statut juridique. C'est ainsi qu'on retrouve une représentation selon les catégories juridiques d'investisseurs institutionnels établie notamment par la SEC (1945) ; à savoir, fond de pension, organisme de placement collectif, banque, assurance et enfin « *hedge fund* ». Cette représentation dite homogène des investisseurs a été longtemps présente dans la littérature,

comme on le verra dans la prochaine partie, mais est également toujours présente dans le cadre réglementaire français (Saboly, 2003) et américain comme souligné précédemment.

L'IASB et le FASB ont toutefois, prévu depuis peu de revoir leur cadre conceptuel respectif afin de proposer un seul cadre qui permettra entre autre d'améliorer les fondations et les concepts qui sous-tendent l'information financière globale et servira plus efficacement de guide pour l'élaboration de normes d'information financière globale.

La représentation hétérogène des investisseurs institutionnels renvoie à une représentation qui prend en compte des spécificités autres que juridiques de ces acteurs. En effet, nous retrouvons dans la littérature différents critères permettant une classification des investisseurs institutionnels et démontrant le profil hétéroclite de ce type d'acteurs tels que: le style d'investissement, l'horizon temporel de l'investissement et le comportement de contrôle de ces investisseurs.

2.1.2. Evolution de la représentation des investisseurs institutionnels dans la littérature

Afin d'apprécier et de comprendre l'évolution de la représentation de ces acteurs dans la littérature, nous avons entrepris en 2011, une recherche documentaire sur six bases de données différentes (Business Source Complete, Journal Storage (Jstor), Oxford Scholarship Online, Science Direct, CAIRN) de tous les articles ayant traités des investisseurs institutionnels depuis leur première apparition en 1937. Le graphique ci-dessous démontre les premiers résultats obtenus :

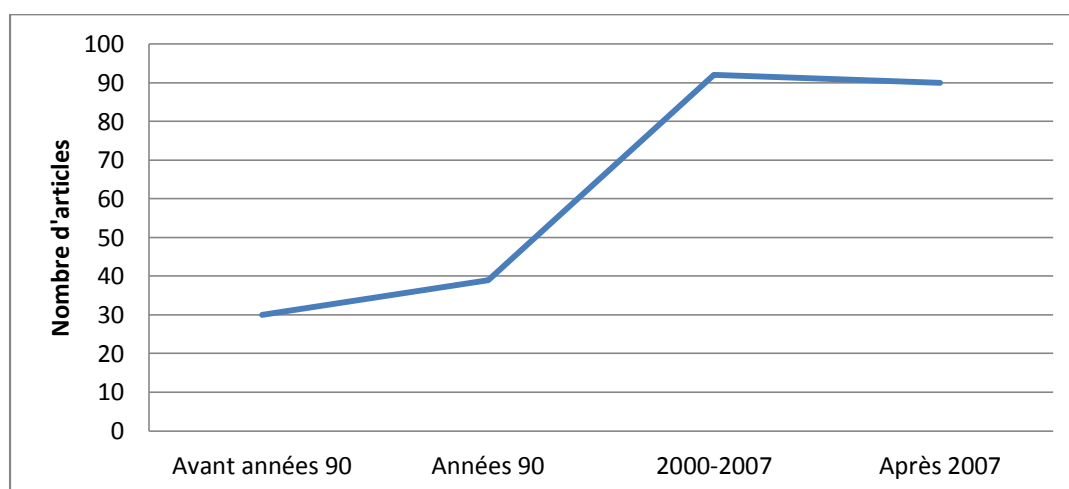


Figure 16 : Nombre d'articles sur les investisseurs institutionnels dans la littérature depuis 1937

Nous avons par la suite, classé ces publications selon la typologie de représentation des investisseurs institutionnels et avons obtenu le graphique suivant qui démontre clairement la mouvance vers une hétérogénéité de ces acteurs économiques :

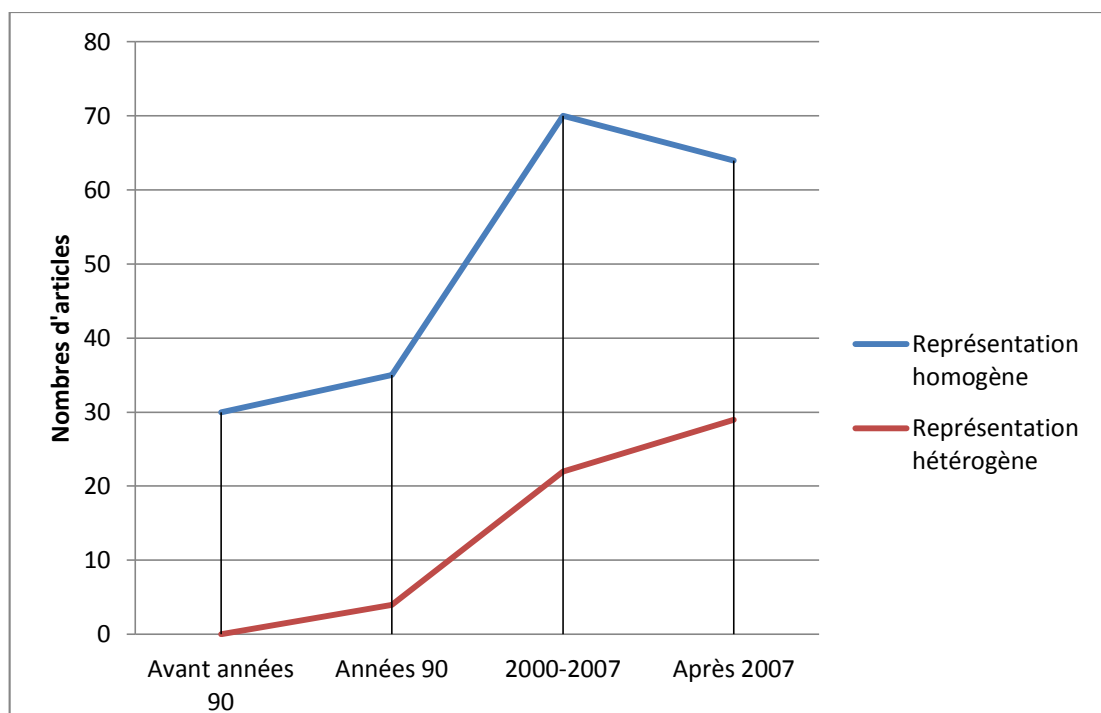


Figure 17 : Evolution de la représentation des investisseurs institutionnels

L'hétérogénéité de ces acteurs n'a été prise en compte dans les recherches qu'à la fin des années quatre-vingt-dix. Et ce n'est qu'en 2000, que Bricker et Chandra ont souligné l'intérêt d'intégrer dans les recherches sur les investisseurs institutionnels leurs profils hétéroclites. En effet, selon ces auteurs, ne pas prendre en compte les spécificités de chaque catégorie juridique d'investisseurs institutionnels dans les différentes études biaiserait les résultats obtenus et expliquerait les résultats contradictoires dans la littérature. Depuis 2007, nous pouvons remarquer une diminution de parutions représentant les investisseurs institutionnels comme catégorie homogène et une augmentation de celles représentant ces acteurs comme groupe hétérogène.

2.2. Les bases d'analyse de l'hétérogénéité dans la littérature

Les investisseurs institutionnels ne sont pas un groupe homogène (Benkraiém 2010, Ben'mbarek 2008, Bushee 2004), ils présentent des profils variés.

Après la classification sur une base « juridique » énoncée plus haut, plusieurs auteurs ont proposé d'autres critères. A ce sujet, Bushee (2004) critique cette classification largement

répandue, il admet qu'elle présente un avantage certain en termes de recherche dans la plupart des bases documentaires (OPC, Fonds de pension, Banques, Assurances, Hedge funds) mais souligne son incapacité à prendre en compte les différences existantes au sein d'une même catégorie en termes de comportement de gestion et de style d'investissement.

Il propose donc une nouvelle classification permettant de déceler les différences de style et d'horizon d'investissement au sein d'une même catégorie d'investisseurs institutionnels (1.2.1).

D'autres auteurs ont également proposé leur propre classification des investisseurs institutionnels, notamment Payne et al. (1996) qui retiennent comme critère de distinction, l'existence de relations d'affaires entre les investisseurs institutionnels et les entreprises composant leurs portefeuilles (1.2.2).

Kang et Stulz (1997) se basent sur la théorie du biais domestique afin de différencier les investisseurs institutionnels selon leur nationalité (1.2.3).

Enfin, différents travaux proposent de différencier les investisseurs institutionnels selon leur mode de gouvernance (1.2.4).

2.2.1. Le style d'investissement

Le style d'investissement est l'un des éléments déterminants de la composition du portefeuille de chaque investisseur. En essayant de comprendre l'influence des investisseurs institutionnels sur le comportement managérial myope en recherche et développement des dirigeants, Bushee (1998) a pris en compte ce nouvel élément afin de proposer une nouvelle classification des investisseurs institutionnels.

Dans son article, il définit le comportement managérial myope du dirigeant comme étant le fait de sous investir dans des projets porteurs à long terme tels que les projets immatériels, ou encore les projets recherches et développements et la publicité afin de se focaliser et donc de sur investir dans des projets assurant à l'entreprise un résultat à court terme. En effet, selon Graves et Waddock (1990) et Porter (1992), c'est la présence des investisseurs institutionnels au sein de l'entreprise qui pousse les dirigeants à se focaliser sur des résultats à court terme, afin de ne pas décevoir cette catégorie d'investisseurs qui risquerait de vendre leurs titres massivement sur le marché financier et donc d'entraîner une baisse du cours de l'action de l'entreprise. Cependant, selon Monks et Minow (1995), les investisseurs institutionnels vont contrôler et discipliner les dirigeants afin de les pousser à investir dans des projets porteurs sur le long terme. C'est en se basant sur ces deux points de vue que Bushee a étudié si la présence des investisseurs institutionnels crée ou au contraire réduit voire même supprime le comportement managérial myope des dirigeants.

Afin de répondre à sa question de recherche, Bushee a classifié les investisseurs institutionnels, selon leur style d'investissement, en trois catégories :

- investisseurs passagers « *transient investors* » : il s'agit d'investisseurs dont le taux de turnover des portefeuilles est élevé et qui investissent dans différentes entreprises en achetant un petit nombre de titres. Ils ont un horizon d'investissement court terme, et n'hésitent pas à vendre leurs titres en cas de résultats décevants de la part des entreprises de leurs portefeuilles. (Bushee, 1998, p 310).
- investisseurs 'dédiés' « *dedicated investors* »: détiennent un actionnariat stable et une bonne position dans les entreprises de petites tailles. De par leur importante détention de titres, ils auront un horizon d'investissement à long terme et vont chercher à inciter les dirigeants d'investir dans des projets porteurs.
- investisseurs quasi-indexés « *quasi-indexer investors* »: investissent fréquemment mais achètent de petits nombres d'actions. Ils disposent d'un portefeuille très diversifié mais ont un taux de turnover assez faible.

Bushee (2004, p. 30), récapitule les différentes catégories d'investisseurs à l'aide du tableau suivant :

	Numeric Investors Transient	Berkshire Hathaway Dedicated	CalPERS Quasi-indexer
Stabilité de détention			
Turnover trimestriels du portfolio	73,70 %	0,60 %	8 %
% du portfolio de titres détenus de manière continue durant les deux dernières années	25,10 %	75,00 %	98,10 %
Taille de la détention			
Moyenne du %de détention dans le portfolio des entreprises	0,40 %	10,90 %	0,80 %
% des titres du portfolio > 5% (bloc de contrôle)	0,00 %	52,50 %	0,10 %
Moyenne de la taille d'investissement dans le portfolio des entreprises	6 \$	1065,5 \$	21,6 \$
Nombre de titres dans le portfolio	501,1	26,2	1988,3

Tableau 2 : Caractéristique du portefeuille d'institutions représentatives de chaque catégorie d'investisseurs institutionnels

Source : Traduit de Bushee (2004, p. 30)

Suite à l'identification des trois catégories d'investisseurs institutionnels, Bushee et Noe (2000) ont testé si la présence des différentes catégories des investisseurs institutionnels influence les pratiques de divulgation d'information des entreprises.

A travers une analyse de 4314 divulgations d'entreprises entre 1995 et 1996, ils démontrent que la présence des investisseurs passagers est corrélée positivement aux révélations du rapport intermédiaire et du rapport annuel mais également à la présence du service « relations avec les investisseurs ». Ils ont conclu qu'ils sont plus sensibles à des informations précises au cours de l'année ; alors que celle des investisseurs quasi-indexés est corrélée positivement aux révélations du rapport intermédiaire et rapport annuel mais pas à l'activité « relations avec les investisseurs » des entreprises. Enfin, les investisseurs « dédiés » ne sont corrélés à aucun des trois items.

Grâce à ces résultats, Bushee (2004) a pu pousser son analyse plus loin en essayant, dans un autre article de comprendre comment les divulgations d'information des entreprises affectent le processus de rapprochement d'une catégorie d'investisseur à ces mêmes entreprises. Les principales conclusions de son travail peuvent être résumées comme suit :

- les investisseurs passagers sont plus attirés par les entreprises qui ont au sein de leurs services un département “relation avec les investisseurs” adapté pour fournir des informations prévisionnelles (comme une prévision du management de l'entreprise). Ce type d'investisseur soumet une pression intense à l'entreprise afin de dégager des performances à court terme.
- les deux autres catégories d'investisseurs sont plus attirées par les entreprises qui publient des rapports annuels et trimestriels de très bonne qualité. Ils sont également très intéressés par la performance à court terme de l'entreprise dans laquelle ils investissent.

Ainsi, l'auteur présente la figure ci-dessous pour démontrer l'existence de différents investisseurs institutionnels au sein de chaque catégorie juridique ou légale.

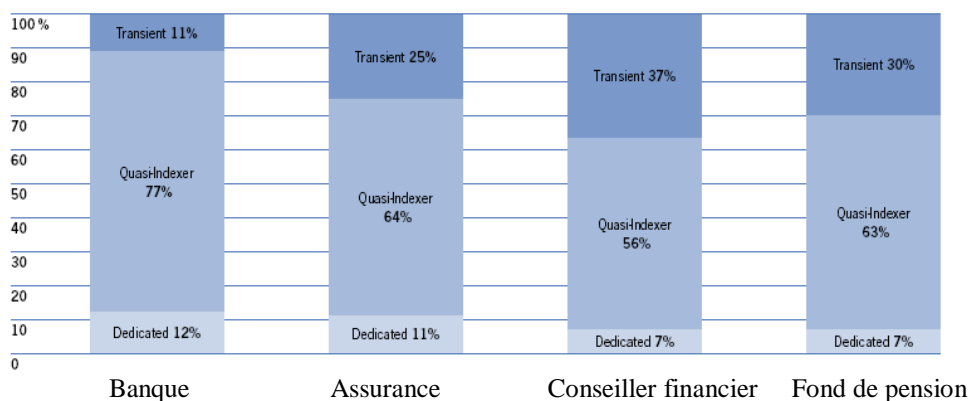


Figure 18 : Pourcentage des catégories d'investisseurs institutionnels (par Bushee) selon la classification juridique

Source : Traduit de Bushee (2004, p. 31)

2.2.2. L'existence de relations commerciales

C'est en se basant sur la théorie de l'enracinement de Vishny et Shleifer (1989) que cette classification a vu le jour. Ces auteurs, expliquent comment les mécanismes de contrôle implémentés par les actionnaires pour améliorer l'efficacité organisationnelle, peuvent être utilisés par les acteurs afin de s'enraciner dans leurs fonctions. En effet, d'après cette théorie, le dirigeant souhaiterait établir une coalition de contrôle qui le soutient afin qu'il ne soit pas sanctionné en cas de mauvais résultats. Ainsi, l'enracinement traduit une volonté de la part de l'agent (le dirigeant) de neutraliser les mécanismes de contrôle qui lui sont imposés par le principal (les actionnaires).

La présence d'investisseurs institutionnels indépendants peut être considérée comme un mécanisme de contrôle de l'action du dirigeant. Cependant, la compétence et la motivation des contrôleurs améliorent la perception des comportements opportunistes des dirigeants, mais leur indépendance à l'égard de ces derniers conditionne l'application de sanctions éventuelles (Alexandre et Paquerot, 2000). En effet, plusieurs auteurs ont mis en avant le conflit d'intérêts potentiel entre la volonté des investisseurs institutionnels de surveiller les actions des dirigeants et les relations commerciales qu'ils entretiennent avec ces entreprises. C'est ainsi que Pound (1988) a mis en évidence la volonté des dirigeants de faire pression sur les investisseurs afin qu'ils le soutiennent, et que Coffee (1991) a souligné que les investisseurs institutionnels entretenant des relations commerciales avec les entreprises peuvent avoir un biais favorable envers les dirigeants afin de préserver cette relation.

Brickley et al. (1988) ont mené une étude afin de comprendre le comportement de vote des investisseurs institutionnels. Ils ont ainsi mis en évidence, en accord avec les précédentes études, que l'existence d'une relation commerciale entre les entreprises et les investisseurs institutionnels influençait les comportements de vote de ces derniers. Dans un premier temps, les auteurs considèrent les investisseurs institutionnels comme un groupe homogène et essayent d'étudier leur influence sur le pourcentage de vote en faveur ou contre les propositions du dirigeant. Ils démontrent, que les institutionnels ont une influence positive et significative sur le pourcentage de vote en faveur et contre les propositions du dirigeant. Dans un second temps, les auteurs proposent une classification des investisseurs institutionnels, en fonction de l'existence ou non de relations d'affaires avec les entreprises constituant leurs portefeuilles. Ils proposent ainsi deux groupes d'investisseurs institutionnels en fonction de leur sensibilité à la pression des dirigeants :

- investisseurs institutionnels résistants et neutres : qui n'entretiennent pas de relations commerciales avec les entreprises de leurs portefeuilles (fond de pension public et société d'investissement) et où la résistance aux pressions est indéterminable. Ils influencent le pourcentage de vote contre les propositions des dirigeants.
- investisseurs institutionnels sensibles qui entretiennent des relations commerciales avec les entreprises de leurs portefeuilles, tels que les banques et les compagnies d'assurances, et qui influencent le pourcentage des votes en faveur des propositions des dirigeants.

Les auteurs, considèrent donc qu'il existe une hétérogénéité des investisseurs institutionnels et ont mis en avant un autre conflit d'intérêts pouvant exister au sein de la relation entreprise-investisseurs : la volonté de contrôle et la volonté de poursuivre une relation commerciale indépendante.

L'étude de Payne et al. (1996) démontre le même résultat. En effet, ces auteurs remarquent également l'existence d'une relation positive et significative entre le pourcentage détenu par les banques et le pourcentage de votes favorables aux propositions émises par les dirigeants.

2.2.3. Le biais domestique

Selon la théorie de diversification du portefeuille de Markowitz (1952), la notion de risque est l'élément fondamental qui doit être pris en compte dans la constitution d'un portefeuille optimal pour un investisseur. En effet, selon cette théorie, moins les rendements des titres sont corrélés entre eux, plus les gains d'une diversification seront importants. Une diversification sur un

marché national reste naturellement bénéfique mais une diversification sur le plan international semble théoriquement offrir encore plus d'avantage et d'opportunités d'investissement.

Selon Coën (1999, p. 10), la diversification internationale a deux objectifs « *la recherche d'une rentabilité supérieure à celle obtenue avec un portefeuille de titres domestiques et la réduction du risque total* ». Cependant, contrairement à ce que préconise la théorie financière, plusieurs études ont mis en évidence une préférence des investisseurs pour les titres nationaux, on parle alors de « biais domestique ».

Baudru et Lavigne (2001), ont mis en avant ce phénomène de biais domestique pour les investisseurs français. Dans leur étude, ils analysent la composition du portefeuille des dix plus grands investisseurs institutionnels français et démontrent que le pourcentage d'investissement dans le marché financier français est compris entre 65% et 83% selon les investisseurs alors que la capitalisation du marché parisien ne représentait que 4,29% de la capitalisation mondiale.

Dahlquist et Robertsson (2001) ont proposé deux explications à ce phénomène : les barrières explicites à l'investissement international et les barrières implicites.

- *Les barrières explicites*

L'existence de coûts de transactions peut expliquer ce phénomène de préférence pour les titres nationaux (Laffont-Deabere, 2003, p 120). On peut distinguer les coûts de transactions fixes (tels que la langue ou encore l'obtention d'informations), et les coûts de transactions variables (tels que les taxes ou commissions). Il existe également des taxes discriminatoires, qui ont été intégrées dans les modèles de Black (1974) et Stulz (1981) afin d'expliquer le biais domestique. Cependant, tous ces auteurs s'accordent à penser que ces barrières explicites ne permettent pas de justifier l'existence du biais domestique.

- *Les barrières implicites*

Kang et Stulz (1997), mettent en avant le risque politique qui peut intervenir, lorsque les investisseurs rencontrent des difficultés à rapatrier leurs liquidités ou lorsqu'ils s'attendent à être expropriés par les investisseurs nationaux.

D'autres auteurs, ont avancé qu'il existe une asymétrie d'information entre les investisseurs nationaux et internationaux (les premiers étant mieux informés que les seconds). En effet, les investisseurs étrangers connaissent moins bien les entreprises, les normes comptables du pays, et donc peuvent avoir des difficultés à interpréter les informations financières communiquées. C'est ainsi que cette asymétrie d'information peut impacter la perception du risque des

investisseurs. « *Les jeux qu'un agent ne connaît pas lui paraissent toujours plus risqués que les jeux qu'il connaît bien* » (Heath et Tversky 1991). L'investissement dans un pays étranger peut être assimilé à un jeu risqué et donc l'investisseur étranger aura une perception du risque différente que s'il investissait dans son marché national (Lafont-Debaer 2003).

C'est ainsi, que l'on peut dire que ce sont bien les barrières implicites qui tendent à expliquer le biais domestique. En effet, les investisseurs éprouvent des difficultés à acquérir des titres étrangers et ce d'autant plus que les entreprises sont éloignées géographiquement, culturellement et que l'accès à l'information est coûteuse. Par ailleurs, les investisseurs étrangers tendent à surestimer le risque de ces titres étrangers car ils se sentent dans un terrain totalement inconnu. Ils se montrent donc plus optimistes dans leurs appréciations des titres nationaux.

Enfin, nous retrouvons dans la littérature la classification selon le mode de gouvernance des investisseurs institutionnels.

2.2.4. Gouvernance : Actif versus Passif

Les investisseurs institutionnels ont aussi été étudiés à travers une autre approche, celle de la gouvernance d'entreprise. En effet, dans cette littérature nous retrouvons les investisseurs institutionnels scindés en deux groupes : actifs et passifs.

L'activisme des investisseurs institutionnels a été défini par plusieurs auteurs, notamment par Bianchi et Enriques (2001), comme étant la capacité de ces acteurs à influencer la stratégie, la performance et la gouvernance de l'entreprise, couplée, si nécessaire, à des efforts proactifs ayant le but de changer le comportement de la société ou ses règles de gouvernance.

Le comportement actif d'un investisseur institutionnel comprend alors des actions telles que d'utiliser son droit de vote pour contrer une décision de management qui ne va pas dans son intérêt, user de son pouvoir pour influencer le droit de vote des autres actionnaires ainsi que d'effectuer des contacts fréquents avec le gestionnaire de portefeuille de la société (Ryan et Schneider 2002).

Les investisseurs institutionnels peuvent contrôler les actions du management en capturant leur performance via des indicateurs financiers, tels que le résultat net (Wahal 1996), retour sur capitaux investis (Chaganti et Damanpour 1991) mais aussi par la valeur du titre financier sur le marché qui permet de capturer la performance perçue par le marché financier (Prevost et Rao 2000, Smith 1996, Wahal 1996). L'immixtion des investisseurs actifs peut aller jusqu'à suivre

l'évolution de la composition des membres du conseil d'administration (Carleton et al. 1998), changer les niveaux et la composition de la rémunération des dirigeants (David et al. 1998), ou encore de supprimer les dispositions anti-OPA de l'entreprise (Mallette et Fowler 1992).

Ryan et Schneider (2002) soulignent que le but de l'activisme de ces acteurs peut varier selon leurs objectifs, ainsi la forme de cet activisme varie également de la forme la plus coopérative jusqu'à la forme la plus hostile.

Les formes coopératives de l'activisme des investisseurs institutionnels peuvent se présenter comme une discussion ou négociation privée avec le manager (Pellet 1998) ou encore avec les membres du conseil d'administration ou les consultants de l'entreprise (Useem 1996).

Les formes les plus hostiles de l'activisme de ces acteurs financiers se caractérisent par une médiatisation de leur intervention (Ryan et Schneider 2002). Ainsi, elles peuvent se présenter comme le « proxy voting », des campagnes médiatiques (Rehfeld 1998) ou encore des propositions d'actionnaires (Del Guercio et Hawkins 1999). Généralement ce type d'activisme donne le signal au marché que l'entreprise n'est pas disposée à répondre à des tentatives plus coopératives pour négocier avec les investisseurs (Gillan et Starks 2000; Prevost et Rao 2000). Les investisseurs institutionnels sont dits passifs dès lors qu'ils n'utilisent pas les droits qu'ils leur sont conférés en tant qu'actionnaires, pour exercer une pression sur le gouvernement de l'entreprise pour influencer sa stratégie (Ben'mbarek 2001). Ainsi, dès lors que la gestion de l'entreprise ne leur convient plus, ils préfèrent sortir du capital de la société « Wall street walk » plutôt que de négocier.

Nous présentons à l'aide du tableau ci-dessous les principales sources d'hétérogénéité trouvées dans la littérature concernant ces acteurs économiques :

Sources d'hétérogénéité	Auteurs	Résultat
Style d'investissement	Bushee (1998)	Classement des investisseurs institutionnels en trois catégories : investisseurs passagers, investisseurs dédiés et enfin investisseurs quasi-indexés.
	Bushee (2004)	Les investisseurs passagers sont sensibles aux informations prévisionnelles. Les investisseurs dédiés et quasi-indexés sont sensibles à la performance à court-terme de l'entreprise.
Existence de relations commerciales	Brickley et al. (1988). Payne et al. (1996)	L'existence de ce type de relation entre les investisseurs institutionnels et les entreprises influence le comportement de vote de ces actionnaires. Deux catégories d'investisseurs institutionnels : les investisseurs institutionnels résistants / neutres et les investisseurs institutionnels sensibles.
Biais domestique	Baudru et Lavigne (2001), Dahlquist et Robertsson (2001)	Préférence de certains investisseurs institutionnels pour les titres nationaux. Ainsi, nous retrouvons : <ul style="list-style-type: none"> - les investisseurs institutionnels nationaux - les investisseurs institutionnels étrangers
Type de gouvernance	Chaganti et Damanpour (1991) Smith (1996) Wahal (1996) Carleton et al. (1998) etc	Distinction des investisseurs institutionnels selon leur immixtion dans la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent. Nous retrouvons deux catégories : <ul style="list-style-type: none"> - Les investisseurs institutionnels actifs, - Les investisseurs institutionnels passifs.

Tableau 3 : Etudes de l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels

CONCLUSION DU CHAPITRE 1

Ce premier chapitre a présenté les différents types d'investisseurs étudiés dans ce travail de recherche.

Les investisseurs individuels sont des investisseurs classiques. Les recherches académiques concernant le comportement de ces acteurs, leurs besoins informationnels et leurs caractéristiques descriptives sont abondantes. Nous avons ainsi, décidé de reprendre ici les études empiriques et enquêtes les plus récentes afin de pouvoir offrir une définition de l'investisseur individuel français en soulignant les caractéristiques descriptives qu'il peut présenter. Le développement de ces acteurs a connu une progression importante dans les années 90 avec les vagues de privatisations qu'a connues la France mais a considérablement décliné ces dernières années pour laisser place à une autre catégorie d'investisseurs beaucoup plus influente et puissante, les investisseurs institutionnels (Ponsard et al. 2005).

Ces derniers sont des organismes récoltant de l'argent de particuliers ou d'autres organisations afin de les réinvestir sur les marchés financiers. Il existe quatre catégories différentes selon le statut légal ou juridique : les banques, les assurances, les fonds de pension et les organismes de placement collectif. Cependant, on intègre depuis quelques années, à cette classification, un cinquième sous-groupe les « hedge funds », dont l'importance et la propagation ne cessent d'augmenter au fil du temps.

Les investisseurs institutionnels sont des acteurs économiques puissants présentant plusieurs caractéristiques communes mais aussi des facettes variées permettant de les distinguer. Au fil des années, la représentation des investisseurs institutionnels n'a cessé d'évoluer dans la littérature. Différentes distinctions apparaissent, allant au-delà de la simple caractéristique juridique et insistant sur des différenciations en termes de style d'investissement, d'existence de relations commerciales, de biais domestique ou encore de gouvernance.

Une autre particularité de ces acteurs économiques est leur différence avec la catégorie traditionnelle d'investisseur, à savoir les investisseurs individuels. Les investisseurs individuels se caractérisent également par rapport aux institutionnels par les nombreux biais de comportement dont ils font l'objet.

Les investisseurs institutionnels ne sont pas un groupe homogène mais ils présentent des caractéristiques communes qui permettent de les différencier des investisseurs individuels (Deb et al. 2013).

Chapitre 2 –

Un cadre théorique pour étudier les besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs institutionnels

INTRODUCTION

SECTION 1 – Un cadre théorique spécifique

1. La théorie positive de l'agence
2. La théorie de l'agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels
3. Le contrat d'agence professionnel
4. Intégration de l'agent professionnel au cadre d'agence élargi

SECTION 2 - Les besoins en informations financières et comptables

1. Les informations financières et comptables : définition et utilité
2. La revue de la littérature sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs

SECTION 3 - Le modèle et le protocole de recherche

1. Le modèle de recherche
2. Le protocole de recherche

CONCLUSION

CHAPITRE 2 – UN CADRE THEORIQUE POUR ETUDIER LES BESOINS INFORMATIONNELS COMPTABLES ET FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

INTRODUCTION DU CHAPITRE 2

Après avoir défini les catégories d'investisseurs auxquelles notre travail de recherche va s'intéresser, il a été essentiel de déterminer quel cadre théorique permet d'étudier leurs besoins informationnels financiers et comptables et ainsi concevoir notre modèle de recherche.

Les recherches sur l'utilité de l'information comptable et financière pour les investisseurs (Loibl et Hira 2009, Lawrence et Kecmar 1999, Lipe 1998, Chandra 1975) se basent pour la plupart sur la théorie de formation des prix par le biais de la notion arbitrage coût/ bénéfice (Stigler 1966), la théorie de prise de décision (Simon 1945) ou encore la théorie du portefeuille (Markowitz 1952). Nous expliquons dans ce qui suit pourquoi ces cadres théoriques ne peuvent pas être mobilisés pour répondre à notre problématique de recherche et nous présentons la théorie mobilisée qui est celle de la théorie d'agence élargie de Schneider (2000).

En effet, cette dernière permet d'expliquer la particularité des besoins informationnels des investisseurs institutionnels par rapport aux individuels. Ainsi, elle permet de démontrer et de souligner la double relation d'agence dans laquelle se trouve l'investisseur institutionnel et qui peut influencer ses besoins en informations financières et comptables (Section 1).

Puis, nous présentons la place du concept d'informations financières et comptables dans les principales théories comptables et dans les normes comptables. Et nous exposons les principaux travaux menés sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs individuels et professionnels.

Enfin, nous exposons notre modèle et notre protocole de recherche et nous relatons notre cheminement intellectuel et les choix méthodologiques qui ont été effectués (Section 3).

SECTION 1 – UN CADRE THEORIQUE SPECIFIQUE

Nous allons dans cette section nous attarder à présenter le cadre théorique qui a été mobilisé pour atteindre les objectifs de notre thèse.

« La théorie est un état des concepts et de leurs interrelations qui montre comment et pourquoi un phénomène se produit » (Corley et Gioia 2011).

Il faut noter que les études ayant jusqu'ici porté sur les investisseurs institutionnels se sont essentiellement basées sur de précédentes études empiriques et ne se sont pas inscrites dans un cadre théorique précis ou explicite.

Quant à l'analyse des investisseurs individuels, les principales approches théoriques qui ont pu être utilisées lors de l'analyse des investisseurs individuels ne peuvent être applicable à notre objectif de recherche. En effet, la notion coût/ bénéfice (Stigler 1966) permet d'apprécier les décisions des investisseurs en comparant leurs coûts et leurs bénéfices mais ne permet pas d'expliquer les différences en termes de besoins informationnels. Quant à la théorie du portefeuille initiée par Markowitz (1952), elle ne peut être utilisée comme cadre théorique à notre étude car elle ne permet pas de déterminer les raisons et intérêts des différentes catégories d'investisseurs dans le choix des titres financiers. Enfin, la théorie de prise de décision (Simon 1945) permet certes de décrire les processus de prises de décision, mais elle ne permet pas non plus d'identifier les divergences des besoins en IFC des différentes catégories d'investisseurs ni de prendre en compte la spécificité des investisseurs institutionnels.

Neuberger (2005) propose un schéma récapitulant les cadres théoriques pouvant expliquer les relations des intermédiaires financiers :

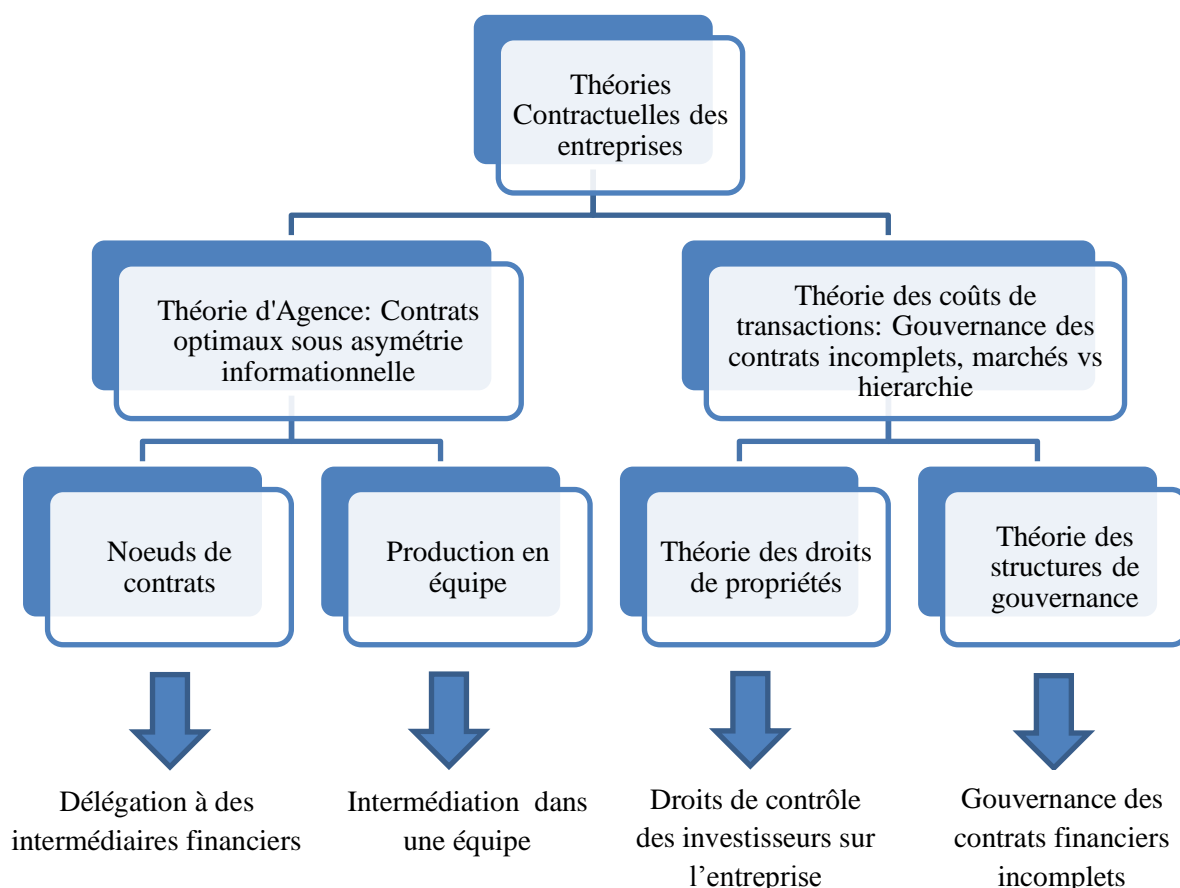


Figure 19: Explication des contrats financiers et des intermédiaires par le biais différents cadres théoriques contractualistes

Source : Traduit de Neuberger (2005)

Ainsi, la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) semble la plus appropriée pour répondre à nos questions de recherche notamment en raison de l'explication qu'elle apporte aux besoins informationnels des investisseurs de manière générale. Cependant, cette théorie ne permet pas de prendre en compte la spécificité des investisseurs institutionnels soulignée dans notre premier chapitre, et donc ne permet pas d'expliquer les différences en termes de besoins informationnels entre les investisseurs individuels et institutionnels. C'est ainsi, que nous avons mobilisé la théorie de l'agence élargie appliquée au cas des investisseurs institutionnels couplée avec la notion d'agent professionnel.

Nous présentons dans cette section, la théorie de l'agence (1), la théorie de l'agence élargie (2), ainsi que la notion d'agent professionnel avancée par Sharma (1997) (3). Enfin nous soulignons l'impact de l'intégration de cette notion dans le contrat d'agence élargi (4).

1. La théorie positive de l'agence

La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) a beaucoup contribué à la recherche en comptabilité. En effet, les autres cadres théoriques examinent les performances et les incitations sans prendre en compte dans leurs modèles l'existence réelle de quelconques incitations (Lambert 2001).

Ainsi, nous allons d'abord brièvement définir la théorie de l'agence et souligner les conflits d'agence qu'elle présente (1.1.) et enfin les critiques qui se sont élevées contre cette théorie (1.2.).

1.1. Les principes fondamentaux de la relation d'agence

La théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling constitue un instrument théorique permettant de comprendre les intérêts des investisseurs à contracter avec les entreprises. En effet, cette théorie spécifie la nature des liens qui lie les actionnaires aux dirigeants et justifie surtout la position clé des actionnaires (Lavigne 2004, p. 46).

La théorie de l'agence de Jensen et Meckling a mis en évidence la relation principal-agent existante au sein d'une entreprise en utilisant la métaphore des « Contrats » (Eisenhardt 1989). Cette théorie essaye de résoudre deux problèmes annexes à l'existence d'une relation d'agence (Eisenhardt 1989) :

- un problème d'agence imputable à la divergence des objectifs et des intérêts du principal et de l'agent mais également à la difficulté de contrôler l'agent par le principal.
- un problème de partage des risques dû à l'attitude différente des deux acteurs face au risque.

La théorie de l'agence repose sur l'hypothèse selon laquelle chaque partie cherche à maximiser son propre intérêt et suppose qu'il existe une asymétrie d'information entre les différents acteurs (Jensen 1983). C'est-à-dire, que les agents ne disposant pas de toute l'information, ne pourront en aucun cas anticiper les comportements des autres parties. En effet, en procédant à la délégation du pouvoir au dirigeant, le principal lui donne un privilège en termes décisionnels et en termes d'accès à l'information.

Le tableau suivant résume les grands principes de la théorie de l'agence :

<i>Idées clés</i>	La relation d'agent/principal doit refléter une organisation efficiente de l'information et du support des coûts relatifs au risque.
<i>Unité d'analyse</i>	Contrat entre l'agent et le principal.
<i>Hypothèses humaines</i>	Rationalité limitée Intérêt personnel Aversion au risque
<i>Hypothèses organisationnelles</i>	Divergence d'objectifs entre l'agent et le principal Efficiencia comme critère d'efficacité Asymétrie informationnelle entre l'agent et le principal
<i>Hypothèses informationnelles</i>	L'information est une matière première que l'on peut acheter
<i>Problèmes liés au contrat</i>	Problème d'agence (Aléa moral et la sélection adverse) Partage des risques

Tableau 4 : Principes de la théorie de l'agence

Source : Eisenhardt (1989)

On retrouve donc ce type de relation (agent/principal) dans n'importe quelle relation bilatérale dans laquelle il y'a une délégation des pouvoirs décisionnels.

« *Le domaine de la théorie d'agence est large et reflète la structure basique d'agence liant un principal et un agent qui sont engagés dans un comportement coopératif tout en ayant des objectifs différents et des comportements de prise de risque différents.* » (Eisenhardt 1989).

Cette théorie a été largement reprise dans plusieurs travaux qui ont testé son application dans divers domaines : intégration verticale (Walker et Weber 1984), transfert de prix (Eccles 1985)...

1.2.Les limites de la théorie de l'agence

Nous retrouvons dans la littérature, différentes critiques qui se sont élevées contre les postulats de la théorie de l'agence. Tout d'abord l'opportunisme du dirigeant, lié à sa volonté de maximiser ces richesses en contrôlant les outils d'évaluation de ces performances, a été discuté par Jeanjean dès 2001. En effet, pour lui plusieurs autres arguments peuvent intervenir pour expliquer cet opportunisme qui ne serait pas seulement lié au conflit d'agence. Il s'agit par exemple de la volonté de signaler la performance future de l'entreprise ou encore la volonté de

rechercher une efficacité des contrats. Au côté de ces limites générales, nous retrouvons trois principales critiques impactant notre thème de recherche: la simplicité du modèle de la théorie d'agence (1.2.1), la difficulté de son application à des phénomènes organisationnels (1.2.2.) et enfin sa non prise en compte des spécificités de certains acteurs économiques (1.2.3.).

1.2.1. La simplicité du modèle de détention

La théorie de l'agence repose sur celle des droits de propriétés établie par Berle et Means en 1932, selon laquelle il existe une séparation entre les fonctions de propriété et de contrôle au sein de l'entreprise. En effet, en analysant la structure actionnariale des grandes firmes américaines, ils ont démontré que les actionnaires sont des investisseurs dispersés, dont la détention de capital est faible comparée à la valeur de la société. Les auteurs retiennent deux cas de structure d'actionnariat totalement opposés et extrêmes. Le premier, étant qualifié de « structure d'actionnariat fermée », où les dirigeants sont en même temps les managers et les propriétaires. Dans ce cas de figure, on ne trouve pas de séparation entre propriété et contrôle de l'entreprise. La deuxième structure d'actionnariat proposée par les auteurs est celle dite « ouverte », où le capital est dispersé entre les mains d'une multitude d'actionnaires (Benkraiem 2007).

Pour plusieurs auteurs (Charreaux 1997 et 1999, Baiman 1992), le cadre de cette théorie est bâti sur des modèles de détention de capital trop simplifiés. C'est ainsi que le caractère restrictif des acteurs concernés peut être sujet à des critiques, puisqu'il ne permet pas de prendre en compte ni la capacité d'influence ni même l'existence d'acteurs, dont le pouvoir capitalistique ne cesse d'augmenter tels que les investisseurs institutionnels.

Charreaux (1997, p 1656) en se basant sur la théorie des parties prenantes (Hill et Jones 1992) précise que « *l'analyse des relations avec les actionnaires, caricaturale dans les analyses initiales, doit être poursuivie et approfondie pour prendre en compte les structures réelles de répartition de capital* ». Il ajoute ensuite que « *la présence d'un actionnaire influent résout fréquemment le problème traditionnel d'absence de contrôle émanant des actionnaires, posé par la dispersion de l'actionnariat.* ».

La simplicité du modèle de l'agence a également été critiquée par Hirsch et al. (1990) qui déplorent la vision très réductrice de cette théorie par la prise en compte uniquement de la dimension du comportement humain appâté par le seul gain financier.

1.2.2. La difficulté de prise en compte des phénomènes organisationnels

L'application de la théorie d'agence aux phénomènes organisationnels a été critiquée dans la littérature (Nilakant et Rav 1994). Ainsi aux côtés de la non-prise en compte d'autres parties prenantes relevée par Hill et Jones en 1992, Noorderhaven (1992) souligne le traitement problématique des phénomènes sociaux au sein de cette théorie.

Il a été conclu que la théorie de l'agence ne permet pas de prendre en compte les phénomènes organisationnels impliquant des éléments sociaux et des relations économiques faisant face à des incertitudes organisationnelles ou environnementales (Schneider 2000, Nilakant et Rav 1994). En effet, Perrow (1986) souligne que la théorie de l'agence se concentre sur les rapports individuels, en négligeant totalement les dimensions organisationnelles ou collectives des rapports sociaux qui constituent l'entreprise de manière générale.

La théorie des parties prenantes (Hill et Jones 1992) a dépassé certaines de ces limites en conceptualisant la société comme un nœud de différents groupes ayant des intérêts différents et se focalisant sur l'éthique de négociation (Clarkson 1995, Boatright 1992).

Cependant, selon Jensen (2010, 2001), il est impossible pour une entreprise de pouvoir poursuivre plusieurs objectifs de maximisation de valeur. En effet, selon cet auteur, le dirigeant essaye de maximiser les aspects financiers de l'entreprise alors que la maximisation de la valeur au sens de la théorie des parties prenantes est celle qui tient compte de tous les intérêts de l'ensemble des acteurs en relation avec l'entreprise.

Cette théorie reconnaît l'existence d'autres parties prenantes mais ne souligne pas la suprématie qui revient aux acquéreurs (Schneider 2000) et la spécificité des investisseurs institutionnels par rapport à d'autres catégories d'actionnaires.

1.2.3. La difficulté d'application à certains acteurs économiques

Les investisseurs institutionnels sont des organismes ayant des objectifs différents de ceux des véritables acquéreurs et ils ont des comptes à rendre aux parties prenantes de leur propre structure. Donc leurs objectifs organisationnels peuvent être source de conflit d'intérêt entre eux, investisseurs institutionnels, et les véritables acquéreurs (leurs clients), ce qui peut donc créer de nouvelles sources de coûts d'agences pour ces derniers (Schneider 2000). Selon Bellando (2008) : « *Les problèmes associés à ce type de délégations sont nombreux et résultent d'un problème d'agence qui a certaines spécificités.* ».

En effet, la spécificité de l'investisseur institutionnel rend encore plus complexe sur le plan théorique le conflit d'agence puisqu'il y a au moins deux niveaux de conflits : entre l'investisseur individuel et l'investisseur institutionnel et entre ce dernier et la société dans laquelle il investit (Bellando 2008).

Au vu des différentes critiques visant la théorie d'agence classique et de la spécificité du rôle des investisseurs institutionnels dans le cadre d'agence, cette théorie ne peut être applicable comme présentée par Jensen et Meckling (1976) à ces relations entreprises émettrices-investisseurs institutionnels.

2. La théorie de l'agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels

La théorie de l'agence élargie (Schneider 2000) a permis d'intégrer la spécificité des investisseurs institutionnels au sein du contrat d'agence classique et de proposer quelques divergences en termes de comportements. Nous présentons ci-après le cadre d'agence élargi (2.1) puis les différentes études qui ont mobilisé ce cadre théorique (2.2.).

2.1. Un cadre d'agence élargi

Les acquéreurs ont été répertoriés en « propriétaires » dont l'implication dans l'entreprise comprend le travail et l'apport du capital fixe et humain, et en « investisseurs » qui n'ont pas de rôle actif dans l'entreprise et dont la contribution est limitée à l'apport d'un capital fixe (Chamberlain et Gordon 1991). En raison de l'évolution du capitalisme mondial, les propriétaires ont laissé de plus en plus place, aux investisseurs dans la majorité des entreprises.

Selon Jensen et Meckling (1976) chaque système ou organisation pluripartite peut être représenté par un cadre d'agence bipartite. Donc Schneider (2000) en appliquant cette affirmation au cas spécifique des investisseurs institutionnels propose le cadre d'agence suivant :

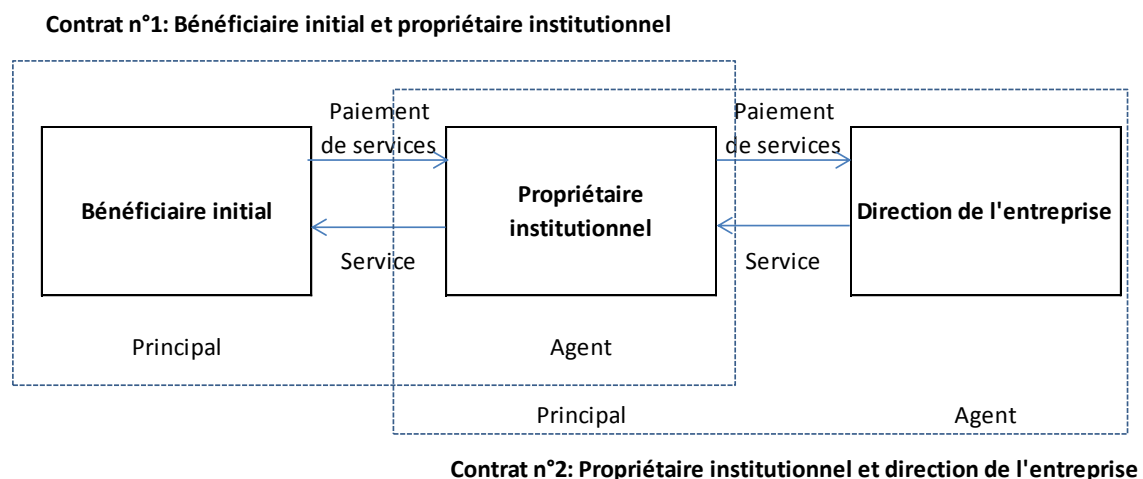


Figure 20 : Contrat d'agence bipartite appliqué aux Investisseurs Institutionnels

Source : Traduit de Schneider (2000)

En effet, la relation investisseur institutionnel/entreprise, peut être vue comme une série de deux contrats dyadiques, comme le souligne Schneider (2000, p 217) :

- un premier contrat entre le bénéficiaire initial (celui qui confie l'argent à l'investisseur pour qu'il le réinvestisse) et l'investisseur institutionnel: dans ce cas-là, l'investisseur institutionnel agit comme un agent pour le compte du principal (bénéficiaire initial) ;
- un deuxième contrat entre l'investisseur institutionnel et l'entreprise dans laquelle l'investissement est réalisé ; où l'investisseur joue le rôle du principal et le dirigeant de l'entreprise comme agent.

Carmichael et Pomerleano (2002) avancent que l'intermédiaire financier se trouve entre les fournisseurs et l'utilisateur final de l'information financière et que cette relation peut donc être modélisée comme une relation d'agence.

Selon Schneider (2000), l'investisseur institutionnel est le seul intermédiaire financier qui défie toutes les théories d'intermédiation existantes qui sont essentiellement basées sur des institutions de dépôts (Allen et Santomero 1998).

Le silence sur ces investisseurs et intermédiaires financiers dans la recherche théorique est d'autant plus intrigant que leur poids dans l'économie mondiale est important (Schneider 2000). Ceci pourrait être expliqué selon l'auteur par leur complexité qui a découragé de nombreux auteurs.

En effet, l'investisseur institutionnel apporte son expertise et ses connaissances mais également la complexité de son organisation, sa hiérarchie et différents conflits d'intérêts au contrat (Pfeffer 1981, Pfeffer et Salancik 1978). De même, ces acteurs ont leurs propres objectifs qui sont différents de ceux du bénéficiaire initial (Garten 1992).

Ainsi l'auteur propose un tableau récapitulant les bénéfices et les désavantages que peuvent potentiellement apporter les investisseurs institutionnels dans le contrat d'agence :

Bénéfices potentiels	Evaluation de l'auteur
Diversification du portefeuille	Bénéfice
Gestion des dossiers	Bénéfice
Rendements supérieurs	Bénéfice
Responsabilité légale	Bénéfice dans le degré de son application
Détention institutionnelle concentrée	Le bénéfice dépendra entre l'alignement des intérêts de l'investisseur institutionnel et son client ainsi que l'influence exercée par l'investisseur sur l'entreprise.
Réduction des coûts de participation	Bénéfice
Désavantages potentiels	Evaluation de l'auteur
Les organismes institutionnels sont une source de coût d'agence supplémentaire	Désavantage
La pluralité de parties prenantes donne lieu à plusieurs conflits d'intérêts	Désavantage

Tableau 5 : Evaluation des bénéfices et désavantages que l'investisseur institutionnel apporte au contrat d'agence

Source : Traduit de Schneider (2000)

2.1.1. Les bénéfices potentiels liés à l'introduction de l'investisseur institutionnel à un contrat d'agence

Les investisseurs institutionnels apportent donc au contrat d'agence leur portefeuille et leur gestion de dossiers qui leur donnent un rendement supérieur au rendement qu'aurait pu obtenir un investisseur individuel investissant seul (Kolb 1994). En effet, les investisseurs

institutionnels ont accès à beaucoup plus de marchés que les individuels et donc peuvent avoir une diversification importante de leur portefeuille. De plus la gestion de leurs nombreuses transactions financières facilite le traitement de l'information et donc confère un avantage important à ces acteurs.

De même, les investisseurs institutionnels sont des organismes ayant des responsabilités légales qui donnent lieu à une certaine protection à leurs clients (Schneider 2000). D'autre part, Allen et Santomero (1998) ont introduit la notion des coûts de participation qui reflètent les coûts pour un investisseur individuel de participer au marché financier. Ils soulignent que les intermédiaires financiers permettent aux individuels de réduire leurs coûts de participations en leur offrant un accès plus large aux différents marchés financiers.

D'après Useem (1996), la détention institutionnelle est de plus en plus concentrée dans les économies développées. Ainsi, selon Schneider (2000) ceci peut être un bénéfice ou un désavantage selon l'alignement des intérêts de l'investisseur institutionnel et son client ainsi que l'influence exercée par l'investisseur sur l'entreprise. En effet, l'auteur explique que si les intérêts sont similaires, l'investisseur institutionnel aura tendance à contrôler le dirigeant de l'entreprise et de réduire son égoïsme et donc réduire cette source de coûts d'agence supplémentaire. Alors qu'à l'inverse, si les intérêts divergent, l'investisseur institutionnel pourrait avoir un comportement au détriment de la réalisation des intérêts du bénéficiaire initial et pourrait donc augmenter les coûts d'agence.

2.1.2. Les désavantages liés à l'introduction de l'investisseur institutionnel à un contrat d'agence

Enfin, Schneider (2000) souligne que l'introduction de l'investisseur institutionnel au contrat d'agence donne lieu à des coûts d'agence supplémentaires : des coûts d'agence liés à l'intermédiation financière en plus des coûts d'agence classiques liés au dirigeant. Ainsi, ceci complique l'exécution du contrat et peut entraîner des problèmes plus pointus que ceux concernant un contrat classique d'agence (Gordon 1994).

2.2. Utilisation de la théorie d'agence élargie

Le cadre théorique élargi proposé et conceptualisé par Schneider (2000) a été testé empiriquement dans cinq travaux se concentrant essentiellement sur les questions de gouvernance et de relations entre investisseurs institutionnels. Schneider (2002, 2000) souligne qu'il est très difficile de travailler sur ces acteurs économiques qui sont extrêmement complexes.

En effet, Lehmann et al. (2004) étudient en se basant sur cette théorie le lien entre l'efficacité de la structure de gouvernance des sociétés et leurs profitabilités. Chang et al. (2012) ont étudié l'impact de la typologie d'actionnariat sur la structure de capital des sociétés en utilisant dans leurs modèles de régression des variables issues du cadre théorique élargi de Schneider (2000). Neuberger (2005), a mobilisé ce cadre théorique afin de démontrer l'impact de la délégation sur les coûts d'agence et donc sur la gouvernance.

Enfin, Yuan et al. (2009) discutent les résultats de leurs interviews menés avec des gérants de fonds et des dirigeants de différentes entreprises sur la base du cadre théorique de l'agence élargi, et essaient de déterminer l'impact de cette catégorie d'investisseurs sur la gouvernance.

Ainsi, ce cadre théorique n'a jamais à notre connaissance été mobilisé afin d'expliquer les divergences en termes de besoins informationnels financiers et comptables des différentes catégories d'investisseurs. En effet, comme déjà énoncé plus haut, la plupart des études portant sur les investisseurs institutionnels ont mobilisé des recherches empiriques antérieures ou encore la théorie du portefeuille ou celle de prise de décision.

De plus, toutes les spécificités de l'investisseur institutionnel en tant que principal et agent dans le contrat d'agence sont d'autant plus importantes à prendre en compte, que Sharma (1997) définit le premier contrat d'agence liant l'investisseur institutionnel à son client comme étant un contrat d'agence professionnel.

3. Le contrat d'agence professionnel

Les investisseurs institutionnels peuvent être définis comme étant des professionnels au sens de Larson (1977) : « *Les professionnels sont ceux ayant des occupations impliquant un prestige et une connaissance spéciale basée sur des compétences spécifiques dans des domaines de connaissances ésotériques liés aux besoins et valeurs d'un système social* ».

En effet, le terme « professionnel » a été longtemps réservé à des domaines restrictifs et particuliers tels que la médecine, le droit... Abbott (1988) a été l'un des premiers à y inclure d'autres domaines tels que l'économie (et donc la comptabilité) et le design (l'architecture). Les investisseurs institutionnels sont qualifiés de « professionnels » car ils appliquent dans leurs métiers des connaissances spécifiques acquises par leurs formations et par leurs expériences (Sharma 1997, Winch et Schneider 1993, Von Glinow 1988). Ainsi la relation classique agent/principal diffère lorsqu'on est en présence d'agent professionnel.

La première distinction est que dans cette nouvelle relation d'agence il y a une violation d'un des principes de la théorie d'agence classique selon lequel le principal est le seul à pouvoir

concevoir et faire appliquer les contrats au sein d'une entreprise. Selon Williamson (1975) et Bergen et al. (1992), la plupart des cadres d'agence définissent l'efficacité du point de vue du principal car l'hypothèse étant qu'il existe une primauté de ce dernier. Or Sharma (1997) explique que le pouvoir dans cette relation d'agence se trouve également et surtout chez l'agent professionnel de par son expertise et de son indispensabilité associées aux services qu'il fournit. Cette relation d'agence implique donc une asymétrie d'information beaucoup plus importante en raison du manque de connaissances techniques du principal qui ne lui permet pas d'évaluer l'effort de l'agent professionnel. Sharma (1997) conclut qu'il existe dans cette relation une asymétrie de connaissances qui accentue l'asymétrie informationnelle. Bellando (2008) quant à lui, souligne que l'investisseur institutionnel peut être tenté de ne pas divulguer toutes les informations dont il dispose à son client afin de conserver son avantage concurrentiel, et « *de ne pas rendre public son procédé de fabrication* ».

La seconde distinction réside dans le fait que les coûts de surveillance de l'agent professionnel sont beaucoup plus élevés dans ce cadre d'agence spécifique puisque le principal n'a pas assez de connaissances et de compétences pour évaluer seul, le travail de son agent professionnel.

La troisième et dernière différence est ce que Sharma (1997) appelle la coproduction de travail. En effet dans le cadre d'agence classique, on suppose que l'actionnaire donc le principal est passif dans la gestion de l'entreprise. Or, l'agent professionnel travaille en coordination avec son principal. En effet, les stratégies d'investissement, le degré de tolérance du risque pris, sont des actions décidées avec le principal, il y a consultation et interaction et donc coproduction de service. Cette coordination active entre principal et agent professionnel génère une dynamique dans la relation d'agence qui n'était pas prise en compte en dehors de ce cadre théorique.

4. Intégration de l'agent professionnel au cadre d'agence élargi

Les divergences entre le cadre d'agence classique et celui faisant intervenir des agents professionnels sont présentées sur le tableau suivant :

Hypothèses	Cadre d'agence professionnel	Cadre d'agence classique
Intérêt personnel	X	X
Rationalité limitée	X	X
Altruisme	X	O
Intégration sociale	X	O
Aversion au risque	O	X
Efficiency comme critère d'efficacité	X	X
Divergences d'objectifs	X	X
Asymétrie d'information	X	X
Information comme matière achetable	O	X

X : Hypothèse maintenue

O : Hypothèse non maintenue

Tableau 6 : Différences entre le cadre d'agence classique et professionnel

Source : Sharma (1997)

Nous discutons dans ce qui suit les principales divergences soulignées dans le tableau ci-dessus. L'altruisme de l'agent professionnel est supposé dans la littérature relative aux professionnels en raison de l'envie de ce dernier de rendre service à son client et de la satisfaction personnelle que cela lui apporte (Von Glinow 1988, Sharma 1997). En reconnaissant la présence d'une recherche de satisfaction personnelle et de l'altruisme de l'agent, ce cadre d'agence permet de prendre en compte la complexité humaine.

Sharma (1997) ajoute comme hypothèse celle de l'intégration sociale des agents professionnels. En effet selon lui, reconnaître l'intégration sociale des agents professionnels permettrait de détourner l'attention des unités engagés exclusivement dans des échanges économiques vers des êtres humains beaucoup plus complexes au service de fonctions socio-économiques.

L'aversion au risque des agents professionnels n'est pas pour lui une hypothèse viable pour le cadre d'agence qu'il propose. La théorie de l'agence classique suppose que l'agent a une aversion au risque parce que son comportement peut donner lieu à des pertes considérables mettant en danger son emploi (Jensen et Meckling 1976). Sharma (1997) souligne que les

agents professionnels n'ont pas les mêmes contraintes hiérarchiques que les agents traditionnels et donc il conclut qu'ils ont une attitude neutre face au risque.

Enfin, l'information dans ce cadre d'agence n'est pas une denrée monnayable puisque l'agent étant beaucoup plus connaisseur techniquement que le principal, ce dernier ne peut espérer avoir la bonne information en l'achetant mais en devenant fin connaisseur du domaine délégué.

Au vu de toutes ces informations, nous pouvons conclure que les investisseurs institutionnels sont considérés comme des agents particuliers dans le premier contrat d'agence. Par extension, nous pouvons également dire que le premier contrat d'agence liant l'investisseur institutionnel à son client est un contrat d'agence professionnel (Schneider 2000).

Le second contrat d'agence liant l'investisseur institutionnel au dirigeant de l'entreprise peut être assimilé à un contrat d'agence classique. Mais le modèle basique d'agence de Jensen et Meckling (1976) ne permet pas de prendre en compte le double rôle que joue l'investisseur institutionnel. En effet, les investisseurs institutionnels sont des organisations complexes où des systèmes politiques avec des intérêts divergents existent (Mintzberg 1983, Pfeffer 1981, Pfeffer et Salanick 1978).

Dans la littérature plusieurs auteurs ont proposé diverses alternatives pour caractériser la détention institutionnelle comme un contrat d'agence multipartite. Ainsi Black (1992) décrit les investisseurs institutionnels comme étant des agents contrôlant d'autres agents. Dans la littérature comptable, nous retrouvons Baiman (1982) qui a souligné qu'il n'existe pas de problème conceptuel pour élargir le cadre d'agence pour inclure d'autres parties. Ainsi Chandar (1996) suggère un modèle tripartite présenté ci-dessous et qui a été la base de plusieurs études empiriques sur les performances des organismes de placement collectif américains.

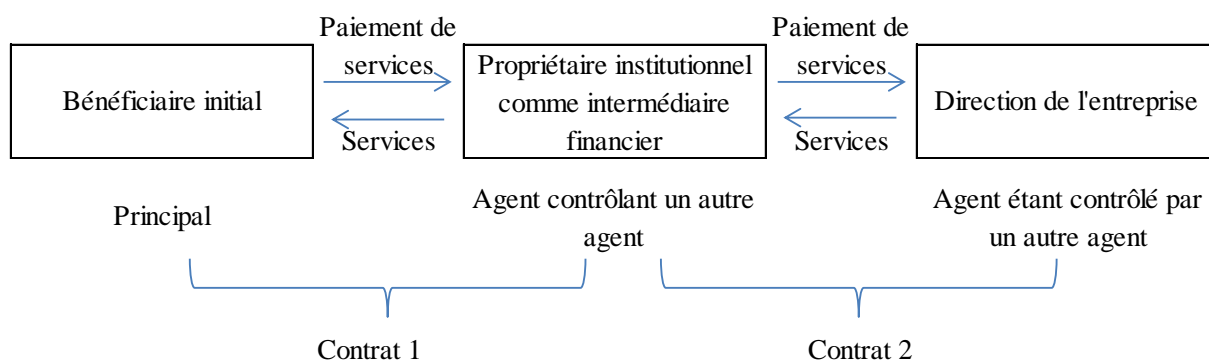


Figure 21 : Application de la théorie de l'agence aux investisseurs institutionnels

Source : Traduit de Schneider (2000)

Cette conceptualisation du cadre d'agence multipartite dans un seul et même contrat a été également utilisée par Varian (1990) dans son travail sur l'économie institutionnelle américaine et par Bricker et Chandra (2000). Ces derniers, à travers une étude des structures de propriétés des entreprises dans plusieurs pays (Allemagne, Etats-Unis, Japon, l'Afrique du Sud et le Canada), ont démontré que l'exclusion des investisseurs institutionnels du cadre d'agence revenait à biaiser l'analyse de certaines questions relatives à la production et divulgation de l'information comptable et financière.

Cette catégorie d'investisseurs doit faire face à de nombreux acteurs, ayant des rôles et des jeux d'attentes différents, à propos du comportement d'une structure sociale (Rizzo et al. 1970) ayant le rôle d'intermédiaire financier.

En effet, selon Katz et Kahn (1978, p 204), le processus d'incarnation d'un rôle devient extrêmement complexe quand plusieurs rôles doivent être incarnés en une seule personne, et peut résulter en des conflits de rôles qu'ils ont défini comme : l'occurrence simultanée de deux rôles ou plus, dont l'attente est différente, de telle sorte que le respect d'un rôle rend le respect de l'autre plus difficile.

Les investisseurs institutionnels sont au cœur d'un nœud de rôles (Schneider 2000). En effet, ils font face à différentes attentes compte tenu du rôle qu'ils joueront dans tel ou tel contrat (principal et agent en même temps).

Ainsi Schneider (2000) prend en compte cette spécificité des investisseurs institutionnels comme « agents contrôlant d'autres agents ». Les investisseurs institutionnels étant des intermédiaires financiers, la relation d'agence classique devrait prendre en compte la théorie financière d'intermédiation (Gurley et Shaw 1960). D'après cette théorie, les intermédiaires émergent lorsqu'il existe une valeur ajoutée à la production, collecte d'informations et au regroupement des valeurs mobilières de placement due à l'asymétrie informationnelle et à l'inefficience du marché financier (Draper et Hoage 1978).

D'après Schneider (2000) la prise en compte des investisseurs donne lieu à des coûts d'agence liés à l'intermédiation financière en plus de ceux liés au management de l'entreprise. Ceci donnera lieu à l'émergence de problèmes d'agence beaucoup plus importants que ceux que l'on retrouve généralement dans la relation classique d'agence (Gordon 1994). Barclay et al. (1995), donnent l'exemple des organismes de placements collectifs qui auront tendance à privilégier

les politiques augmentant la croissance de leurs fonds en attirant toujours plus d'investisseurs au lieu d'augmenter le retour sur investissement des investisseurs actuels.

C'est cette spécificité du deuxième contrat d'agence dans lequel l'investisseur institutionnel joue le rôle de principal qui le rend également différent du contrat d'agence classique de par les coûts d'agence supplémentaire à prendre en compte.

Ainsi, nous pouvons récapituler les quatre principales divergences entre la théorie classique d'agence et celle appliquée aux investisseurs institutionnels comme suit :

- l'aversion au risque non présente pour l'agent professionnel
- l'altruisme de l'agent professionnel
- l'intégration sociale de l'agent professionnel
- et enfin le coût d'achat de l'information nulle.

Les investisseurs institutionnels sont des professionnels au cœur d'un nœud de rôles. Pour nourrir leur expertise et gérer leurs actifs, ils utilisent des informations comptables et financières.

SECTION 2 – LES BESOINS EN INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES

L'investisseur, et tout particulièrement, l'actionnaire dispose entre autres d'un droit à l'information en raison du risque qu'il prend en apportant son capital à l'entreprise.

L'information est une ressource fondamentale pour le fonctionnement des transactions et des marchés, elle est au centre des principales théories comptables et financières. Elle a également été questionnée ces dernières années notamment en raison de la crise financière des subprimes qui s'est propagée dans les principaux marchés financiers.

Dans cette section, nous allons examiner la place que les normalisateurs et les théories comptables accordent aux IFC (1), puis nous nous centrons sur une revue de littérature des travaux qui ont été menés sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs (2).

1. Les informations financières et comptables : définition et utilité

Dans un premier temps, nous définissons le terme « information financière et comptable » au regard de la normalisation comptable internationale (1.1.) puis nous le situons dans les principales théories comptables (1.2.).

1.1. Les IFC dans les normes comptables internationales

Afin de définir précisément le terme informations financières et comptables, nous devons nous référer au cadre conceptuel. Ce document a été élaboré par les normalisateurs comptables de plusieurs pays afin de définir des concepts clés pour l'élaboration des états financiers comme la notion d'actifs, de passifs ou encore la notion d'IFC. En 1989, l'IASB proposait le premier cadre conceptuel international inspiré de celui des Etats-Unis publié en 1978.

« Il réunit l'ensemble des principes et concepts constituant les « racines » des normes comptables, ou encore les moyens d'atteindre les objectifs qu'il se fixe » (Colasse 2006).

Devant les critiques qui se sont élevées contre l'obsolescence de ce cadre conceptuel face aux changements économiques et financiers, les normalisateurs comptables souhaitent, depuis

2002, harmoniser encore plus les systèmes de reporting financier pour faciliter la comparabilité des états financiers internationaux.

Ainsi, le FASB et l'IASB prévoient de produire un nouveau cadre conceptuel pour l'année 2015 qui verra son nom se transformer de « Cadre pour la préparation et la présentation des états financiers » à « Cadre conceptuel de l'information financière ». Même si le projet est toujours en cours, le titre du cadre conceptuel fait clairement référence à une volonté des normalisateurs de mettre l'accent sur les IFC importantes pour les prises de décisions des investisseurs.

L'information financière et comptable au sens des normalisateurs comptables se doit d'être utile pour les investisseurs, principaux destinataires des états financiers (Escaffre et Ramond 2007, Escaffre 2010). Cet objectif a été repris de l'ancien cadre conceptuel américain du FASB publié en 1978 et a même été renforcé dans le projet du nouveau cadre conceptuel à venir :

« Les fournisseurs de capitaux s'intéressent à l'information financière parce qu'elle leur est utile pour prendre des décisions sur l'opportunité et la façon d'attribuer des ressources à une entité donnée et sur l'opportunité et la façon de protéger ou de faire croître leurs investissements. Lorsqu'ils prennent ces décisions, les fournisseurs de capitaux sont intéressés à évaluer la capacité de l'entité de générer des rentrées nettes de trésorerie et la capacité de la direction de protéger et de faire croître leurs investissements. ».

En effet, avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs vont d'abord essayer de calculer le retour sur investissement que leur placement pourrait leur rapporter, ils seront donc particulièrement attentionnés aux capacités de l'entité à générer des rentrées nettes de trésoreries.

Les propositions du nouveau cadre conceptuel sont toutefois sujettes à débats.

Tout d'abord, l'Autorité des Normes Comptables répond en février 2014 aux nouvelles propositions du cadre conceptuel commun en précisant que l'hypothèse des marchés efficients aurait dû être plus discutée et intégrée dans les textes et que plus d'importance aurait dû être consacrée à la performance économique plutôt qu'aux notions d'évaluation d'actifs. On peut retenir dans la lettre de réponse, que l'ANC ne conteste pas l'orientation « investisseur » qu'ont retenue les normalisateurs internationaux.

L'EFRAG a également publié un rapport de réponse au cadre conceptuel début 2014 faisant état de leur désaccord avec les normalisateurs comptables sur l'objectif de l'information financière et comptable. En effet, pour l'EFRAG les informations financières et comptables

n'ont pas pour objectif de seulement fournir des éléments pour les décisions d'investissement des investisseurs actuels et potentiels mais également pour évaluer le management en place. L'EFRAG termine son commentaire en approuvant l'idée de l'IASB qui propose de modifier d'autres normes IAS ou IFRS selon le nouveau cadre conceptuel qui sera adopté à l'issue des discussions.

Par ailleurs, il faut noter que la dénomination « information financière » s'entend dans une acception plus large qui regroupe des éléments de nature réglementaire mais également volontaire. Alors que l'ancien cadre conceptuel se focalisait avant tout sur l'information de type réglementée, sa refonte va permettre d'étendre le périmètre des IFC pour y intégrer celles non obligatoires (c'est à dire volontaire) (Platet-Perriot 2009).

Ainsi, et en raison du manque de recherche sur ce sujet spécifique relatif aux investisseurs institutionnels nous avons décidé de nous concentrer sur toute l'information financière et comptable qu'elle soit obligatoire ou non.

1.2. La place et l'utilité de l'IFC dans les approches théoriques comptables

Les théories comptables ont depuis longtemps intégré l'importance et l'utilité de l'IFC dans leurs réflexions. Il est évident que le lien entre les besoins en IFC et les théories comptables est clairement établi d'abord dans les normes internationales, comme vu précédemment, mais également dans la totalité des études s'y étant intéressées.

En effet, les théories comptables accordent une place importante à l'IFC. On retrouve, d'ailleurs, cet élément au centre des trois courants majeurs au sein de l'approche positive ou « empirique » de comptabilité :

- la théorie politico-contractuelle qui vise à expliquer les déterminants organisationnels, politiques et économiques des pratiques comptables des dirigeants.
- *Behavioral Accounting Research*, approche comportementale visant à analyser les relations entre les informations comptables et les êtres humains (utilisateurs, émetteurs...)
- *Capital Market Research*, qui vise à étudier l'impact de l'information comptable sur les marchés financiers et où on trouve, des recherches visant à comprendre ou déterminer l'utilité du contenu informationnel des informations comptables (Beaver 1969, Ball et Brown 1968).

Dans le troisième courant de recherche, nous retrouvons des concepts théoriques fondamentaux mettant en avant l'importance de l'information comptable dans les marchés financiers ; il s'agit de la théorie de l'efficacité des marchés de Fama (1970).

L'information est une ressource vitale pour tous types d'organisations (Doinea et al. 2011). Selon Lim et Mackinlay (1998) elle permet de connaître la capacité de l'entreprise à respecter ses engagements mais également de déceler les compétences de son management. Heidhues et Patel (2008) soulignent que le degré d'utilisation de l'information financière et comptable varie selon l'importance de la décision à prendre. Doinea et al. (2011) ajoutent que le degré d'utilisation de l'information financière et comptable varie également selon de nombreux facteurs contextuels endogènes et exogènes tels que le niveau d'éducation de l'utilisateur par exemple.

D'autre part, la situation du marché actuel causant d'importantes pertes, la décision de prise d'investissement devient donc de nos jours une vraie compétence qui requiert l'attention des investisseurs (Kunreuther et al. 2002, Kahn et Baron 1995). Ainsi, selon Lee et Lin (2004), l'investissement donne lieu à une mobilisation importante d'argent et à une prise de risque conséquente, ce qui explique que la recherche d'information devient une activité primordiale pour les investisseurs.

Burkhardt et Strausz (2009), quant à eux, attestent que la divulgation d'IFC réduit l'asymétrie d'information, le coût du capital et augmente la liquidité. Chandra (1975) souligne également que l'information comptable est le moyen central pour réduire l'incertitude qui plane sur les décisions d'investissement.

Nous pouvons sans conteste affirmer que l'information comptable a été un élément central dans la recherche en comptabilité depuis son apparition. De même, les normalisateurs notamment la FASB et l'IASB reconnaissent que l'objectif principal de l'information comptable est de faciliter la prise de décision des investisseurs.

2. La revue de littérature sur les besoins en IFC des investisseurs

Une revue de la littérature sur les besoins en informations des utilisateurs du marché en général et des investisseurs individuels et institutionnels en particulier nous a permis de confirmer la rareté des études traitant de ces sujets. En effet, d'après Hand et Green (2012), la majorité des recherches sur l'utilité de l'information comptable pour les investisseurs se sont intéressées à :

- son utilité dans l'analyse fondamentale et dans l'évaluation d'une entreprise (Penman 2009)
- l'impact de son signal sur la production de rendements anormaux (Lee 2001, Bernard et Thomas 1990, Bernard et Thomas 1989).

Cependant l'utilité de l'information comptable dans la prise de décision d'investissement évoquée ci-dessus dans les théories comptables a été documentée par plusieurs auteurs (Hand et Green 2012, Elleuch 2003, Lev et Zarowin 1999, Amir et Lev 1996, Easton et al. 1992, Lev 1989, Ball et Brown 1968).

Nous traitons dans un premier temps des principaux travaux s'étant intéressés aux besoins informationnels des investisseurs individuels (2.1) puis de ceux ayant traité des besoins informationnels des investisseurs « professionnels » (2.2).

2.1.La revue des travaux sur les besoins informationnels des investisseurs individuels

Pendant longtemps, les recherches sur les investisseurs individuels ont été considérées comme inutiles. En effet, ces investisseurs étaient considérés comme minoritaires sur le marché mais étaient également considérés comme des « noise traders » c'est-à-dire que ce n'était pas eux qui fixaient le prix du marché mais plutôt les investisseurs sophistiqués (Lipe 1998).

Cependant, des chercheurs ont démontré que ces investisseurs individuels peuvent en effet affecter le marché financier : De Long et al (1990) ainsi que Ganguly et al (1994), démontrent que les « *noises traders* » ou les investisseurs individuels survivent au marché et donc y contribuent dans le temps. La découverte de « l'effet de lundi » ou encore de « l'effet week-end » et de l'implication et de la présence des investisseurs individuels ont également permis un regain d'intérêt à ces recherches (Hand 1990, Lakonishok et Maberly 1990, Ritter 1988).

Ainsi, plusieurs études ont démontré que les investisseurs individuels sont plus convaincus par les informations financières que par les autres informations (Cordella et Yeyati 2002, Lewellen et al. 1996, Petty et Caccioppo 1986a). C'est ainsi que lors de leurs prises de décision ils utilisent majoritairement le compte de résultat (Lawrence et Kercksmar 1999, Anderson 1988). Néanmoins, selon Arnold et al. (2009), les investisseurs individuels utilisent beaucoup le rapport de gestion pour leurs prises de décisions d'investissement. Ainsi, ils démontrent qu'ils utilisent particulièrement: les tendances technologiques de l'entreprise, sa stratégie, sa vision et ses forces selon son management.

Cependant, plusieurs études ont démontré que les investisseurs individuels n'étaient pas des investisseurs « sophistiqués » et qu'ils investissaient pour des raisons autres qu'informationnelles, comme la liquidité (Barber et Odean 2008, Grinblatt et Keloharju 2000, Odean 1999). Sharpe et Alexander (1990) démontrent, par exemple, que la décision de placement des individuels est un compromis entre risque et bénéfice ou rendement attendu. Mais Fisher et Statman (1997) démontrent que les investisseurs individuels ont d'autres préférences que le risque et le rendement espéré. Alors que Benartzi et Thaler (2001) démontrent que ce type d'investisseurs n'a pas de préférences bien définies.

Les investisseurs individuels préfèrent généralement une information déjà traitée et analysée. Leur mémoire étant trop petite pour pouvoir connaître toutes les informations nécessaires à leur prise de décision. Ils auront donc tendance à aller chercher de l'information dans l'environnement externe (Jacoby et al. 2001). Elliot et al. (2008) mettent également en évidence cette particularité des investisseurs individuels, en démontrant leur préférence pour ce qu'ils appellent « l'information filtrée ». Il s'agit de l'information regroupée et retravaillée par les intermédiaires financiers. Par ailleurs, les investisseurs individuels utilisant les « informations non filtrées » ; information divulguée par le management mais inaltérée par les intermédiaires financiers ; ont des retours sur investissement très bas. Ces résultats sont en accord avec ceux de Barber et al. (2009) qui démontrent les pertes astronomiques subies par les investisseurs individuels lors de leurs transactions financières, mais également ceux d'Epstein et Pava (1993) et Anderson et Epstein (1996) qui démontrent que les investisseurs individuels utilisent les rapports des brokers pour prendre leurs décisions d'investissement.

Rodgers (1992) avance qu'une partie du processus de prise de décision des investisseurs individuels relatif à une partie de l'information comptable va être basée sur sa connaissance préalable de cette typologie d'information et de la manière dont il la classe. En effet, plusieurs études antérieures ont démontré que les investisseurs individuels accordaient un poids différents à certaines informations comptables (Rodgers 1988, Henderson et Nutt 1980, Casey 1980).

D'après Lease et al. (1974), l'investisseur individuel américain est un analyste adoptant une méthode d'évaluation fondamentale disposant d'un portefeuille diversifié et investissant sur le long terme. Il est peu impliqué dans le processus de prise de décision d'investissement puisqu'il consacre peu de temps et d'argent à la recherche d'informations.

En France, Broihane et al. (2005) mettent en lumière le comportement des investisseurs individuels et démontrent que leur portefeuille est peu diversifié et composé essentiellement d'actions. Ils expliquent la gestion sous-optimale qu'ils font de leur portefeuille par l'effet de disposition. Ce dernier mis en évidence par le phénomène de la comptabilité mentale (Thaler 1985), conduit les investisseurs à négliger les interactions possibles entre les différents titres et ont alors tendance à « comptabiliser » chaque titre individuellement et, de ce fait, le portefeuille n'est pas appréhendé dans sa globalité. Le phénomène de sous-diversification du portefeuille des investisseurs individuels a été étudié également par Huberman (2001) et Oehler et al. (2005) qui démontrent que cette catégorie d'investisseurs a tendance à détenir trop longtemps des titres qu'ils pensent spéciaux ou « à part ». Les auteurs soulignent que les investisseurs individuels sont soumis au biais domestique qui les pousse à surpondérer des titres émis par des sociétés de leur propres pays dans leurs portefeuilles.

Les facteurs ayant un impact sur la prise de décision des investisseurs individuels ont été reconnus comme étant au nombre de trois : la performance passée du titre, l'état du marché financier et le niveau de risque de l'instrument financier (Firat et Fettahoglu 2011). Selon Lawrence et Kercksmar (1999), les informations les plus utilisées pour la prise de décision des investisseurs individuels sont : le cours historique du titre, le PER, l'opinion des analystes, le résultat, le dividende et le résultat par action.

Naggy et Obenberger (1994), à l'aide d'un questionnaire envoyé à plus de 500 investisseurs individuels, ont relevé les informations les plus utilisées dans leurs processus de prises de décisions d'investissements. Ainsi, ils démontrent que le résultat prévisionnel de la société, la connaissance de l'entreprise par l'investisseur et la place de la société dans l'industrie sont les plus importantes informations utilisées.

Comme exposé plus haut, les investisseurs individuels sont des investisseurs moins expérimentés que les investisseurs professionnels. Plusieurs auteurs (Shanteau, 1992, Perkins et Rao 1990, Jacoby et al. 1986, Brucks 1985) ont démontré que les investisseurs expérimentés ont des stratégies d'acquisition d'information différentes des investisseurs moins expérimentés.

Nous nous intéressons maintenant à une revue de littérature sur les besoins en informations des investisseurs « professionnels ». On entend ici par investisseurs professionnels, les investisseurs expérimentés tels que les investisseurs institutionnels ou les analystes financiers. En effet, au vu de la rareté des recherches s'étant intéressées aux besoins informationnels des investisseurs

institutionnels, nous avons élargi notre revue de littérature à tous les investisseurs professionnels.

2.2. La revue des travaux sur les besoins informationnels des investisseurs professionnels

Comme exposé plus haut, l'investisseur institutionnel est une personne morale, une organisation. Ainsi, pour étudier ses besoins en IFC, les chercheurs se sont intéressés aux différents acteurs présents dans cette organisation, à savoir les gérants de fonds et les analystes financiers.

L'analyste financier est un conseiller qui étudie les sociétés cotées pour évaluer leur titre financier. Il émet des rapports où il explicite son évaluation des titres, destinés aux investisseurs souhaitant avoir des informations déjà traitées, pour prendre leur décision d'investissement. Ainsi, son rôle principal consiste à fournir des prévisions et des recommandations d'achat/vente de titres au marché, et en particulier aux investisseurs. Il collecte ainsi des informations auprès de différentes sources pour les interpréter, les retraiter et les restituer de manière synthétique et intelligible afin de permettre aux investisseurs de prendre les décisions optimales (Dinh et Gajewski, 2005).

2.2.1. Les analystes financiers

La littérature s'étant intéressée à l'étude des analystes financiers est vaste et nous nous intéressons ici à celle ayant traité du besoin informationnel de ce type d'acteur.

2.2.1.1. Les caractéristiques générales d'investissement

Tout d'abord, comme le souligne Hope (2003), les différentes études menées sur ce type d'acteur, ne permettent pas de déterminer de manière tranchée si les divulgations d'informations financières sont des déterminants rentrant en compte dans leur modèle d'évaluation financier ou constituent seulement un complément d'informations.

Cependant, Chandra (1975) souligne la différence du besoin informationnel entre les analystes financiers et les investisseurs individuels en raison de leur différence en termes de « technicité » ou encore d'expérience d'investissement.

2.2.1.2. Les informations financières et comptables utilisées

D'après Chandra (1975), l'information la plus importante pour les analystes financiers dans leur prise de décision d'investissement est le bénéfice par Action (BPA). Gniewosz (1990) a mis en évidence les facteurs et paramètres financiers poussant les analystes financiers à "bien" valoriser un titre financier. Il en a dénombré quatre : les prévisions de croissance de l'entreprise et de son secteur d'activité, les dividendes, le bénéfice par action et le couple risque/bénéfice. Arnold et Moizer (1984) ajoutent à ces facteurs une analyse géographique des résultats et l'actif net de l'entreprise.

Cependant, Preiato et al. (2012) démontrent, à travers un échantillon de plus de 391 000 observations mensuelles d'entreprises, que plusieurs facteurs autres que les informations comptables entrent en jeu, dans le processus d'évaluation d'une firme par ces acteurs, tels que des mesures de la performance des entreprises ou encore les conditions de marché. Parrino et al. (2012) ont également fait état de l'importance des mesures de performance du management de l'entreprise pour la prise de décision de placement des investisseurs institutionnels.

Chatterjee et al. (2010) démontrent qu'il existe trois catégories d'informations qui intéressent les analystes financiers dans leur prise de décision : les informations actuelles (telles que les dividendes, EBIT et les cash flows), les informations analytiques (croissance du résultat, retour sur capitaux propres (ROE) et bénéfice par action) et enfin les informations prédictives (les prévisions du résultat, des cash flows et du chiffre d'affaires). En effet, les variables comptables prévisionnelles sont des « inputs » pour les modèles d'évaluation des actions, ils sont donc une source importante d'informations (Ionascu et Ionascu, 2012)

D'autre part, certains auteurs ont démontré une divergence dans l'utilisation de l'information comptable et financière selon le type de marché où l'analyste financier se trouve. Ainsi, Tong (2007) et Chan et Hameed (2006), démontrent que les informations macroéconomiques sont importantes pour l'évaluation des actions dans les pays développés. Alors que Ionascu et Ionascu (2012) et Heyman et al. (2012) démontrent que dans les marchés émergents, l'analyse fondamentale est la première utilisée pour anticiper la performance des entreprises plutôt que l'analyse technique.

2.2.1.3. Les sources d'informations utilisées

Chandra (1975) précise que la source d'information principale des analystes financiers est le compte de résultat suivie par le bilan. Ces résultats sont en accord avec ceux d'Arnold et Moizer

(1984) et ceux de Chang et al. (1983) qui classent les sources d'informations des analystes financiers comme ceci : états financiers, prospectus, et communications du management en dernière position. Cependant, plusieurs auteurs ont démontré que le rapport de gestion est également utilisé par les analystes financiers et influence leurs prédictions (Barron et al. 1999, Clarkson et al. 1999, Rogers et Grant 1997, Bryan 1997).

2.2.1.4. Le lien entre analystes financiers et gérants de fonds

Les analystes financiers ont été classés en deux catégories par Arnold et Moizer (1984) : manager de portefeuille (utilisant l'information collectée pour leur compte) et intermédiaire d'informations (fournisseurs d'information collectée à une tierce personne qui l'utilisera dans son processus d'investissement). Cette classification a été reprise par plusieurs auteurs, et notamment par Bence et al. (1995) et Chatterjee et al. (2010).

Bence et al. (1995) démontrent que les investisseurs institutionnels ont les mêmes caractéristiques que les managers de portefeuille, ils sont présents sur tout le marché financier et pas que sur un secteur particulier comme le sont les intermédiaires d'informations. Ils démontrent que cette catégorie d'acteurs utilise principalement le compte de résultat pour prendre ces décisions d'investissement.

Certains auteurs ont d'ailleurs démontré les quelques similitudes en terme de demandes d'informations des investisseurs institutionnels et les analystes financiers. Estep (1987) a démontré que pour prédire le retour sur investissement de leurs titres, ils consultent le ROE (return on equity), la croissance du titre et P/B ratio (price to book ratio ou cours sur actif net). De même, Ho et Wong (2004) ont démontré la similitude de l'utilité perçue du rapport annuel pour ces deux acteurs. Ainsi, les informations ayant un impact sur leurs prises de décision d'investissement sont au nombre de cinq : les futurs résultats financiers, les futures prévisions de croissance de l'entreprise, les parts de marchés du produit de l'entreprise, les activités d'acquisition de l'entreprise et les informations que l'on retrouve dans la presse financière spécialisée.

Les gérants de fonds travaillant au sein des organismes institutionnels sont des analystes financiers expérimentés mobilisant des capacités financières et stratégiques. Ce sont deux acteurs différents ayant des besoins informationnels nécessairement différents.

2.2.2. Les gérants de fonds comme investisseurs institutionnels

La littérature portant sur l'étude des besoins informationnels des investisseurs institutionnels est, à notre connaissance, exclusivement anglo-saxonne. Nous présenterons successivement, les caractéristiques générales d'investissement de ce type d'acteurs, puis nous nous intéresserons aux IFC qu'ils utilisent et enfin à leurs principales sources d'informations.

2.2.2.1. Les caractéristiques générales d'investissement

Selon Hellman (1996), les décisions relatives aux investissements en capital sont un processus continu, où la majeure utilisation de l'information comptable intervient lorsque l'investisseur institutionnel a déjà une idée d'action d'investissement mais a besoin seulement d'être conforté dans cette idée à travers une évaluation quantitative. De plus, Bouwman (1983) et Anderson (1988) démontrent à l'aide d'une expérimentation que le processus d'acquisition d'information par l'investisseur institutionnel semble toujours suivre une sorte de « checklist » prédéfinie.

Selon Falkenstein (1996) et Menkhoff (2002) ces acteurs économiques préfèrent investir dans des titres risqués et volatiles. Cohn et al. (1975) ainsi que Blume et Friend (1975) soulignent que l'aversion au risque des investisseurs institutionnels diminue avec la richesse.

Les investisseurs institutionnels disposent d'un portefeuille diversifié et généralement de grande taille (Menkhoff 2002). Ils profitent de leurs positions et de leurs bonnes connaissances des marchés financiers pour réaliser des économies d'échelle dans le traitement de l'information (Wilson 1975). Plusieurs auteurs démontrent que les investisseurs institutionnels préfèrent investir dans des titres liquides (Constantinescu 2012, Dahlquist et Robertsson 2001, Badrinath et al. 1996, Falkenstein 1996). En effet, selon Constantinescu (2012) après la crise financière, les investisseurs institutionnels recherchent une certaine assurance dans leurs placements, les poussant à choisir les titres les plus liquides.

2.2.2.2. Les informations financières et comptables utilisées

Les investisseurs institutionnels préfèrent investir dans des entreprises ayant un environnement riche en information et sont particulièrement sensibles aux informations « crédibles », c'est-à-dire états financiers audités et validés par des grands cabinets.... (Thayer 2011, Cready 1988). C'est ainsi, qu'ils préfèrent investir dans de grandes capitalisations boursières et dans des actions internationales incluses dans des indices (Deb et al. 2013, Gompers et Metrick 2001). En effet, selon eux, le fait qu'un titre financier soit inclus dans un indice de références

représente déjà une première sélection opérée selon la taille, la réputation et le chiffre d'affaires de la société.

Xue et Zhang (2011) démontrent que les investisseurs institutionnels peuvent utiliser l'information financière et comptable différemment selon leur style d'investissement. Ainsi, ils démontrent que les investisseurs institutionnels ayant un horizon de placement à court terme, utilisent massivement les ratios financiers par le biais de l'analyse fondamentale pour prendre leur décision d'investissement. En effet, la littérature s'accorde à penser que les ratios financiers ont un pouvoir prédictif puissant sur le rendement futur des titres financiers (Piotroski 2000, Bushee 1998, Ou et Penman 1989).

2.2.2.3. Les sources d'informations

Nous retrouvons dans la littérature plusieurs sources d'informations financières et comptables jugées utiles pour les décisions d'investissement de ces acteurs. Wood et al. (2007) démontrent que les investisseurs institutionnels utilisent peu d'informations publiques dans leurs prises de décision. En effet, pour prendre leurs décisions ils ont besoin d'informations très précises sur le titre (Olbert 1994, Pike et al. 1993, Vergoosen 1993), des informations activement recherchées qui leur donneraient un avantage informationnel certain par rapport aux autres catégories d'investisseurs. Ils parlent ici d'informations privées récoltées lors des rencontres privées avec les managers, les assemblées générales ou encore les visites dans les entreprises (McInnes et al. 2007, Roberts et al. 2006, Holland 2006, Marston 2004, Jones et al. 2001, Barker 2001, Epstein et Palepu 1999, Gniewosz 1990).

Bence et al. (1995) démontrent que les investisseurs institutionnels ne sont pas focalisés sur une seule source d'information mais utilisent un large éventail d'informations dans leur prise de décision d'investissement. Cependant, selon Ball et Brown (1968), le rapport annuel présente peu de contenu informatif pour les investisseurs institutionnels. En effet, ce document n'est pas un outil d'extrapolation ou de prévision, mais il permet de cerner l'historique de la société. Son analyse permet de comprendre la composition du résultat (Gniewosz 1990). Arnold et al. (2009) démontrent quant à eux, l'utilisation du rapport de gestion par les investisseurs institutionnels. Ainsi, ils soulignent l'utilisation de l'information relative aux perspectives économiques ainsi que celle relative à la stratégie des « *business unit* » par les investisseurs professionnels.

D'autre part, Quagli et Riva (2009) démontrent que les investisseurs institutionnels déclarent que les sites internet des entreprises sont une source d'information prioritaire pour eux par

rapport aux sites d'intermédiaires financiers. Cependant, ils démontrent également qu'ils utilisent beaucoup plus les sites des intermédiaires financiers et n'utilisent les sites des entreprises que s'ils recherchent une information très détaillée ou approfondie.

L'annexe 1 reprend l'intégralité de la revue de littérature sur les besoins informationnels des investisseurs. On conclut à travers cette revue de littérature que les investisseurs professionnels présentent des caractéristiques différentes et ont des besoins informationnels différents de ceux des investisseurs individuels. Nous pouvons également remarquer la rareté des études portant sur les besoins en IFC des investisseurs institutionnels et que la majorité ont été entreprises dans les pays anglo-saxons. De plus, la plupart des travaux évoqués ci-dessus ne mobilisent aucun cadre théorique et se basent sur des déclarations de gérants de fonds ou d'analystes financiers. En effet, peu d'études fondent leurs investigations par le biais d'études empiriques mobilisant un cadre théorique précis.

Les deux sections précédentes permettent d'avancer que 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 respectivement dans la gestion de leurs actifs comme le révèle la théorie de l'agence élargie (Schneider 2000). La situation de reddition de compte dans laquelle se trouve l'investisseur institutionnel est une spécificité de cette catégorie d'investisseurs et pourrait expliquer la divergence en termes de besoins informationnels financiers et comptables entre les investisseurs individuels et institutionnels. Nous cherchons à répondre à la question : quelles caractéristiques des investisseurs influencent leurs besoins en informations financières et comptables lors de leurs prises de décision d'investissement ?

Ce qui nous amène à décliner nos questions de recherches en : quels sont les besoins en IFC des investisseurs institutionnels ? Diffèrent-ils des besoins en IFC des investisseurs individuels ? Le type de relation d'agence a-t-il un impact sur cette divergence de besoins en IFC ?

La section suivante expose notre modèle et protocole de recherche.

SECTION 3 – LE MODELE ET LE PROTOCOLE DE RECHERCHE

Nous présentons dans ce qui suit l'intégration de notre cadre d'analyse issu de notre cadre théorique et de notre revue de littérature qui nous permet de formuler nos hypothèses initiales visant à répondre à nos premières questions de recherches (1). Nous exposons par la suite le protocole de recherche qui sera mené (2).

1. Le modèle de la recherche

Selon Gabaix et al. (2006) la prise de décision est un ensemble d'opérations cognitives intégrant l'acquisition et le traitement de l'information. Bouwman et al. (1987) affirment également qu'afin d'opérer une analyse financière, l'individu doit (1) avoir accès à l'information qu'il désire (ou la rechercher et l'obtenir) et ensuite (2) l'analyser. Par ailleurs, plusieurs recherches s'étant intéressées aux besoins informationnels des différents investisseurs ou analystes financiers telles que celle de Chandra (1975), Chattarjee et al. (2010) et Ionascu et Ionascu (2012) ont retenu une autre dimension, l'importance accordée.

Les besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs institutionnels et individuels peuvent donc être appréhendés par l'acquisition des informations, leur traitement et l'importance que les investisseurs accordent à chacun des types d'informations utilisés.

Ainsi, nous présentons dans ce qui suit, les hypothèses issues du cadre théorique et liées au coût d'acquisition de l'IFC par les investisseurs (1.1.), celles liées à son coût de traitement (1.2.) et enfin celles liées à l'importance accordée à ces IFC (1.3.).

1.1.Le coût d'acquisition de l'IFC

Comme rappelé précédemment, une des principales divergences entre la théorie de l'agence classique et celle introduite par Sharma (1997) est la notion d'asymétrie de pouvoir. Le pouvoir dans la relation d'agence professionnelle se trouve surtout chez l'agent professionnel de par son expertise et de son indispensabilité associées aux services qu'il fournit.

Selon la théorie d'agence classique (Jensen et Meckling, 1976), l'information est une matière première monnayable, alors que dans la théorie d'agence professionnelle le principal ne peut espérer acheter l'information de l'agent professionnel mais seulement la gagner en devenant plus compétent en raison de l'asymétrie de pouvoir présente dans ce contrat (Sharma 1997).

Comme démontré plus haut, l'investisseur individuel est supposé être intégré dans une relation d'agence classique dans laquelle l'information a un coût. Alors que l'investisseur institutionnel est dans une relation d'agent professionnel qui n'intègre pas cette notion de coût d'acquisition de l'information.

En réalité l'acquisition de l'information coûte plus cher pour l'investisseur individuel que pour l'investisseur institutionnel que ce soit en termes de temps passé à sa recherche, ou que ce soit en termes d'abonnements à des sites ou des revues spécialisés. Ainsi, on pourrait supposer que l'investisseur individuel serait moins enclin à acheter l'information que l'investisseur institutionnel en raison de son coût d'acquisition élevé.

De plus, l'investisseur institutionnel étant dans une relation d'agence double, dans laquelle il doit rendre compte de ces décisions d'investissement à son client, le bénéficiaire initial, il se doit de justifier ces placement par le biais de plusieurs informations financières et comptables. Ce qui nous pousse à poser l'hypothèse suivante :

H1 : L'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel avant de prendre sa décision d'investissement.

1.2.Le coût de traitement de l'IFC

Le traitement d'une information est le processus par lequel l'investisseur prend connaissance, calcule, et réfléchit à l'impact de cette information sur sa prise de décision. Le cognitivisme considère l'être humain comme un organisme dont la tâche principale est de traiter l'information (Lemaire 1999). Les psychologues de ce champ de recherche ambitionnent de « *déterminer comment les sujets accomplissent les tâches cognitives auxquelles ils sont soumis. Dans cette perspective, ils essaient de décrire le plus précisément possible les opérations mentales (ou processus) qui interviennent entre un stimulus et une réponse (i.e., entre une situation et une consigne données et le comportement)* » (Lemaire 1999).

La revue de notre littérature, a clairement démontré que l'investisseur institutionnel bénéficiait d'économies d'échelles dans le traitement de l'information en raison de sa spécialisation (Menkhoff 2002, Wilson 1975).

Ainsi, le coût de traitement de l'information est plus bas pour l'investisseur institutionnel que pour l'individuel. En effet, la diversification de leur portefeuille leur donne accès à des milliers de typologies d'IFC qu'ils ont l'habitude de traiter afin de prendre leurs décisions

d'investissement, comme le souligne Schneider (2000) dans sa proposition du cadre théorique d'agence élargi appliqué aux investisseurs institutionnels.

De plus, comme expliqué précédemment, le cadre d'agence professionnel précise qu'il existe une coproduction de travail entre l'agent professionnel et le principal. Sharma (1997) souligne à cet effet, que le traitement des informations par l'agent professionnel se fait en consultation avec le principal, ce qui permet de générer une dynamique permettant d'en diminuer les coûts.

On peut donc supposer que l'investisseur individuel sera moins enclin à traiter l'information comptable et financière que l'investisseur institutionnel.

H 2 : L'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.

1.3.L'importance accordée aux IFC

Au-delà des différents coûts qui doivent être engagés pour tirer des bénéfices des informations financières et comptables, il existe une autre variable qui doit être analysée : celle de l'importance accordée aux IFC dans la prise de décision d'investissement.

Bence et al. (1995) démontrent que les investisseurs institutionnels préfèrent les environnements riches en information et donc suggèrent que ces derniers accordent beaucoup plus d'importance aux IFC que les investisseurs individuels dans leurs prises de décision d'investissement. En effet, on pourrait penser que les compétences et connaissances de l'investisseur institutionnel pourraient justifier l'importance qu'il accorde aux IFC (Ramalingegowda et al. 2011).

H 3 : L'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision par l'investisseur institutionnel est plus élevée que celle de l'individuel.

Enfin, nous pouvons postuler comme hypothèse que ce ne sont pas les caractéristiques propres à la nature de l'investisseur qui vont influencer leurs besoins en informations financières et comptables mais plutôt le type de relation d'agence dans lequel il se trouve. Comme précisé plus haut, le cadre d'agence élargi appliqué aux investisseurs institutionnels (Schneider 2000), permet de démontrer que la dualité de rôle que joue ces acteurs (agent/ principal) dans leur relation d'agence pourrait influencer leurs besoins en informations financières et comptables.

H 4 : Le type de relation d'agence dans laquelle se trouve l'investisseur influence ses besoins en informations financières et comptables.

2. Le protocole de la recherche

Le protocole de recherche doit absolument être explicite dans tout travail de recherche afin de permettre aux lecteurs de suivre le fil conducteur et le cheminement intellectuel qui a nourri la réflexion. Nous présentons d'abord notre cheminement de recherche (2.1) pour ensuite expliquer nos choix méthodologiques (2.2).

2.1. Cheminement intellectuel de recherche

Le cheminement de la recherche ou plan de recherche « *comprend différentes facettes : il spécifie le cadre épistémologique dans lequel la recherche va être construite, l'objet de recherche, le but principal de la recherche, l'élaboration de connaissances nouvelles ou mise à l'épreuve de connaissances préexistantes, la question centrale qu'elle vise à étudier, les références théoriques majeures mobilisées, la méthode de recherche et le type de contexte dans lequel sera effectué le travail empirique, la tactique de collecte des informations et les stratégies de traitement qui leur seront associés.* » (Gavard-Perret et al. 2012).

Nous avons démontré précédemment, l'importance de l'information dans les principales théories de la comptabilité mais également dans le monde économique d'aujourd'hui.

Grâce à la théorie de l'agence, les besoins informationnels des investisseurs ont été expliqués notamment par l'asymétrie d'information existante entre les dirigeants et les investisseurs. La théorie de l'agence élargie a permis de mettre en évidence l'existence de besoins informationnels chez les investisseurs institutionnels différents de ceux des investisseurs dits « traditionnels ».

Notre revue de la littérature a relevé l'abondance des recherches sur les besoins informationnels des investisseurs individuels et la rareté de ceux s'étant intéressés aux besoins informationnels des investisseurs institutionnels.

A partir de ce constat et en se basant sur les résultats des précédents travaux, nous allons donc nous intéresser au domaine de recherche non encore exploré qui est celui des besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels.

2.2. La méthodologie de la recherche

La méthodologie déployée doit être en cohérence avec le rattachement théorique.

Pour notre objectif de recherche, il a été nécessaire de déployer une double méthodologie : exploratoire dans un premier temps (2.2.1.) et quantitative par la suite (2.2.2).

En effet, le cadre d'analyse qui a découlé de notre cadre théorique ne permet pas en l'état de dérouler une étude quantitative et empirique en raison du peu d'éléments dont nous disposons. Notre revue de littérature a révélé la rareté des études s'étant focalisées sur les besoins en IFC des investisseurs institutionnels. Ainsi, devant le manque de connaissance relatif à ce champ de recherche, il a été indispensable de dérouler une étude exploratoire afin de nourrir notre cadre d'analyse initial et de l'enrichir pour le tester par la suite via une étude empirique.

2.2.1. La méthodologie qualitative

Le besoin d'avoir recours aux méthodologies qualitatives en sciences de gestion a été affirmé et reconnu suite à la publication de Van Maanen (1979) dans un numéro spécial de *Administrative Science Quarterly* (Easterby-Smith et al. 2008). Ils qualifient ces méthodes de « *techniques interprétatives qui cherchent à décrire, décoder, traduire, et se confronter autrement, à la signification, et non à la fréquence, de certains phénomènes se produisant plus ou moins naturellement dans le monde social* » (P 421).

En raison de la rareté des études antérieures sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels, il nous a paru nécessaire d'effectuer une étude qualitative dans un premier temps. En effet, ceci nous permet d'acquérir plus de connaissances sur le sujet largement absent de la littérature et de faire apparaître des variables pertinentes à analyser par la suite à l'aide d'une étude quantitative.

Selon Miles et Huberman (2003), « *les données qualitatives sont davantage susceptibles de mener à de nouvelles interrogations théoriques ; elles permettent aux chercheurs de dépasser leurs a priori et leurs cadres conceptuels initiaux* ».

Les méthodes qualitatives sont employées comme méthodes exploratoires d'un phénomène émergent, et/ou, existant depuis longtemps mais dont les chercheurs souffrent d'une méconnaissance ou d'une absence de données (Bardin 2007).

L'intérêt majeur de cette méthodologie est de collecter des informations, ce qui avec la revue de la littérature et le cadre théorique mobilisé, nous permettra d'étoffer le modèle de recherche et de mieux entamer la démarche quantitative.

En effet, la richesse et complexité des données qualitatives contrairement aux données quantitatives permet de comprendre en profondeur le sujet étudié et d'acquérir une vision globale permettant de faire émerger les questionnements les plus pertinents (Gavard-Perret 2012).

Ainsi, notre étude qualitative a pris la forme d'entretiens semi-directifs avec des gérants de fonds et avec des investisseurs individuels.

Selon Michelat (1975), cette technique est particulièrement appropriée lorsqu'on essaye d'appréhender ou de rendre compte de systèmes de valeurs, de normes, de représentations ou encore de besoins, de comportements, et il a pour but de « *provoquer les productions verbales des individus de façon qu'elles puissent constituer autant d'informations symptomatiques* ».

On distingue traditionnellement les entretiens selon leur degré de directivité, c'est-à-dire selon la profondeur du matériel verbal recueilli (Bardin 2007). On retrouve trois types d'entretiens :

- entretien non directif : d'une durée moyenne d'une heure ou deux qui nécessitent une pratique psychologique confirmée selon Bardin (2007). L'interviewer n'a pas de grille d'entretien préétabli, il s'agit d'une discussion informelle et libre.
- entretien semi directif : d'une durée plus courte que le premier, il est enregistré et retranscrit ultérieurement. Ce type d'entretien permet de centrer le discours du répondant autour de différents thèmes préalablement définis par l'interviewer.
- entretien directif : qui prend la forme de questionnaires. Les réponses de l'interviewé sont dirigées par l'interviewer.

Les objectifs des différentes typologies d'entretiens sont différents, ils sont résumés dans le tableau suivant :

	Directif	Semi-Directif	Non-Directif
Exploration		x	X
Vérification	X	x	
Approfondissement		x	X
Contrôle de connaissances	X		

Tableau 7 : Les objectifs des différents types d'entretiens

Source : Adapté de Legros et Legros (2009)

Dans notre étude, nous mobiliserons l'entretien semi directif comme outil d'enquête exploratoire qualitative. En effet, dans cette investigation, nous essayons d'explorer le sujet, d'approfondir nos connaissances ; qui sont insuffisantes pour pouvoir analyser plus amplement l'objet de notre recherche, et enfin, vérifier quelques éléments ou pressentis sur les éléments de réponses.

Ce type d'entretien nous paraît donc pertinent puisqu'il nous permettra de faire émerger des régularités, tendances ou encore singularités des investisseurs institutionnels en termes de besoins en informations comptables et financières.

Dans ce type d'entretien, l'interviewer doit savoir user de plusieurs méthodes afin de pousser le répondant à s'exprimer sans pour autant orienter son discours, on pourrait citer, quelques-unes parmi celles qu'on a pu utiliser au cours de nos entretiens (Fenneteau 2007):

- *les encouragements à poursuivre*, qui sont apportés par des interventions très brèves dans lesquelles l'interviewer se contente de prononcer quelques mots tels que « Je vois » ou encore « Oui ».
- *les incitations à clarifier ou approfondir* : tels que la répétition du même mot ou segment de phrase que vient de prononcer le répondant afin de l'inviter à mieux expliquer sa position et en mesurer la portée, ou encore la reformulation-résumé qui consiste en une courte phrase dans laquelle l'interviewer indique ce qu'il a compris, elle permet d'encourager le répondant à poursuivre en montrant qu'il a été entendu.

De plus, Husser (2002) avance que l'écoute est très importante dans un entretien. Pour lui, « *l'écoute commence par le silence* ». C'est ainsi que Mucchielli (1990) : « *Les silences permettent à l'interviewé d'approfondir sa pensée, son raisonnement* ».

Nous nous attarderons beaucoup plus sur la méthodologie qualitative dans notre prochain chapitre qui y est entièrement consacré. Il s'agit simplement ici de comprendre l'intérêt de cette étude exploratoire et son objectif dans notre cheminement intellectuel de recherche.

2.2.2. La méthodologie expérimentale

Après avoir déroulé notre étude qualitative, nous avons pu améliorer notre connaissance des besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels mais également individuels. Nous avons ainsi pu enrichir et finaliser notre cadre d'analyse en formulant des hypothèses basées sur les résultats de notre étude qualitative mais également sur notre cadre théorique.

Pour tester ces hypothèses il a été important de vérifier la pertinence des différents choix méthodologiques quantitatifs s'offrant à nous pour répondre à nos différentes questions de recherche.

Gavard-Perret et al. (2012) soulignent qu'il existe deux grandes façons de collecter des données quantitatives :

- observer ce qui se produit naturellement en minimisant les interférences avec celui-ci, en d'autres termes la recherche corrélationnelle ;
- ou manipuler certaines variables afin d'observer directement l'effet sur une ou plusieurs variables que l'on cherche à expliquer, la recherche expérimentale.

Ces auteurs poursuivent leur raisonnement en précisant que la recherche corrélationnelle se base généralement sur des observations ou sur des enquêtes empiriques qui ont une visée descriptive alors que la recherche expérimentale est la seule qui dispose de la rigueur nécessaire pour étudier les liens de causalité.

Nous avons cependant affiné notre sélection en reprenant les différentes études proposées par Yin (1990) qui résume les intérêts de chaque type d'études :

Type de recherche	Forme de la question de recherche	Le chercheur a-t-il un contrôle sur les événements?	Intérêt pour des événements contemporains
Expérimentation	Comment? Pourquoi?	Oui	Oui
Passage en revue	Qui? Quoi? Où? Combien?	Non	Oui
Analyse d'archives	Qui? Quoi? Où? Combien?	Non	Oui/Non
Analyse historique	Comment? Pourquoi?	Non	Non
Étude de cas	Comment? Pourquoi?	Non	Oui

Tableau 8 : Intérêts de chaque typologie d'études

Source : Yin (1990)

D'après ce tableau, l'expérimentation semble la plus appropriée comme méthodologie de recherche par rapport à notre problématique de recherche. Ceci est d'autant plus vrai que pour plusieurs auteurs les méthodes empiriques usuellement pratiquées telles que l'analyse statistique des données ne permettent pas d'isoler et donc d'analyser les comportements des individus (Maines et al. 2006, Libby et al. 2002, Pouget 2001, Herring et al. 1989).

Tandis que l'expérimentation, quant à elle, permet précisément d'étudier le comportement économique des individus face à des stimuli particuliers. Selon Pouget (2001) la littérature des marchés permet d'étudier si le marché réagit à une information donnée mais le processus sous-jacent cette décision reste inconnue pour les chercheurs. Ainsi, Séville (2006) atteste que les études se rapportant aux prises de décisions semblent plus adaptées à l'expérimentation que celles relatives à la corporate stratégie et à ses conséquences sur les performances globales d'une entreprise.

De plus cette méthodologie s'accorde parfaitement avec le paradigme épistémologique adopté dans ce travail de recherche. En effet, comme le souligne Gavard-Perret et al. (2012) : « *L'observation dans un cadre expérimental contrôlé trouvera difficilement sa place dans un cadre constructiviste car ses exigences sont peu compatibles avec les présupposés des paradigmes épistémologiques constructivistes.* ».

A l'issue de notre étude qualitative, nous avons pu améliorer nos connaissances sur les processus d'utilisation des IFC lors de la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels et individuels et nous avons ainsi pu proposer des hypothèses complémentaires à tester. L'étude quantitative a été entreprise par la suite afin de valider les résultats de l'étude qualitative et pouvoir également tester l'impact du type de relation d'agence sur les besoins en IFC des investisseurs.

En raison de notre question de recherche centrée sur l'explication et la mise en évidence d'une différence des besoins informationnels financiers et comptables entre les investisseurs institutionnels et individuels, une étude quantitative permettant une observation de ces acteurs était indispensable. Ainsi, trois méthodologies s'offraient à nous : l'observation, le questionnaire et l'expérimentation.

Les deux premières ont dû être écartées pour deux principales raisons :

- le manque de disponibilité des gérants de fonds et surtout la confidentialité de leurs méthodes de travail qui nous ont clairement handicapés durant l'étude qualitative et donc nous auraient tout autant handicapé voire plus dans une éventuelle étude d'observation.
- et le caractère déclaratif des réponses qui auraient pu être recueillies à l'aide d'un questionnaire.

Ainsi, l'expérimentation est la méthodologie qui permet de contourner ces deux difficultés liées à notre questionnement de recherche.

Cette section a visé à présenter le positionnement de la recherche et la méthode mise en œuvre. Nous reviendrons en détail sur les méthodologies dans les prochains chapitres de notre travail de thèse.

CONCLUSION DU CHAPITRE 2

Ce second chapitre a exposé les concepts et la théorie mobilisés dans ce travail de recherche.

Nous cherchons à répondre à trois questions de recherches centrées sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs en mobilisant le cadre d'agence élargi appliqué aux investisseurs institutionnels, couplé avec la notion d'agent professionnel.

La théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) a été une révolution dans la recherche en comptabilité tant elle reprend des concepts clés régissant les relations entre le principal et l'agent. Cependant, elle présente des limites soulignées par plusieurs auteurs pour des raisons différentes. Ainsi, compte tenu du fait qu'elle ne permet pas d'intégrer la complexité et la spécificité de l'investisseur institutionnel elle ne peut, en l'état, être utilisée comme base théorique pour notre travail de recherche. C'est ainsi que nous avons proposé de nous centrer sur 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 donc les premières divergences trouvées dans la littérature.

Une seconde section examine ce que la littérature dit des besoins en IFC des investisseurs institutionnels, en prenant appui sur trois sources : les normalisateurs, les théories comptables et études empiriques. Il apparait ainsi que les normes comptables internationales et leur cadre conceptuel ne définissent pas explicitement les besoins en IFC des investisseurs. L'utilité des

IFC pour la théorie comptable et pour le processus de décision des investisseurs est ensuite présentée. Enfin, la revue de la littérature sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs a permis de relever la rareté des études s'étant intéressées aux investisseurs institutionnels. Cependant, nous avons pu dégager les différences en termes de besoins en informations financières et comptables entre les investisseurs individuels et institutionnels.

Dans une dernière section, nous avons présenté le modèle de la recherche et le protocole suivi. Grâce à la mobilisation du cadre théorique nous avons formulé des premières hypothèses issues du cadre théorique liées au coût d'acquisition des IFC, de leurs traitements et de l'importance qui leur sera accordée lors de la prise de décision d'investissement. Deux méthodes ont été proposées : une de nature exploratoire et la deuxième de nature empirique.

En effet, devant la rareté des études portant sur les besoins en IFC des investisseurs institutionnels et afin de compléter notre cadre d'analyse, nous avons résolu d'utiliser une étude qualitative exploratoire. Cette étude permet d'éclairer le processus d'utilisation des IFC lors de la prise de décision d'investissement des investisseurs individuels et institutionnels. Ainsi, un cadre d'analyse complet et robuste peut être testé par la suite par le biais d'une expérimentation qui permet, par la même occasion, d'étudier l'impact du type de relation d'agence sur les besoins en IFC des investisseurs.

Chapitre 3 –

LA CONTRIBUTION DE L'ETUDE QUALITATIVE

INTRODUCTION

SECTION 1 - La méthodologie de l'étude qualitative

- 1. Le choix des entretiens semi-directifs et l'échantillonnage**
- 2. L'analyse des données qualitatives**

SECTION 2 - Les résultats de l'étude : des investisseurs aux besoins différenciés en IFC

- 1. Les caractéristiques générales**
- 2. Les IFC utilisées par les différents types d'investisseurs**

SECTION 3 – Un modèle de recherche nourri par les résultats de l'étude qualitative

- 1. Les apports de l'étude qualitative**
- 2. Premier enrichissement des hypothèses initiales**
- 3. Le modèle explicatif**

CONCLUSION

CHAPITRE 3 - LA CONTRIBUTION DE L'ETUDE QUALITATIVE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 3

Devant la pénurie de recherches portant sur les besoins en IFC des investisseurs institutionnels dont le poids économique est pourtant important, nous avons jugé pertinent de dérouler une étude exploratoire. Cette étude nous permettra de compléter notre cadre d'analyse sur les besoins en IFC des investisseurs.

En effet, l'étude qualitative par le biais d'entretiens semi-directifs a été essentielle pour la compréhension du métier de gérants de fonds, de sélection de titres financiers et aussi la détermination de leurs besoins informationnels financiers et comptables ainsi que ceux des investisseurs individuels.

Nous exposons dans ce chapitre, la méthodologie qualitative déployée (section 1), à savoir l'échantillonnage, l'outil de recueil de données utilisé ainsi que les méthodes d'analyse de contenu retenues. Ensuite nous nous attardons sur les différences relevées entre les besoins en IFC des investisseurs individuels et institutionnels (section 2). Enfin, nous soulignons l'utilité de cette étude qualitative pour la continuité de notre travail de recherche et exposons nos hypothèses complémentaires qui enrichissent le modèle de recherche (Section 3).

SECTION 1 – LA METHODOLOGIE DE L'ETUDE QUALITATIVE

Cette première section est consacrée à la définition des objectifs de cette étude exploratoire ainsi qu'à la présentation des méthodologies déployées. Pour mener à bien cette étape nous avons réalisé une série d'entretiens semi-directifs avec des investisseurs institutionnels et des investisseurs individuels. En effet, afin de cerner les besoins en IFC des investisseurs institutionnels, nous avons décidé de les comparer à une catégorie d'investisseurs plus traditionnelle, à savoir les investisseurs individuels. Nous avons ensuite traité les données recueillies à l'aide d'une analyse de contenu manuelle et informatisée.

Dans cette section, nous allons tout d'abord justifier le choix d'entretiens semi-directifs et présenter notre guide d'entretien et notre échantillonnage (1). Nous nous attardons ensuite à expliquer les méthodes d'analyse qui ont été effectuées (2).

1. Le choix des entretiens semi-directifs et l'échantillonnage

Dans notre cas de figure, l'entretien est apparu nécessaire à la bonne appréhension de notre questionnement de recherche étant donné la rareté des études, qui se sont intéressées aux besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs. Selon Caumont (2007), l'objectif de l'entretien est d'extraire les informations sur un thème donné en se basant sur une expression libre des répondants.

Blanchet et Gotman (2005) précisent que « ...*Les entretiens exploratoires ont pour fonction de mettre en lumière les aspects du phénomène auxquels le chercheur ne peut penser spontanément et de compléter les pistes de travail suggérées par ses lectures* » (p.43)

Nous avons opté pour un entretien semi-directif individuel et exploratoire avec des investisseurs institutionnels et individuels. En effet, selon Fern (1982) et Caumont (2007), l'entretien individuel permet d'éviter des pressions exercées par un groupe et de ce fait génère davantage d'idées que les réunions de groupe.

Nous allons dans un premier temps, présenter le guide d'entretien qui a été utilisé pour notre étude qualitative exploratoire (1.1.) puis nous allons nous attarder sur la sélection de notre échantillon (1.2.).

1.1. Le guide d'entretien

Les entretiens individuels entre les investisseurs et le chercheur ont été réalisés à l'aide d'un guide d'entretien établi au préalable sur le thème concerné mais qui est assez flexible pour pouvoir évoluer au fil de l'interview et de s'adapter à des nouvelles situations. En d'autres termes, le guide d'entretien propose une trame de thèmes à aborder avec l'interviewé mais qui peuvent évoluer au fil de l'entretien.

L'entretien semi-directif requiert un guide d'entretien permettant d'aborder des thèmes préalablement définis avec des questions de présentation, des questions principales relatives au thème analysé, des questions d'éclaircissement permettant de mieux comprendre certaines notions liées au thème et des questions d'implications visant à préciser une idée (Thiétart 2007, p. 236).

Notre guide d'entretien a ainsi respecté cet ordre d'implication du répondant préconisé par Thiétart (2007) mais également les préconisations de Fontana et Frey (2000, p660) qui conseillent de commencer l'entretien par des questions vagues qui permettent de mettre en confiance notre interlocuteur. En effet, ils précisent que « *le chercheur doit commencer par briser la glace avec des questions générales, puis s'orienter progressivement vers des questions plus spécifiques* ».

Ainsi, la structure de notre guide d'entretien se présente comme suit :

<p><u>Phase de présentation générale</u></p> <p>Présentation du chercheur et de sa recherche</p> <p>Modalités de réalisation de l'entretien</p> <p>Aspects de confidentialité</p> <p><u>Phase de présentation du répondant</u></p> <p>Description de la fonction du répondant</p> <p>Description de son expérience sur les marchés financiers</p> <p>Présentation de son cursus académique et éventuellement de la structure de son organisme institutionnel (si investisseur institutionnel)</p> <p><u>Phase d'écoute active sur le thème annoncé</u></p> <p>Questions sur la sélection de titre financier</p> <p>Questions sur les informations financières et comptables qu'ils utilisent</p> <p>Questions sur les informations financières et comptables manquantes</p>
--

Figure 22: Structure générale du guide d'entretien

Nous avons utilisé le même guide d'entretien pour effectuer les entretiens semi-directifs avec les investisseurs institutionnels et individuels de façon à pouvoir comparer de manière objective leurs réponses.

Dans la phase de présentation générale, les modalités de réalisation de l'entretien se focalisaient surtout sur les modalités de prise de note ou d'enregistrement audio de l'interview. Tous nos répondants ont accepté d'être enregistrés par un appareil téléphonique faisant fonction de dictaphone.

Selon Adam et Revaz (1996) et Demazière et Dubar (1997), l'enregistrement audio libère le chercheur de la prise de note fastidieuse et lui permet de se focaliser sur l'écoute de son interlocuteur. Husser (2002), atteste que « *l'enregistrement audio permet aussi de repérer ex-post, les séquences les plus fécondes de l'interlocuteur grâce aux intonations de la voix.* ».

C'est ainsi que cette technique d'enregistrement nous a permis de récolter un maximum d'informations pour pouvoir retranscrire en intégralité les interviews réalisés et donc de ne pas biaiser notre analyse de contenu.

Nous présentons dans ce qui suit la partie du guide d'entretien relative à la phase d'écoute active du thème :

Phase d'écoute

Comment évaluez-vous les titres financiers ?

Quelle est la procédure pour investir ?

Votre institution a-t-elle une stratégie globale d'investissement et de gestion (rendement des titres, valeur des titres, diversification du portefeuille, etc.)? Si oui, laquelle ? Devez-vous la suivre précisément ou avez-vous une marge d'appréciation ?

Quels critères prenez-vous en compte pour prendre votre décision d'investissement ?

Quelles informations financières et comptables utilisez-vous lors votre prise de décision d'investissement ?

Quelles informations financières et comptables vous semble les plus pertinentes pour votre prise de décision ? Pour le suivi de vos titres financiers ?

Comment et où les trouvez-vous? (source)

Comment utilisez-vous cette information comptable et financière (calculs, retraitements) ?

Combien de temps en moyenne prenez-vous pour trouver l'information ?

Quelle est l'ifc qui vous manque ou que vous avez du mal à trouver ?

Comment compensez-vous ce manque ?

Gérez-vous votre portefeuille selon un indice de référence ? (je pense à S&P,...)

Comment qualifierez-vous votre stratégie d'investissement ? En particulier, quelle est votre politique en matière de prise de risque ?

Votre performance personnelle est-elle appréciée au regard de la performance de votre portefeuille ? Si oui, quels sont les critères d'appréciation ?

Une entreprise/Un titre dans laquelle vous souhaitez investir, serait... ?

Une entreprise dans laquelle vous ne souhaitez pas investir, serait... ?

Dernier investissement opérée ? Pouvez-vous m'expliquer les raisons de cette décision d'investissement.

Figure 23 : Questions de la phase d'écoute active du guide d'entretien

Les deux questions en italiques n'ont été posées qu'aux investisseurs institutionnels puisqu'elles concernent un aspect organisationnel de l'investissement, qui n'existe pas pour les investisseurs individuels.

Nous avons veillé à ce que notre guide d'entretien respecte les règles de progressivité de la directivité recommandées par Mucchielli (1990), c'est-à-dire aller de la non-directivité à la semi-directivité de l'entretien.

Les entretiens vont nous permettre « *d'ouvrir des pistes de réflexion, d'élargir les horizons de lecture et de les préciser, de prendre conscience des dimensions et des aspects d'un problème auxquels le chercheur n'aurait sans doute pas pensé spontanément* » (Quivy et Campenhoudt 2006 p.66). Ces informations recueillies doivent faire l'objet d'une analyse de contenu afin de retirer l'intégralité du contenu informationnel extrêmement riche qu'ils intègrent.

En effet, « *sous leurs différentes formes, les méthodes de l'entretien se distinguent par la mise en œuvre des processus fondamentaux de communication et d'interaction humaine. Correctement mis en valeur, ces processus permettent au chercheur de retirer de ses entretiens des informations et des éléments de réflexion très riches et nuancés.* » (Quivy et Campenhoudt 2006 p.173).

1.2.L'échantillonnage

Le but étant d'appréhender les besoins informationnels comptables et financiers des investisseurs institutionnels, nous avons interviewé les personnes physiques membres de l'organisme institutionnel qui effectuaient les évaluations de titres financiers pour la prise de décision d'investissement. C'est ainsi, que nous avons questionné, les gérants de fonds qui sont l'objet de recherche observable de notre étude comme exposé plus haut.

Concernant l'investisseur individuel, nous avons contacté des personnes faisant partie d'une association qui regroupe les personnes physiques qui effectuent des opérations sur les marchés financiers.

La recherche qualitative exploratoire est caractérisée par « *des échantillons de taille réduite qui n'ont aucun objectif de représentativité au sens statistique du terme, mais qui répondent à des critères de pertinence de la structure de la population étudiée compte tenu du problème spécifique de l'étude* » (Evrard et al. 2003, p.100)

Elle n'a pas pour vocation d'arriver à une représentativité statistique ou à un échantillon complet mais à explorer suffisamment la variété des situations possibles (Roussel et Wacheux, 2005, p.106). Afin de déterminer la taille de notre échantillon, nous avons retenu critère de la saturation théorique (Glaser et Strauss 1967). En effet, selon ces auteurs, la taille pertinente pour un échantillon d'étude qualitative est celle qui permet d'atteindre le seuil à partir duquel on ne trouve plus d'information supplémentaire capable de modifier les tendances. Ce seuil de

saturation théorique a été fixé à 20 entretiens dans une étude de Griffin et Hauser (1993). De plus, Caumont (2007) souligne que pour un entretien semi-directif, l'échantillon doit être compris entre 15 à 30 individus maximum car le chercheur atteint avec cette limite supérieure le seuil de saturation.

Afin de constituer notre échantillon, nous avons contacté par mails environ 500 gérants de fonds d'organismes institutionnels et environ 2500 investisseurs individuels. En effet, nous avons sollicité l'aide de plusieurs associations pour nous aider à obtenir les coordonnées des gérants de fonds ainsi que des investisseurs individuels. Ainsi, nous avons obtenu l'aide de l'Association Française de Gestion (AFG) qui a mis à notre disposition l'annuaire des sociétés de gestion 2012 où figurait les coordonnées de gérants de fonds d'organismes institutionnels différents. Mais également l'aide de la Fédération des Investisseurs Individuels et des Clubs d'Investissement (F2IC) qui a fait circuler notre mailing de contact à tous ces membres.

Les mails de prise de contact envoyés aux investisseurs individuels et institutionnels ainsi que la fiche signalétique présentant le projet de recherche sont présentés en annexes 2 et 3. Les investisseurs n'ayant pas répondu à notre première prise de contact, ont été relancés au maximum 3 fois à une quinzaine de jours d'intervalle.

Nous avons obtenu ainsi 33 réponses favorables de gérants de fonds, soit un taux de réponse de 7% et 31 des investisseurs individuels avec taux de réponse de 1,24%. Les pourcentages très faible de réponses peuvent être expliqués par la gêne culturelle française de parler d'argent surtout chez les investisseurs individuels. Mais également par la confidentialité des techniques de sélection des valeurs des gérants de fonds qui sont jugées comme étant « l'art de leur métier ».

Deux des entretiens réalisés avec les gérants de fonds ont dû être écartés parce qu'ils ne rentraient pas dans notre champs d'analyse. En effet, l'un était gérant de fonds de hedge funds et donc faisait une sélection de gérants de fonds plutôt qu'une sélection de valeurs et l'autre était une société de *Private Equity*, donc pas un organisme institutionnel.

Nous avons donc obtenu 31 entretiens semi-directifs avec les investisseurs institutionnels à analyser, soit un taux de réponse favorable de 6%.

Tous les entretiens semi-directifs ont été réalisés par voie téléphonique. Le tableau présenté en annexe 4 reprend le descriptif des 61 personnes interrogées pour les besoins de notre thèse.

2. L'analyse des données qualitatives

Après avoir présenté la méthode de recueil des informations retenue et notre échantillon final, nous allons à présent exposer notre méthode d'analyse. En effet, dans une recherche il est important de choisir la bonne mesure aux données qualitatives intéressantes recueillies (Gavard-Perret et al. 2012).

Dans ce qui suit, nous expliquons pourquoi l'analyse de contenu a été considérée comme étant la plus pertinente pouvant exploité l'information recueillie (2.1.) et ensuite nous présentons les paramètres de codage qui ont été utilisés pour notre analyse (2.2.).

2.1.L'analyse de contenu

Pour analyser les réponses récoltées par nos différents répondants, nous avons décidé de procéder à une analyse de contenu manuelle et informatisée grâce au logiciel NVIVO.

Blanchet et Gotman (2005) distinguent deux types d'analyse des données qualitatives : l'analyse du discours et l'analyse de contenu qui en est un sous-ensemble.

« *L'analyse du discours concerne l'analyse de tous les composants langagiers* » (Husser 2002).

Ce dernier ajoute qu'il s'agit d'analyser l'articulation du texte du discours et surtout du lieu dans lequel il est énoncé. On y trouve deux composantes ou deux approches différentes : l'analyse linguistique et l'analyse de contenu. Le tableau suivant souligne les différences épistémologique mais également méthodologiques entre ces différentes analyse :

	Analyse de contenu	Analyse du discours
Ontologie	Suppose une réalité indépendante	Suppose que la réalité est socialement construite
Epistémologie	Le sens est fixé	Le sens est fluide
Contexte	Il n'est pas nécessaire de lier le texte et le contexte	Le texte ne peut être compris que dans son contexte social
Approche	Positiviste	Constructiviste
Méthode	Quantitative Catégorisation réalisée en amont (déductive) Codage et calcul de l'occurrence des catégories Se focalise sur la fiabilité	Qualitative Se focalise sur l'identification et l'interprétation des thèmes Détaillée, lecture répétée du texte Induction Calcul très rarement utilisé

Tableau 9: Comparaison entre l'analyse de contenu et l'analyse du discours

Source : Brennan (2013)

L'analyse de contenu est la méthode la plus appropriée pour comprendre les informations recueillies au cours des entretiens et la plus utilisée en sciences de gestion : « *la place de l'analyse de contenu est de plus en plus grande dans la recherche sociale, notamment parce qu'elle offre la possibilité de traiter de manière méthodique des informations et des témoignages qui présentent un certain degré de profondeur et de complexité, comme par exemple les entretiens semi-directifs* » (Quivy et Campenhoudt 2006 p.202).

En effet, c'est une méthodologie qui permet de quantifier les résultats obtenus. Cette méthode d'analyse des données qualitatives permet de mettre à jour une réalité autre que celle délivrée par le message, car elle analyse non seulement leur contenu mais également l'expression de ce contenu (Bardin 2007).

Berelson (1954) un des pionniers de cette méthode d'analyse la définit comme étant « *une technique de recherche pour la description objective, systématique et quantitative du contenu manifeste de la communication* ». Evrard et al. (2003) ajoutent que c'est « *un ensemble de techniques d'analyse des communications visant, par des procédures systématiques et objectives de description des messages, à obtenir des indicateurs permettant l'inférence de connaissances relatives aux conditions de production/réception de ces messages* ».

Cette méthode d'analyse permet d'éviter le recours à la subjectivité d'interprétation du chercheur dans son analyse (Muchielli 1998). C'est ainsi que notre analyse de contenu a respecté les quatre piliers exigés par les théoriciens pour éviter tout biais de subjectivité : objectivité, exhaustivité, méthodique et enfin quantitative.

Ainsi, les entretiens retranscrits contiennent des informations pertinentes que le chercheur se doit de repérer, comprendre, classifier et analyser pour pouvoir les extraire. En utilisant les méthodes robustes et « sûres » qu'offrent l'analyse de contenu, le chercheur peut dégager le sens ou les sens de ce qui est représenté (Mucchielli 1998).

2.2. Les paramètres de l'analyse de contenu

Afin d'opérer une analyse de contenu, il faut tout d'abord définir quelques paramètres clés. Pour ce faire, on utilise ce qu'on appelle le codage des données. Selon Holsti (1969) : « *Le codage est le processus par lequel les données brutes sont transformées systématiquement et agrégées dans des unités qui permettent une description précise des caractéristiques pertinentes du contenu.* ».

L'organisation du codage comprend trois choix:

- *Le découpage*

Il s'agit dans une phase, de choisir quels éléments du texte prendre en compte dans son analyse. Le choix de ces unités, dites d'enregistrement et de contexte, doit répondre de façon pertinente à l'objectif de l'analyse mais également aux caractéristiques du matériel.

- **L'unité d'enregistrement:** Il s'agit de l'unité de signification à coder; elle est le segment du contenu que l'on doit considérer comme unité de base en vue de l'énumération et la catégorisation. Ici, notre découpage se fera à un niveau linguistique (mot). Il s'agira donc de repérer les mots qui composent la communication et dont les règles d'énumération pourront avoir une signification compte tenu de l'objectif de l'analyse. Par exemple, dès que l'on a rencontré le mot « Résultat », celui-ci a été directement répertorié ou enregistré comme mot plein dans notre analyse de contenu.
- **L'unité de contexte:** Il s'agit d'une unité qui permettra de comprendre le sens du message de l'unité d'enregistrement; elle aura donc une taille supérieure à cette dernière afin de pouvoir en saisir le sens. Dans le cadre de cette recherche, nous utilisons la phrase comme unité de contexte. Autrement, si le mot plein seul ne suffit pas à le répertorier dans l'une de nos catégories, on devra consulter l'unité de contexte donc la phrase afin de comprendre le sens de notre mot plein et enfin le catégoriser.

- *Les règles d'énumération*

Une fois l'unité d'enregistrement définie, il va falloir fixer les règles et donc la manière d'énumération de cette dernière. Il en existe plusieurs typologies, selon la pertinence attendue par l'analyse à dérouler : la fréquence d'apparition de l'unité d'enregistrement, son intensité, sa présence, son ordre....

Pour les besoins de notre recherche, chaque fois qu'un mot plein apparaîtra dans notre document nous noterons sa présence, ou le cas échéant son absence.

- *La catégorisation*

Les catégories sont des classes qui regroupent les unités d'enregistrement sous un titre générique. Dans notre cas, nous opérons une catégorisation thématique qui va nous permettre de regrouper tous les mots pleins, désignant par exemple une information présente dans le bilan dans la catégorie information comptable.

Cette procédure commence tout d'abord par un inventaire des différentes unités d'enregistrement rencontrées dans le texte, puis par une classification de ces dernières dans les thèmes établis durant la lecture des retranscriptions.

La liste des catégories définies pour notre analyse de contenu est représentée dans le tableau ci-dessous :

Catégories	Exemple mots pleins
Attitude de placement risquée	Risque est égal à la rentabilité....
Attitude de placement mesurée	Scénario, j'étudie le risque, couverture...
Attitude de placement prudente	pas jouer, prudent...
Informations comptables bilancielle	Dettes, capitaux propres, actif...
Informations comptables CPC	Résultat, bénéfice, chiffre d'affaires, croissance...
Informations comptables Tableau de cash-flow	Cash flows, marges...
Informations stratégiques – Business Model	Activité, stratégie, concurrence, positionnement...
Informations stratégiques – Management	Qualité, transparence, rencontre...
Informations ratios financiers	PER, dettes nettes/EBITDA, tier-1...
Informations prévisionnelles	Prévisions, futur, perspectives de développement...
Informations macro-économiques	Courbe de taux d'intérêt, politique, banque centrale...
Informations financières liées au titre financier	Prix, bêta, liquidité, rendement, sensibilité, upside...
Informations financières techniques	Oscillateur, moyenne mobile, résistance, support...
Informations Manquantes	Immatériel, lignes de crédit...
Méthode d'évaluation fondamentale	Fondamentaliste, méthode DCF...
Méthode d'évaluation technique	Chartiste, méthode des chandeliers, trading,
Horizon de placement court terme	Moins d'un an, quelques mois...
Horizon de placement moyen terme	Moyen terme, entre 3 et 5 ans
Horizon de placement long terme	Long termiste, plus de 10 ans
Source d'informations primaires	Bilan, compte de résultat, rapport
Source d'information externe	Rapport de broker, presse spécialisée...
Gestion indicielle	Indice de référence, benchmark, comparer

Tableau 10 : Liste des catégories de l'analyse de contenu

Pour Berelson (1954) : « *Une analyse de contenu vaut ce que valent ses catégories* ». D'où la nécessité de bien reprendre ces catégories et de vérifier qu'elles permettent de répondre à l'objectif escompté de l'étude. Dans notre cas, nous nous sommes assurés que nos catégories remplissent les critères prédéfinis par Mucchielli (1998) : exhaustivité, exclusivité, objectivité, pertinence et enfin qu'elles soient clairement définies.

Une deuxième étape pour l'analyse de contenu informatisée est celle de la création de nœuds. Les nœuds permettent de regrouper les données figurant sur les cas, dans des catégories spécifiques. Il s'agit d'une procédure de catégorisation. Il existe deux types de nœuds :

- *les nœuds libres* : nœuds "autonomes" n'ayant pas de lien logique évident avec d'autres nœuds (il est donc difficile de les incorporer à une structure hiérarchique).
- *les nœuds hiérarchiques* : nœuds organisés dans une structure hiérarchique et se déplaçant d'une catégorie générale située au niveau supérieur (nœud parent) à des catégories plus spécifiques (nœuds enfants ou sous-nœuds).

En analysant les cas de plus près, nous avons pu établir directement les nœuds hiérarchiques (annexe 5).

Afin de s'assurer de l'objectivité, de la pertinence et de l'exhaustivité de notre catégorisation, nous avons procédé à un double codage indépendant (De Bonville 2000). Un directeur administratif et financier a été sollicité pour effectuer cette opération, le coefficient de convergence Kappa (Evrard et al. 2003, Perreault et Leigh 1989, Cohen 1968) obtenu a été de 97%. Le tableau présenté en annexe 6 reprend le calcul du coefficient Kappa.

Afin d'être sûr que la classification des différentes typologies d'informations financières et comptables retenue est pertinente, nous l'avons croisée à celle que l'on retrouve dans la littérature présentée ci-dessus.

Nous présentons dans la prochaine section (tableau 15 ci-après), le travail de classification effectué à l'aide de la revue de littérature, et nous présentons ci-dessous le tableau récapitulant la classification finale des IFC déclarées être utilisées par les répondants.

Catégorie principale	Sous-catégorie	Exemple de mots pleins
Informations primaires	Comptables Stratégiques Ratios financiers	Résultat, dividendes, cash-flow, management, activité, EBITDA, rentabilité économique...
Informations secondaires	Boursières Economiques Prévisionnelles	Volatilité, rendement, prix, politique économique, prévisions, perspectives, développement...

Tableau 11 : Classification de l'IFC

A la fin de notre travail, nous avons présenté nos résultats à certains de interviewés institutionnels et individuels qui ont majoritairement attesté qu'ils reflétaient leurs opinions. Une fois que l'on a attribué chaque mot plein trouvé dans le corps du texte à un nœud particulier, nous avons pu procéder à des requêtes sur le logiciel pour obtenir les résultats souhaités que nous allons développer ci-après.

SECTION 2 – LES RESULTATS DE L'ETUDE: DES INVESTISSEURS AUX BESOINS DIFFERENCIÉS EN IFC

Après avoir exposé notre méthodologie de recherche qualitative, nous montrons comment elle permet de mettre à jour les différences entre les besoins en informations financières et comptables des investisseurs individuels et institutionnels.

A la suite de la catégorisation des différentes informations financières et comptables déclarées être utilisées par chaque type d'investisseurs, nous avons appliqué notre règle d'énumération précédemment expliquée. Ainsi, à chaque fois que nous rencontrons au cours de notre lecture des retranscriptions des entretiens, un mot plein désignant une catégorie d'information primaire, nous comptons sa présence. Sur le logiciel NVIVO, le comptage du nombre de mot plein se fait automatiquement lorsqu'on l'attribue à un nœud particulier. Ainsi, les résultats sont présentés par des graphiques dont les axes représentent le nombre de mots pleins relevés.

Il s'agit ici d'une étude exploratoire étant donné le caractère neuf de l'objet de recherche. C'est ainsi, que nous allons dans une première partie, présenter les caractéristiques générales d'investissement de notre échantillon (1) puis nous allons nous attarder à présenter et commenter les résultats obtenus grâce à notre analyse de contenu (2).

1. Les caractéristiques générales

Nous avons interrogé 31 organismes institutionnels et 30 investisseurs individuels. La durée moyenne de l'entretien téléphonique a été d'environ 30 minutes.

Nous présentons dans ce qui suit les statistiques descriptives de notre échantillon (1.1.) puis les caractéristiques générales de leurs styles d'investissement (1.2.).

1.1. Les statistiques descriptives

Les statistiques descriptives de notre étude qualitative comparative se présentent comme suit :

		Investisseur Individuel	%	Investisseur Institutionnel	%
SEXE	Masculin	25	83%	27	87%
	Féminin	5	17%	4	13%
AGE	< 35 ans	4	13%	8	26%
	de 36 à 49 ans	5	17%	11	35%
	+ 50 ans	21	70%	12	39%
EXP MF	de 3 à 15 ans	11	37%	13	42%
	de 16 à 25 ans	3	10%	13	42%
	de 26 à 35 ans	16	53%	5	16%
MTT FG	moins de 100 Keuros	15	50%	0	0%
	entre 100 et 500 Keuros	15	50%	0	0%
	Plus de 500 Keuros	0	0%	31	100%
NIV EDUC	Bac +5	13	43%	14	45%
	> bac +5	7	23%	17	55%
	< Bac +5	10	33%	0	0%

EXP MF : Expérience dans marché financier ; *MTT FG* : montant de fond géré et *NIV EDUC* : Niveau d'éducation

Tableau 12 : Statistiques descriptives

Nous pouvons remarquer que nos répondants institutionnels et individuels ont été majoritairement de sexe masculin. Les investisseurs individuels interrogés sont en moyenne plus âgés que les investisseurs institutionnels et ont été aussi longtemps présents sur les marchés financiers. En revanche, le montant des fonds gérés est nettement plus important du côté des investisseurs institutionnels et leur niveau d'éducation plus élevé que celui des investisseurs individuels.

Après un bref exposé de notre échantillon, nous présentons les résultats obtenus à travers notre analyse de contenu informatisée en trois grandes catégories : les caractéristiques générales de l'investissement, les informations financières et comptables (IFC) utilisées et enfin l'IFC manquante pour les gérants de fonds. Nous présentons nos résultats à travers des graphiques, que nous discutons en fonction de l'importance des résultats obtenus.

1.2.Le style d'investissement

Nous examinons successivement l'horizon de placement des répondants, leur méthode d'évaluation des placements, leur gestion indicielle, leur attitude face au risque, leur source principale d'information financière et comptable (IFC) et enfin le type d'actifs financiers géré.

1.2.1. L'horizon de placement

Concernant leur horizon de placement, il a été défini pour les besoins de cette étude qu'un horizon de placement court termiste est inférieur à 1 an, moyen termiste est inférieur à 10 ans et long termiste est supérieur à 10 ans.

Le graphique démontre les résultats suivants :

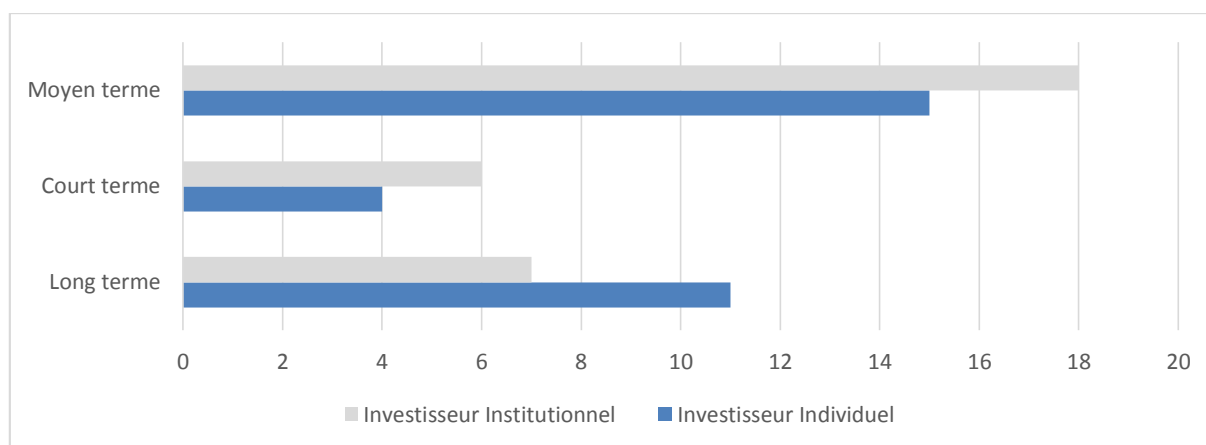


Figure 24 : Horizon de placement des différents investisseurs

Nous pouvons remarquer que les investisseurs institutionnels interrogés déclarent, pour la majorité, avoir un horizon de placement moyen terme, alors que les investisseurs individuels déclarent avoir plutôt un horizon de placement moyen-long terme. En effet, certains individuels déclarent être « sentimentale⁶ » dans leur choix et donc se sentir attaché au titre qu'ils achètent.

« Ah ben vous savez moi je suis un peu sentimentale je regarde le secteur et si le secteur me plaît voilà....Après éventuellement si le nom me plaît »

Retranscription Entretien Investisseur Individuel 2.

D'autre part, la littérature montre également que les investisseurs individuels ont plus de mal à se détacher de leur titres que les investisseurs institutionnels (Mangot 2008). Mangot (2008) récapitule les résultats de la littérature sur les investisseurs individuels en proposant de comprendre la psychologie de ce type d'investisseur. C'est ainsi, que les résultats de cet auteur parlent essentiellement de l'investisseur individuel américain alors que les résultats de notre étude qualitative s'intéressent au cas des investisseurs individuels français.

⁶ Retranscription investisseur individuel 2 et 9

1.2.2. La gestion indicielle

La gestion indicielle est une gestion dite passive car elle consiste à reproduire de manière totalement fidèle la composition de l'indice boursier de référence choisi dans son portefeuille de valeurs (Alphonse et al. 2013).

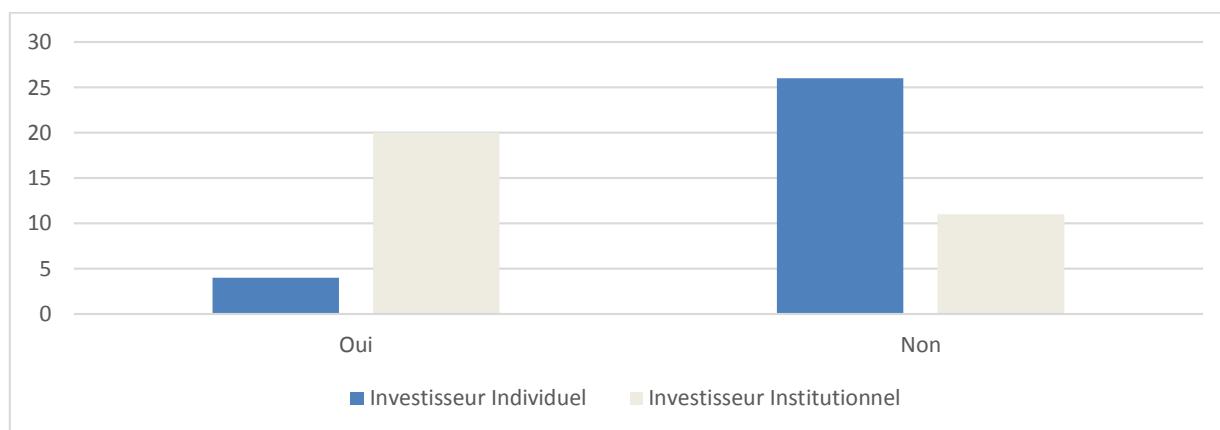


Figure 25 : Gestion indicielle des investisseurs

Les gérants de fonds interviewés déclarent majoritairement l'utilisation d'un indice de référence dans leur gestion d'actifs contrairement aux investisseurs individuels.

1.2.3. L'attitude face au risque

Nous avons regroupé les attitudes face au risque en trois niveaux : risqué, mesuré et prudent. L'attitude est classée comme prudente, lorsque le gérant de fond n'investit que dans des titres très peu risqués (tels que les obligations d'états) et qu'il déclare ne pas vouloir prendre de risque pour avoir beaucoup plus de gain potentiel. Elle est classée mesuré lorsque le gérant de fond déclare opérer des mesures d'évaluation de risque (telles que les tracking error) en interne et qu'ils opèrent leur placement selon le couple Rendement/Risque. Enfin, l'attitude est classée comme étant risquée, lorsqu'on investit dans des types d'actifs financiers très risqués (telles que les futures), et lorsqu'on admet vouloir prendre des risques important si le rendement potentiel est acceptable.

Nous obtenons donc après avoir répertorié les déclarations des différents investisseurs, le graphique suivant :

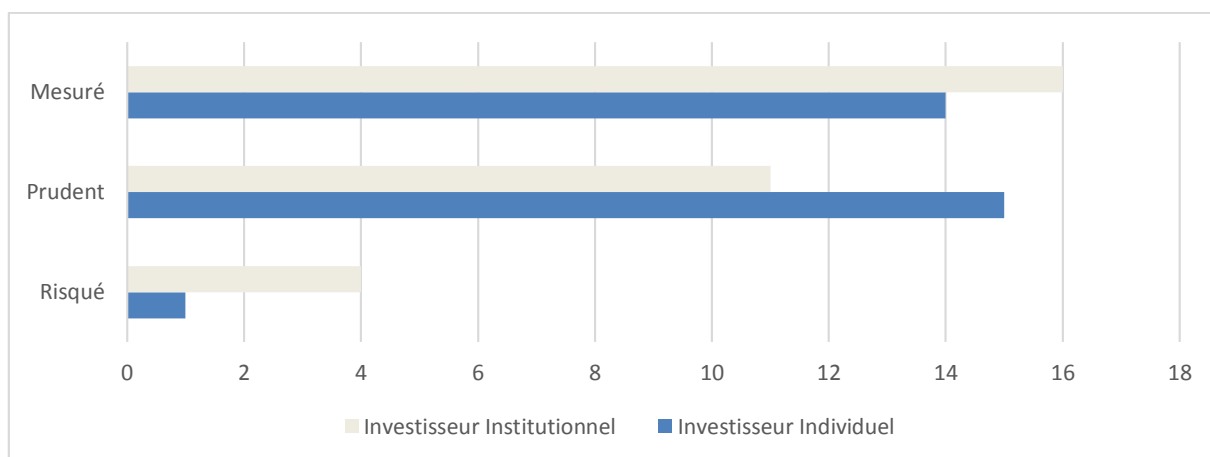


Figure 26 : Attitude face au risque des investisseurs

Nous pouvons remarquer que les investisseurs individuels ont une attitude plus prudente face au risque par rapport aux investisseurs institutionnels qui restent majoritairement mesurés dans leur prise de risque.

1.2.4. La méthode d'évaluation

Les méthodes d'évaluation des placements reflètent vraisemblablement l'horizon de placement précédemment présenté.

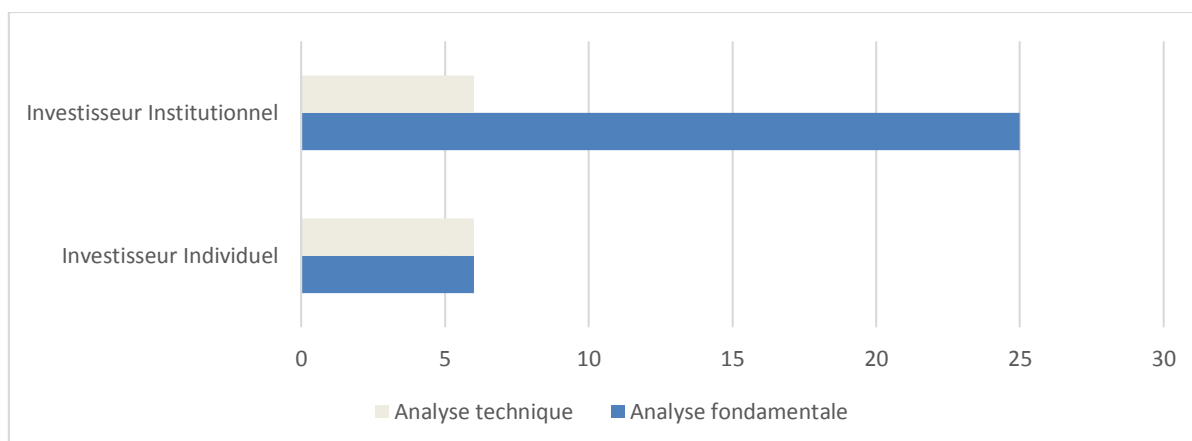


Figure 27 : Méthode d'évaluation des investisseurs

Nous remarquons que tous les investisseurs institutionnels ont spontanément désigné la méthode d'évaluation de placement utilisé, alors que seulement 40% des investisseurs individuels l'on fait. Les investisseurs institutionnels utilisent donc pour la majorité l'analyse fondamentale pour évaluer leurs placements.

La méthode d'évaluation des placements choisie par les investisseurs reflètent le type d'informations financières et comptables qu'ils devront utiliser (Alphonse et al. 2013). En effet, il existe deux grandes méthodes pour l'évaluation des placements financiers : l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

La première permet de se baser sur des informations essentiellement comptables et économiques afin d'évaluer l'opportunité d'un placement financier, alors que la seconde se base sur des informations boursières très techniques telles que les moyennes mobiles ou encore les tendances des titres.

Ces résultats sont conformes à ceux de Lease et al. (1974) dans le contexte américain qui démontrent que les investisseurs individuels sont des investisseurs long termiste et ayant une approche fondamentaliste du placement.

1.2.5. Les sources d' « IFC »

Les sources d'informations financières et comptables ont été classées en quatre catégories :

- les états financiers : c'est-à-dire le bilan, le compte de résultat et le tableau de cash-flow,
- la recherche externe notamment les rapports de brokers⁷ et les magazines spécialisés,
- les logiciels d'information notamment les providers de prix comme le Bloomberg ou le Fatex⁸,
- entreprises, c'est-à-dire les publications des entreprises ou encore les rencontres avec le management.

Ainsi nous obtenons la figure suivante :

⁷ Les brokers sont des courtiers en bourse, en effet, ils peuvent être engagés pour émettre des recommandations d'investissement en fonction de leur analyse du marché et des titres financiers ou encore pour directement gérés les comptes d'individus souhaitant investir sur le marché boursier.

⁸ C'est des logiciels que les organismes institutionnels achètent afin d'avoir des données financières et comptables de différentes sociétés.

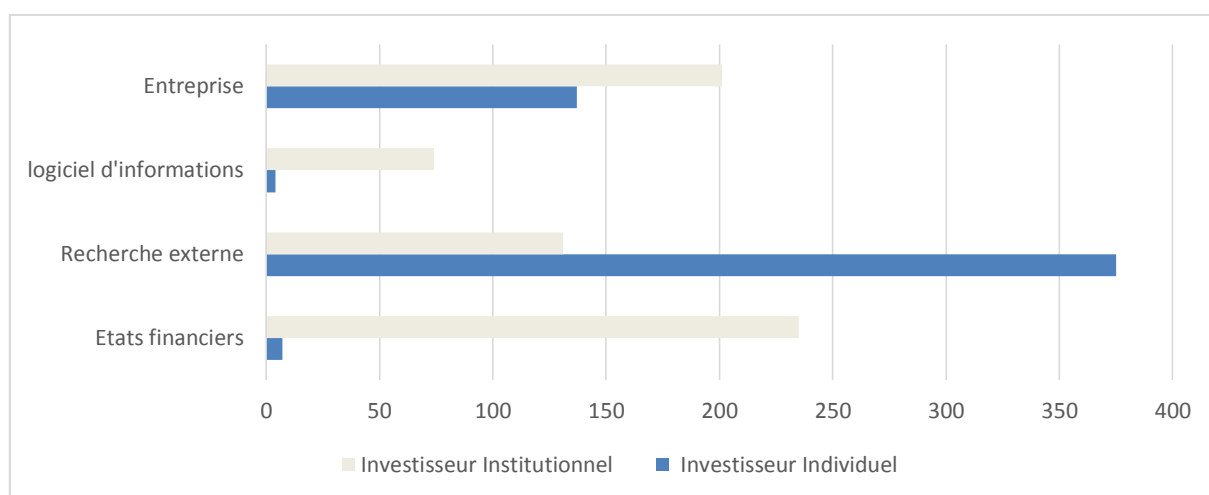


Figure 28 : Source d'informations financières et comptables des investisseurs

Nous remarquons une nette différence dans la source d'information principale déclarée être utilisée par les investisseurs individuels et institutionnels. Ainsi, il apparaît que les investisseurs institutionnels utilisent majoritairement (53%) les états financiers des entreprises, suivis de l'information directement issue de l'entreprise (46%) comme source principale d'informations, alors que 72% des investisseurs individuels préfèrent utiliser la recherche externe.

En détaillant les résultats obtenus pour les investisseurs individuels, on note une utilisation importante des sites internet type « boursorama » et des journaux spécialisés type « investir » ou « les échos » pour respectivement 46% et 41% des répondants. Ces résultats sont en accord avec ceux d'Elliot et al. (2008) basés sur un questionnaire et ceux de Jacoby et al. (2001) basés sur une expérimentation, qui ont démontré que les investisseurs individuels américains, n'étant pas des investisseurs sophistiqués, préféraient une information déjà retravaillée par des professionnels de la finance.

1.2.6. Les types d'actif financier

Afin de juger de la diversification du portefeuille des investisseurs, nous avons voulu connaître la nature des actifs financiers détenus dans leurs portefeuilles. Ainsi, nous avons obtenu les résultats suivants :

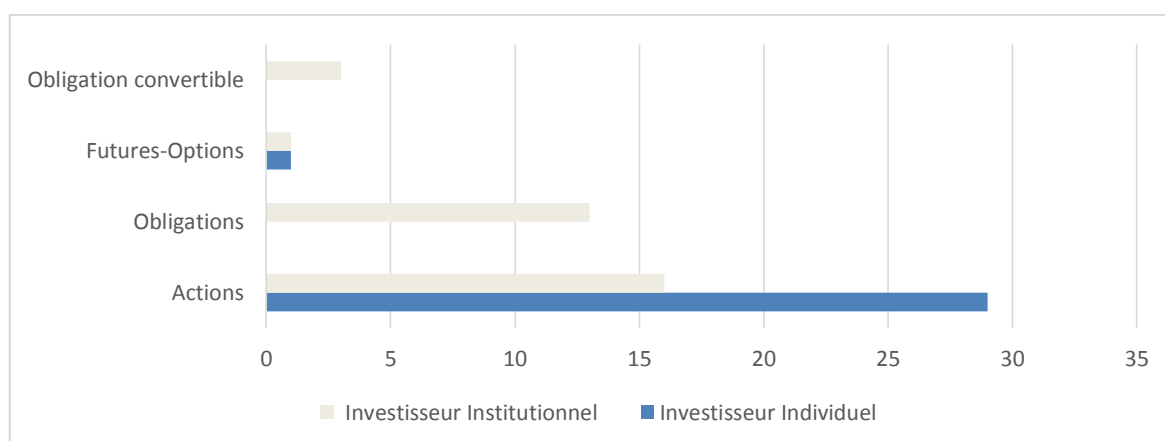


Figure 29 : Type d'actifs financiers détenus par les investisseurs

Nous pouvons remarquer que les investisseurs individuels ne détiennent majoritairement qu'une seule typologie d'actif financier à savoir les actions, alors que les investisseurs institutionnels détiennent des natures diversifiées d'actifs financiers.

La diversification de portefeuille est un des principes clés de la gestion d'actifs introduit par la théorie de portefeuille de Markowitz (1952). Elle peut être menée sur des actifs de même nature comme par exemple le fait de ne détenir que des actions mais dans différents secteurs d'activités, mais elle peut être plus sophistiquée et intégrer en plus d'autres actifs financiers ayant des caractéristiques différentes.

Ainsi, nos résultats concordent avec ceux de Broihane et al. (2005) qui démontrent que les investisseurs individuels français détiennent un portefeuille peu diversifié et composé essentiellement d'actions. Mais également avec ceux de Menkhoff (2002) pour les investisseurs institutionnels qui démontre que les portefeuilles de ces derniers sont très diversifiés.

Afin de résumer les caractéristiques générales par type d'investisseurs nous présentons le tableau ci-dessous :

	Investisseur Individuel	Investisseur Institutionnel
Horizon de placement	Moyen Long terme	Moyen terme
Méthode d'Evaluation	Fondamentale	
Attitude face au risque	Prudent	Mesuré
Gestion indicielle	Non	Oui
Source d'IFC	Recherche Externe	Etats financiers et rencontres privées
Portefeuille	Peu diversifié	Diversifié

Tableau 13 : Caractéristiques générales d'investissement des différents investisseurs

2. Les informations financières et comptables utilisées par les différents types d'investisseurs

Avant de présenter de manière détaillée les résultats obtenus par type d'IFC et type d'investisseurs, nous allons présenter les résultats de manière générale.

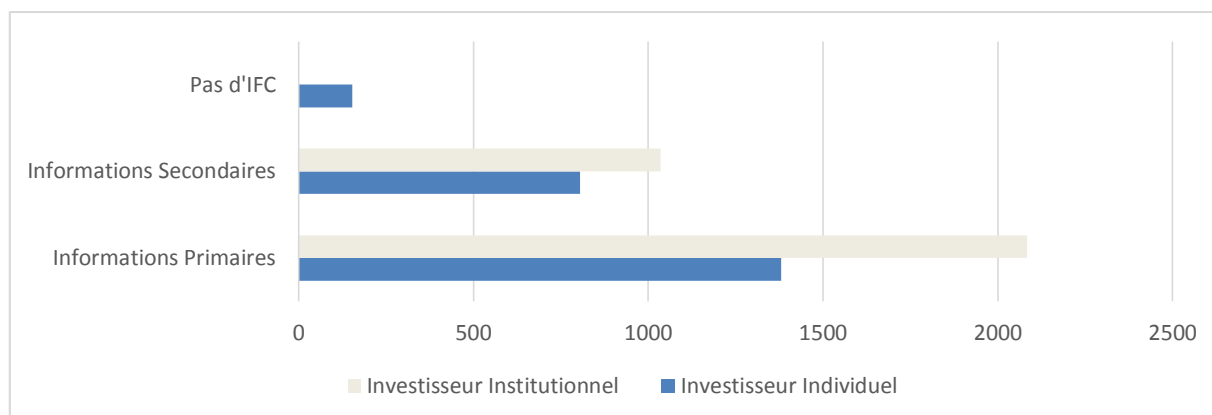


Figure 30 : IFC utilisées par type d'investisseurs

De manière générale, nous remarquons que c'est l'information primaire qui est déclarée être la plus utilisée par les deux types d'investisseurs dans leurs décisions d'investissement mais avec des proportions différentes. En effet, nous remarquons que les investisseurs institutionnels utilisent de manière plus importante l'information comptable et financière pour leurs prises de décisions d'investissement par rapport aux investisseurs individuels. 60% de l'information financière et comptable déclarée être utilisée par les investisseurs est attribuée aux investisseurs institutionnels. D'autre part, nous remarquons que 40% des investisseurs individuels ont déclaré spontanément ne pas utiliser d'informations financières ni comptables pour leurs prises de décisions d'investissement mais de plutôt « gérer à l'instinct » leur portefeuille, comme le démontre les verbatim suivants :

« ...mon placement c'est plus par instinct que ça a été fait... »

Retranscription investisseur individuel 22 ;

«... donc du coup on laisse un peu tomber toutes ces choses-là...oui un peu au feeling »

Retranscription investisseur individuel 29 ;

« pff vous savez à l'heure actuelle c'est un peu au pifomètre qu'on fait ... »

Retranscription investisseur individuel 16 ;

« ben on peut être attirer par le nom même si on sait même pas ce que fait la boite »

Retranscription investisseur individuel 2.

Nous examinons successivement les différentes catégories d'IFC utilisées, à savoir, les informations primaires (2.1.) puis les informations secondaires (2.2.).

2.1. Les informations primaires utilisées par type d'investisseurs

L'information primaire regroupe ici trois catégories : l'information comptable issue des états financiers, l'information stratégique (c'est-à-dire celle relative à la qualité de la gestion de l'entreprise, de son business model) et enfin l'information donnée par les ratios financiers. Toutes ces informations sont présentes dans les documents obligatoirement publiés par les entreprises.

L'analyse des réponses obtenues permet de réaliser le graphique suivant :

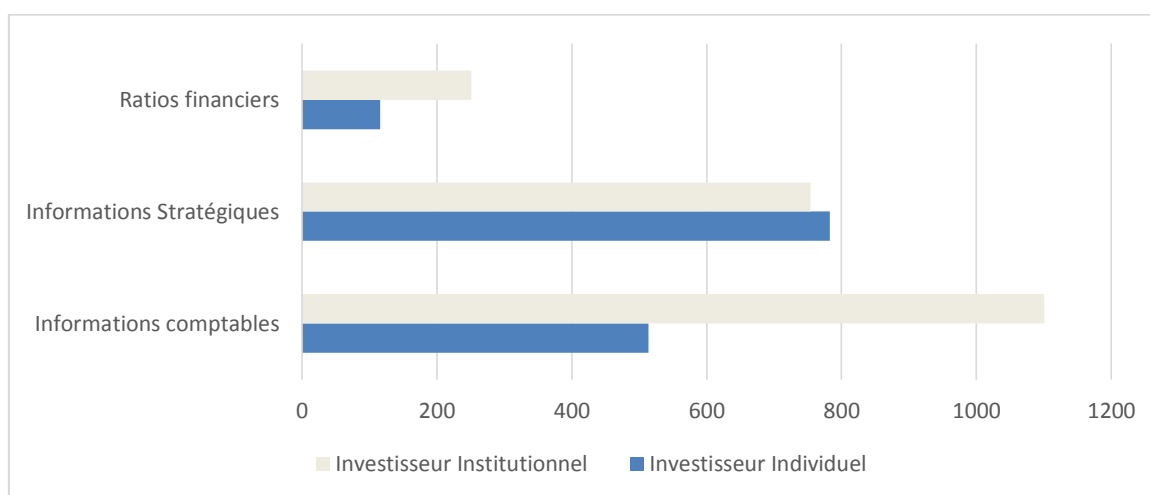


Figure 31 : Typologies d'informations primaires utilisées par type d'investisseurs

Les investisseurs institutionnels déclarent utiliser de manière plus importante l'information comptable (53%) pour leurs prises de décision d'investissement alors que les investisseurs individuels déclarent utiliser de manière plus importante l'information stratégique (57%).

En effet, il apparaît que les investisseurs individuels utilisent l'information stratégique d'abord dans leurs prises de décisions suivie de l'information issue des états financiers et n'utilisent presque pas de ratios financiers (8%). Les investisseurs individuels avouent avoir des difficultés à interpréter les informations chiffrées, comme le soulignent les verbatim suivants :

« ...Je suis complètement incompetent, je me sens entre guillemets complètement incompetent... »

Retranscription investisseur individuel 23

« ...C'est l'interprétation des chiffres qui est difficile... »

Retranscription investisseur individuel 3

« ...Je pense pour vraiment analyser un bilan je pense qu'il faut être comptable..... je regarde mais ce n'est pas toujours évident parce qu'entre le résultat opérationnel, le résultat brut par rapport au Chiffre d'Affaires par rapport à la dette par rapport à tout ça, donc pour intégrer tout cela madame ce n'est pas facile »

Retranscription investisseur individuel 20

Concernant l'information relative aux ratios financiers seuls les investisseurs institutionnels l'utilisent de manière relativement importante dans leurs prises de décisions (12%).

Nous allons à présent, détailler ces résultats par type d'information primaire la plus utilisée.

2.1.1. Les informations comptables

Sont regroupés dans cette sous-catégorie les informations comptables selon leurs sources. Ainsi, nous retrouvons les informations issues du bilan, celles issues du compte de résultat (CPC) et enfin les informations du tableau de cash flows.

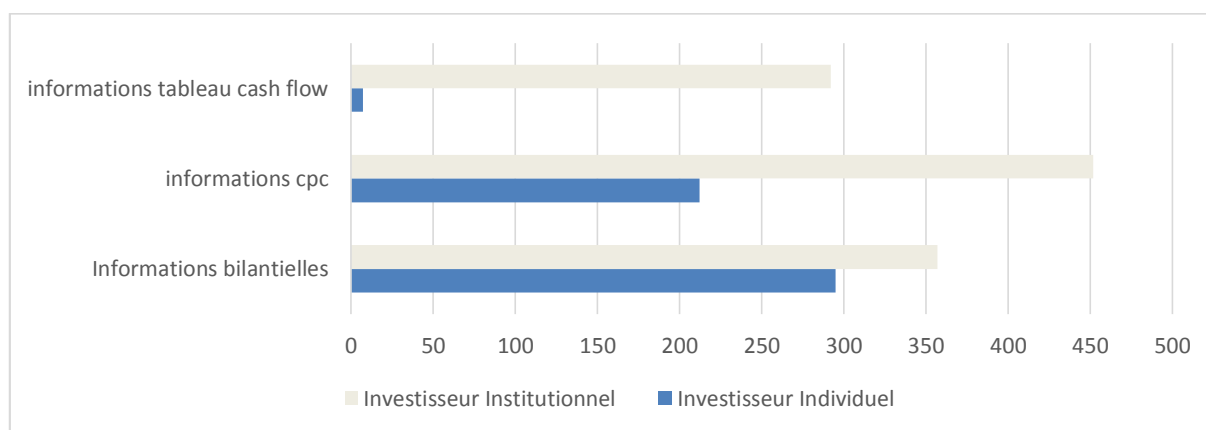


Figure 32 : Informations comptables utilisées par type d'investisseurs

Nous ne pouvons que remarquer à nouveau l'utilisation plus massive de l'information issue des états financiers par les investisseurs institutionnels par rapport aux investisseurs individuels. Cependant, contrairement à Lawrence et Keczar (1999) qui se sont intéressés au marché américain, les investisseurs individuels français interrogés déclarent utiliser un peu plus l'information bilancielle que l'information issue du compte de résultat.

Ainsi les informations les plus utilisées par les investisseurs individuels sont, par ordre d'importance déclarée : les dettes de l'entreprise, son résultat, son chiffre d'affaire et enfin les dividendes versés.

Les investisseurs institutionnels quant à eux, beaucoup plus consommateurs d'informations d'états financiers, utilisent beaucoup plus l'information issue du compte de résultat que du bilan ou du tableau de flux de trésorerie. Ces résultats sont en accord avec ceux de Chandra (1975), de Chang et al. (1983) et d'Arnold et Mozier (1984).

Les informations les plus utilisées par ces investisseurs sont donc : les cash flows générés par l'entreprise, les dettes, la croissance et l'EBITDA.

2.1.2. Les informations stratégiques

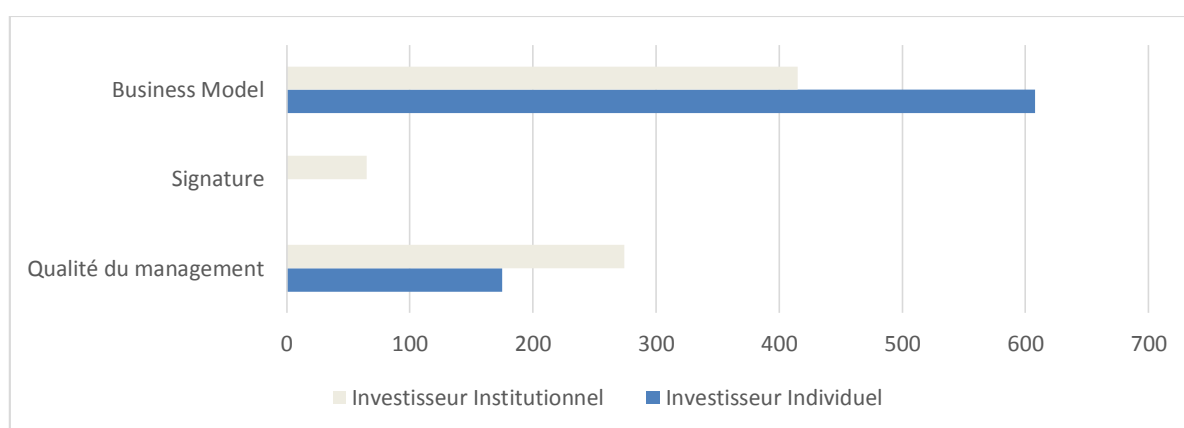


Figure 33 : Informations stratégiques utilisées par type d'investisseurs

Nous remarquons que l'information stratégique déclarée être la plus utilisée par les investisseurs institutionnels (55%) et individuels (77%) est celle relative au business model de l'entreprise. En effet, l'information relative à l'activité de la société est primordiale pour la prise de décision des investisseurs individuels, puisqu'elle représente 56% de l'information relative au business model utilisée. Pour les investisseurs institutionnels, il s'agit des informations relatives à la stratégie de l'entreprise ainsi qu'à son positionnement qui priment.

L'information relative à la qualité du management en place est plus importante pour les investisseurs institutionnels qu'aux individuels. Thayer (2011) et Cready (1988) ont également démontré l'importance de la crédibilité du management en place pour la prise de décision des investisseurs institutionnels. Il s'agit d'un résultat plus au moins attendu parce que les investisseurs institutionnels rencontrent plus souvent les dirigeants des entreprises que les investisseurs individuels.

2.1.3. Les ratios financiers

Nous avons regroupé les différents ratios financiers cités par nos répondants dans quatre catégories :

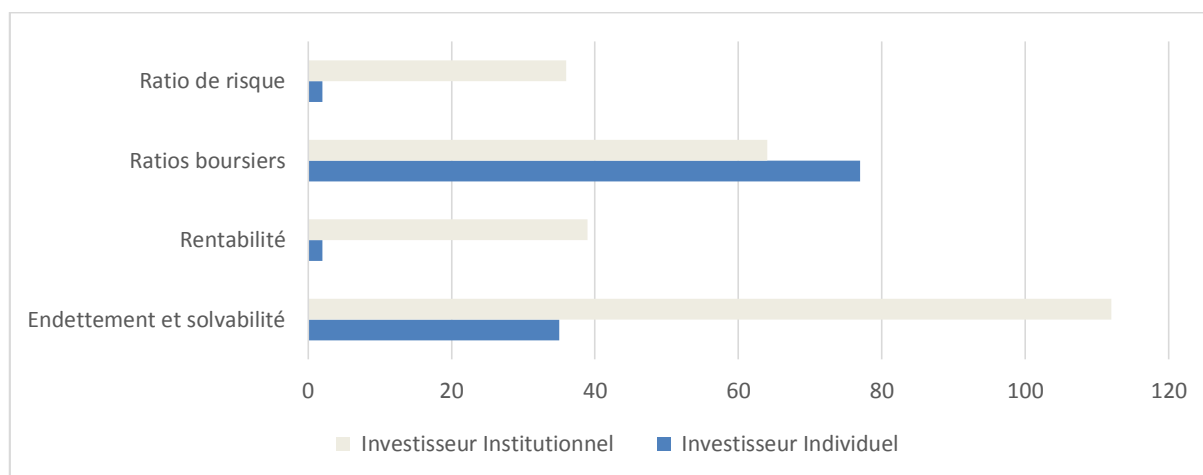


Figure 34: Ratios financiers utilisés par type d'investisseurs

Nous remarquons que c'est les ratios d'endettement et de solvabilité qui sont les plus utilisés par les investisseurs institutionnels suivis par les ratios boursiers. Alors que les investisseurs individuels utilisent majoritairement les ratios boursiers en premier lieu.

Ainsi, le ratio dettes nettes/EBITDA est le plus utilisé par les investisseurs institutionnels. Et le ratio du PER est celui le plus utilisé par les investisseurs individuels comme l'ont démontré Lawrence et Keczar (1999).

Après s'être attardé sur les informations primaires déclarées être les plus utilisées pour la prise de décision d'investissement des investisseurs individuels et institutionnels, nous allons à présent, nous focaliser sur l'analyse des résultats relatifs aux informations secondaires.

2.2. Les informations secondaires utilisées par type d'investisseur

Nous avons regroupé dans cette catégorie d'informations secondaires, l'information macro-économique, l'information boursière et l'information prévisionnelle.

Nous avons donc répertorié toutes les informations relatives au scénario macro-économique, comme l'évolution des marchés financiers ou encore la volatilité des marchés au sein de la typologie « Information macro-économique ». Au sein de la sous-catégorie « Information boursière » figure toutes les informations données par les marchés boursiers telles que la duration, le prix ou le cours boursier et le potentiel d'augmentation (upside) du titre financier.

Mais également les informations nécessaires pour dérouler une analyse technique ou chartiste, comme par exemple le diagramme des chandeliers, les moyennes mobiles, la résistance ou encore le support.

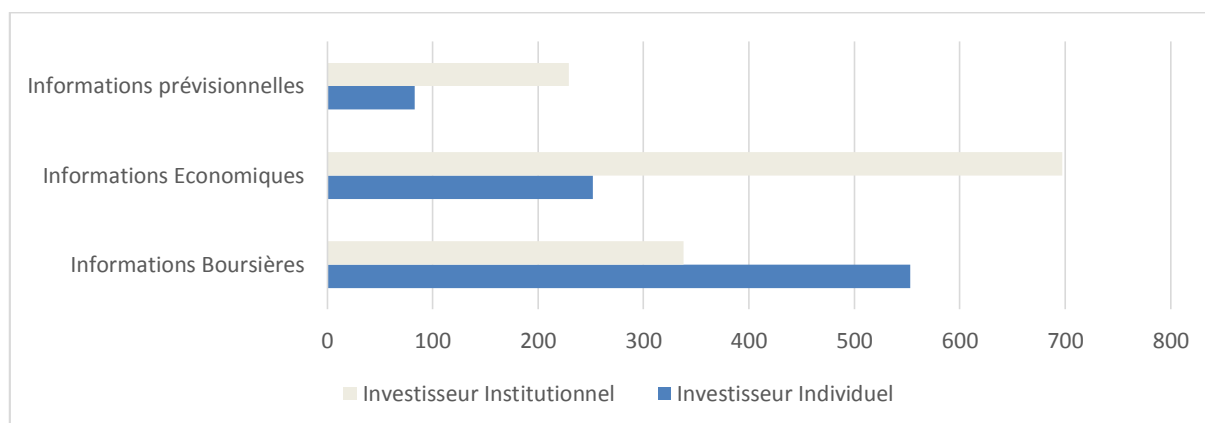


Figure 35 : Typologies d'informations secondaires utilisées par type d'investisseurs

Nous pouvons remarquer que la typologie d'informations financières déclarée être la plus utilisée par les investisseurs institutionnels (67%) est l'information économique, alors que pour les investisseurs individuels, il s'agit de l'information boursière (65%). L'information prévisionnelle quant à elle représente 18% de l'information secondaire utilisée lors de la prise de décision de l'investisseur institutionnel, contre à peine 9% pour l'investisseur individuel.

Pour les investisseurs institutionnels l'information relative à la tendance du marché financier ou encore à son évolution dans le temps ainsi que celle relative au secteur (croissance, cyclicité...) dans lequel évolue l'entreprise sont les plus importantes. Enfin, il faut noter que la volatilité des marchés est une donnée utilisée majoritairement par les investisseurs institutionnels dans leur prise de décision.

2.2.1. Les informations boursières

L'information boursière est la plus utilisée par les investisseurs individuels dans leurs prises de décision. Cependant, il faut noter que les investisseurs institutionnels utilisent également ce type d'information secondaire mais de manière très complexe.

En effet, pour les investisseurs individuels, l'information relative au prix du titre financier est la plus déterminante dans leurs prises de décision d'investissement (84% des réponses relatifs à cette catégorie d'information). Ce résultat est conforme à celui de Lawrence et Keczar

(1999) qui ont démontré, dans le contexte américain, que le cours de bourse était l'information la plus utilisée par les investisseurs individuels lors de leurs prises de décisions.

Les investisseurs institutionnels, quant à eux, n'utilisent cette information qu'à hauteur de 32%, alors qu'ils utilisent des informations boursières beaucoup plus techniques et complexes, telles que les moyennes mobiles, la liquidité ou encore le rendement du titre (environ 63% des réponses).

A partir de ces résultats comparatifs exploratoires nous pouvons présenter le tableau suivant qui résume les principales informations financières et comptables déclarées être utilisées par les différents investisseurs (individuels et institutionnels).

	Investisseur Individuel	Investisseur Institutionnel
<i>Hierarchie croissante du type d'information déclaré être le plus utilisé</i>	Stratégiques	Comptables
	Boursières	Stratégiques
	Comptables	Economiques

Légende

	Information primaire
	Information secondaire

Tableau 14 : Résumé des résultats de l'étude exploratoire

SECTION 3 – UN MODELE DE RECHERCHE NOURRI PAR LES RESULTATS DE L'ETUDE QUALITATIVE

La nécessité de dérouler une étude exploratoire a été clairement explicitée dans le précédent chapitre de cette thèse. La méconnaissance des besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels et le manque de recherches académiques sur ce sujet nous ont poussées à dérouler une méthodologie compréhensive, nous permettant de mettre en place un cheminement de recherche, aboutissant à une méthodologie quantitative.

Nous allons dans cette section, revenir sur les apports de l'étude qualitative à l'étude expérimentale (1), puis nous allons présenter nos hypothèses induites de cette première étude (2) et enfin un modèle explicatif de cet emboîtement ou enchaînement méthodologique (3).

1. Les apports de l'étude qualitative

Notre étude exploratoire a pris la forme d'entretiens semi-directifs avec des investisseurs individuels et institutionnels. Elle a permis plus précisément de générer une liste d'informations financières et comptables déclarées être utilisées par ces acteurs économiques dans leurs prises de décisions d'investissement (1.1) mais également a permis de compléter notre design expérimental (1.2.)

1.1.La liste d'items générée

La littérature ne s'accordant pas sur les informations financières et comptables utilisées par les investisseurs, il a été nécessaire de dérouler cette étude afin de pouvoir générer des items se rapprochant au plus à la réalité des marchés financiers, en allant interviewer directement les investisseurs institutionnels et individuels.

Les entretiens nous ont ensuite poussés, à établir une grille de codage, une catégorisation des informations financières et comptables utilisées lors des décisions d'investissement. Ainsi, nous avons pu proposer, la première classification (tableau 11), à notre connaissance pouvant opérationnaliser et donc permettant de dégager des fréquences d'utilisation de différentes typologies d'informations.

Ainsi, pour les besoins de notre étude expérimentale, nous avons sélectionné les informations financières et comptables les plus citées par nos interviewés et nous les avons répertoriées dans la typologie (exposée plus haut), à savoir : information primaire ou secondaire.

En effet, la durée d'une expérimentation ne doit pas être trop longue au risque d'ennuyer et de biaiser les résultats obtenus à son issue (Berg et al. 1990). Ainsi, il est recommandé aux chercheurs de bien affiner leur modèle expérimental afin de minimiser le temps nécessaire à sa réalisation. C'est dans ce cadre, que nous avons choisi de mettre à disposition des participants à l'expérimentation, les 25 informations financières et comptables les plus citées dans les entretiens préalablement menés.

Le tableau suivant permet de visualiser la manière dont la proposition d'échelle de mesure a émergé.

Catégorisation informations financières et comptables

Littérature sur les IFC utilisés par les investisseurs			
Auteurs	Institutionnels	Auteurs	Individuels
Chandra (1975)	Bénéfice par action	Lerman (2011)	Trésorerie disponible
Richardson et al. (1986) Nofsinger (2001) Chatterjee et al. (2010) Bence et al. (1995) Lewellen et al. (1996)	Dividendes	Bence et al. (1995) Lawrence et Keczmar (1999) Richardson et al. (1986) Lerman (2011) Lewellen et al. (1996)	Dividendes
Cready (1988) Nofsinger (2001)	Résultat	Lawrence et Keczmar (1999)	PER Résultats/Action
Estep (1987) Chatterjee et al. (2010)	ROE	Odean (1999) Shiller (2002) Lawrence et Keczmar (1999)	Cours de l'action
Estep (1987)	Croissance du titre P/Book ratio	Baker et Haslem (1973)	Qualité du management Perspectives économiques Perspectives du secteur
Ho et Wong (2004) Chatterjee et al. (2010)	Prévision Résultat		Heath et Tversky (1991) Subrahmanyam (2005)
Ho et Wong (2004)	Prévision croissance parts marché	IPSOS (2011)	Performance du titre Chiffre d'affaires
Chatterjee et al. (2010)	EBIT		Lawrence et Keczmar (1999) IPSOS (2011) Deaves et al. (2006) Lerman (2011)
	Cash flow		
	Croissance du résultat		
	BPA		
Thayer(2011)	Prévision Cash flow	Rosenfield (1994)	Activité de l'entreprise Prévisions
	Prévision Chiffre d'affaire		Performance Croissance
	Crédibilité Management	Gniewoz (1990)	Résultats attendus
		Nagy et Obenberger (1994)	

Résultat Etude Exploratoire	
Institutionnels	Individuels
Cash Flow	Activité
Croissance	Management
EBITDA	Prix
Evolution du marché	PER
Secteur	Résultat
Dettes Nettes/ EBITDA	

Légende :

Informations primaires publiées par l'entreprise		Informations secondaires	
Comptables	Etats financiers	Boursières	Presse externe et site web
Stratégiques	Rapport de gestion	Prévisionnelles	
Ratios financiers	Rapport annuel	Economiques	

Tableau 15 : Catégorisation finale de l'IFC et proposition d'échelle de mesure

1.2.L'influence sur la décision de reddition dans la relation d'agence double

Cette étude qualitative nous a également permis de dégager des divergences supplémentaires en termes de besoins informationnels financiers et comptables entre les investisseurs institutionnels et individuels. Nous avons donc voulu étudier cette différence déclarée dans une approche quantitative.

Dans notre étude expérimentale, exposée ci-après, nous allons mettre l'investisseur individuel en situation de rendre compte. Ainsi, nous créerons « artificiellement », une situation d'agence double pour l'investisseur individuel et une situation d'agence simple pour l'investisseur institutionnel.

C'est ainsi que dans notre design expérimental, nous nous sommes assurés que les différentes typologies d'informations financières et comptables déclarées être utilisées par nos interviewés, influenceraient différemment la décision de rapporter ces mêmes informations, à l'investisseur initial dans le cadre d'un contrat d'agence double.

En d'autres termes, chaque catégorie d'information introduite dans notre design expérimental devrait avoir un impact différent sur la décision de reddition de l'investisseur institutionnel ou individuel dans une relation d'agence double professionnel ou classique. Il a été démontré dans notre étude qualitative que les investisseurs individuels ont déclaré utiliser par ordre hiérarchique : les informations stratégiques surtout la qualité du management, les informations boursières et enfin les informations comptables. Les investisseurs institutionnels, quant à eux, ont déclaré utiliser en premier lieu les informations comptables suivies des informations stratégiques du type business model de la société et enfin les informations économique. Il a été également démontré qu'ils étaient les seuls à utiliser des informations boursières très élaborées et sophistiquées.

D'après ces résultats, nous avons décidé de vérifier si cet ordre d'importance déclarée être accordé aux différentes informations financières et comptables par les investisseurs individuels et institutionnels est bien respecté dans une mise en situation. Nous avons donc entrepris de contrôler l'influence que devrait avoir chaque catégorie d'information, que le participant à l'expérimentation choisira de consulter. Les détails de notre design expérimental seront précisés dans la seconde partie sur l'étude empirique.

Nous cherchons dans cette partie seulement à exposer comment notre travail qualitatif a influencé et a nourri notre réflexion de chercheur tout au long de ce travail.

Le tableau suivant représente donc l'influence attendu de chaque catégorie d'information sur le comportement de l'investisseur individuel et institutionnel dans notre expérimentation :

Protocole Expérimental		
		Impact attendu sur la reddition
Informations primaires	Informations comptables	+
	Informations stratégiques - Business Model	+
	Informations stratégiques - Management	-
	Informations ratios financiers	+
Informations secondaires	Informations boursières	-
	Informations prévisionnelles	+
	Informations économiques	+

Résultat étude exploratoire et impact attendu sur l'expérimentation

Investisseur Institutionnel	Impact dans l'expérimentation	Investisseur Individuel	Impact
Informations comptable	+	Informations stratégiques - Management	-
Informations stratégiques -BM	+	Informations boursières	-
Informations économiques	+	Informations comptables	+
Résultat final attendu de la reddition dans	+	Résultat final attendu de la reddition dans l'expérimentation	-

Légende	
+	Reddition de l'information
-	Rétention de l'information

Tableau 16: Impact attendu de chaque catégorie d'information sur chaque catégorie d'investisseur

2. Premier enrichissement des hypothèses initiales

Notre cadre théorique et la revue de littérature opérée nous ont permis de faire émerger quatre hypothèses principales. Notre étude qualitative a proposé une première classification concernant les différentes typologies d'informations financières et comptables existantes que nous proposons d'intégrer à nos hypothèses principales. Ainsi, nous allons mobiliser cette classification des IFC afin de les soumettre à des tests d'hypothèses. Nous présentons successivement les hypothèses relatives au type d'informations primaires (2.1.) et celles

relatives aux informations secondaires (2.2.) tout en respectant les mesures des besoins en IFC des investisseurs précédemment formulées (achat, traitement et importance accordée).

2.1. Les informations primaires

La littérature a démontré que les investisseurs institutionnels se référaient aux états financiers des entreprises directement et ne se référaient pas aux rumeurs (Chandra 1975, Lee et Tweedie 1981, Arnold et Mozier 1984, Shiller et Pound 1989, Bence et al. 1995).

En effet, l'investisseur institutionnel devant rendre compte à son client (principal) et justifier son travail, nous pourrions penser qu'il préférera acheter l'information provenant de la source initiale plutôt qu'une information déjà retravaillée. Notre étude qualitative nous pousse à supposer que les investisseurs institutionnels achètent plus d'informations comptables que les investisseurs individuels.

H 1.1. : L'investisseur institutionnel achète plus d'informations primaires publiées par l'entreprise que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.

H 1.2. : L'investisseur institutionnel achète plus d'informations comptables que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.

H 3.1. : L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information comptable que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.

D'après notre revue de littérature, les investisseurs institutionnels sont réputés être plus compétents et sophistiqués que les investisseurs individuels (Ramalingegowda et Yu 2011, Elliot et al. 2007, Frederickson et Miller 2004). Ainsi, nous pourrions nous attendre à ce que les investisseurs institutionnels utilisent différents ratios financiers pour évaluer le titre financier, et également pour rendre compte à leur client et justifier leur fonction. En raison du manque de compétences techniques des investisseurs individuels, on pourrait s'attendre à ce qu'ils utilisent beaucoup moins ce type de ratios, comme ceci a été démontré par notre étude qualitative.

H 2.1 : L'investisseur institutionnel utilise plus les ratios financiers que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement

2.2. Les informations secondaires

La littérature a également démontré que les investisseurs individuels préféraient une source d'information externe, avec des informations filtrées ou retravaillées par des professionnels (Rowbottom et Lymer 2009, Kelton et Yang 2008, Elliott et al. 2008). En effet, notre étude qualitative a permis de démontrer leur manque de connaissance technique sophistiquée qui ne leur permet pas de bien comprendre ni d'analyser les rapports financiers.

H 2.2 : L'investisseur institutionnel utilise moins d'informations secondaires que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.

D'autre part, l'altruisme et la recherche d'intégration sociale par l'agent professionnel sont des prémisses imprégnant le contrat d'agence initiale où se trouve l'investisseur institutionnel, comme expliqué précédemment (Von Glinow 1988, Sharma 1997). Ainsi, l'investisseur institutionnel imprégné de ces particularités propres à son contrat initial, pourrait utiliser des informations permettant une comparaison de son portefeuille « benchmark », dans l'optique de satisfaire son client et donc avoir une reconnaissance de son travail. L'information permettant un benchmark de portefeuille étant les indices de références et leurs performances par rapport au portefeuille constitué par l'investisseur institutionnel, on pourrait penser que l'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'individuel et les utilisera pour rendre compte à son client et démontrer sa bonne gestion du fond confié.

H 1.3 : L'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'investisseur individuel.

H 3.2. : L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information boursière que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.

Après avoir présenté l'impact de l'étude exploratoire sur notre étude expérimentale ainsi que les hypothèses complémentaires qu'elle nous a permis de relever, nous allons à présent exposer notre modèle explicatif des besoins en IFC des investisseurs.

3. Le modèle explicatif

Nous avons exposé comment s'emboîtent nos deux méthodologies et comment elles se complètent. Nous voulons à travers cette sous partie schématiser l'ensemble de notre modèle méthodologique afin de pouvoir mieux l'expliquer à nos lecteurs.

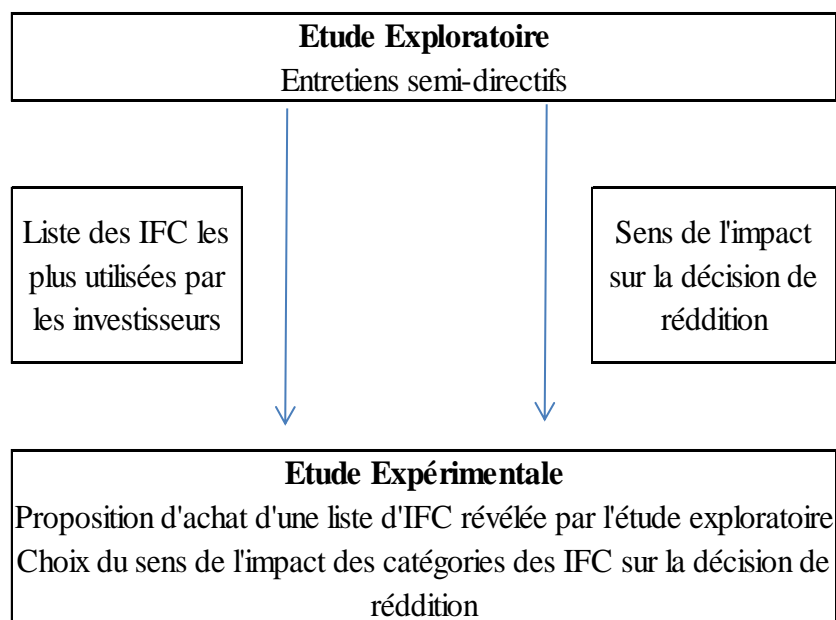


Figure 36: Emboîtement méthodologique

Cette figure représente clairement comment notre étude qualitative a permis d'alimenter notre design expérimental et de l'affiner pour répondre à notre objectif de recherche.

Nous tenons également à rappeler comment notre démarche de formulation des hypothèses a été effectuée. En effet, la formulation des hypothèses de recherche est primordiale et requiert une prudence extrême (Kerlinger 2000). Selon Gavard-Perret et al. (2012) « *La formulation des hypothèses est une étape nécessaire dans toute démarche positiviste car elle procure des lignes directrices sur la façon dont les données sont collectées et analysées* ». Une hypothèse se doit d'être précise, elle doit comporter les variables qu'on cherche à tester ainsi que le sens éventuel de cette relation.

Ainsi, cette recherche vise à déterminer les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels et à démontrer qu'ils sont différents de ceux des investisseurs individuels et nous testerons nos hypothèses issues de notre cadre théorique et celles qui ont émergé de notre étude qualitative ainsi que des hypothèses complémentaires liées à la technique de notre méthode expérimentale.

La figure suivante illustre notre démarche d'élaboration de nos hypothèses :

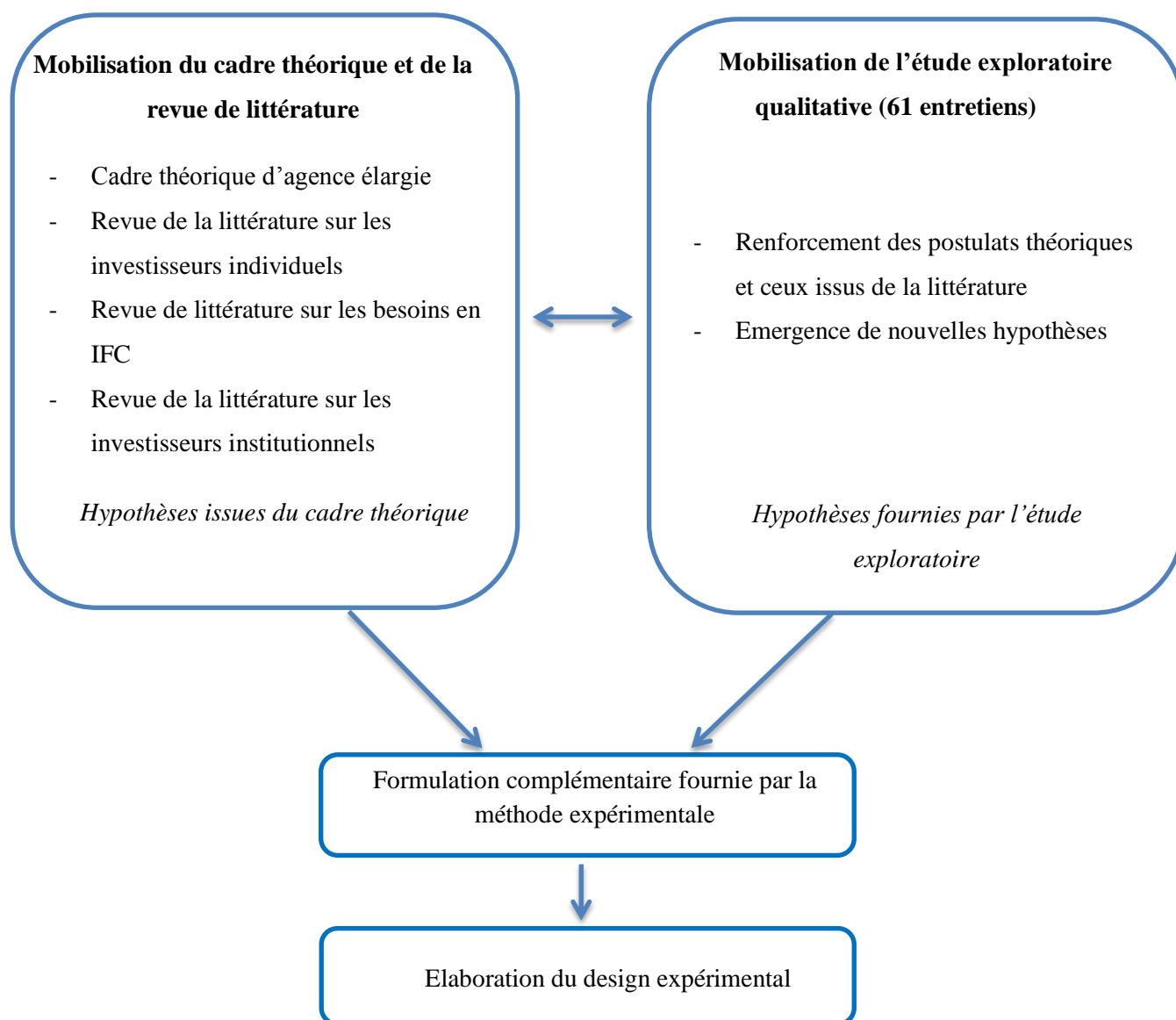



Figure 37: Démarche de formulation des hypothèses de recherche

La figure 38 ci-après permet de mieux comprendre comment notre étude qualitative a nourri notre démarche de formulation d'hypothèses, en ajoutant à nos 4 principales hypothèses issues de notre cadre théorique, des sous-hypothèses complémentaires. Cette démarche nous permet d'élaborer un protocole expérimental qui à son tour enrichira notre formulation d'hypothèse.

Mobilisation du cadre théorique et de la revue de littérature	Mobilisation de l'étude exploratoire qualitative (61 entretiens)
<p>H1. L'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel avant de prendre sa décision d'investissement.</p>	<p>H 1.1. L'investisseur institutionnel achète plus d'informations primaires publiées par l'entreprise que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.</p> <p>H 1.2. L'investisseur institutionnel achète plus d'informations comptables que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.</p> <p>H 1.3 L'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'investisseur individuel.</p>
<p>H2 L'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.</p>	<p>H 2.1 L'investisseur institutionnel utilise plus les ratios financiers que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement</p> <p>H 2.2 L'investisseur institutionnel utilise moins d'informations secondaires que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.</p>
<p>H3 L'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision par l'investisseur institutionnel est plus élevée que celle de l'individuel.</p>	<p>H 3.1. L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information comptable que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.</p> <p>H 3.2. L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information boursière que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.</p>
<p>H4 Le type de relation d'agence dans laquelle se trouve l'investisseur influence ses besoins en informations financières et comptables.</p>	



Cadre d'analyse enrichi permettant d'établir un protocole expérimental

Figure 38 : Enrichissement du cadre d'analyse initial

CONCLUSION DU CHAPITRE 3

Ce troisième chapitre a été consacré à notre étude qualitative exploratoire et s'est attardé à souligner son importance pour l'atteinte de nos objectifs de recherche, à présenter les différentes modalités qui ont été entreprises et les résultats obtenus.

Dans une première section nous avons démontré l'importance d'une étude qualitative compte tenu de la rareté des études s'étant intéressées aux besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels. Nous avons spécifié l'outil choisi qui est l'entretien semi-directif en raison de sa pertinence avec notre objectif de recherche. En effet, ce type d'étude qualitative s'impose pour « *...étudier une thématique assez complexe.... Ou encore pour contrôler la pertinence d'un réseau d'hypothèses.* » (Caumont 2007).

Nous avons donc réalisé notre guide d'entretien et avons contacté environ 3 000 investisseurs, 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 analysé à l'aide d'une analyse de contenu thématique d'abord manuelle puis informatisée à l'aide du logiciel NVIVO.

La deuxième section de ce chapitre s'est attardée à présenter les principaux résultats obtenus. Ils démontrent que les investisseurs institutionnels utilisent beaucoup plus l'information financière et comptable dans leur prise de décision que les investisseurs individuels. Ainsi, les investisseurs institutionnels utilisent principalement les informations issues des états financiers, telles que les cash flows ou encore l'EBITDA, et les investisseurs individuels préfèrent l'information stratégique comme l'activité de l'entreprise par exemple. Concernant l'information secondaire, il apparaît que les investisseurs individuels utilisent principalement les cours boursiers des titres alors que les investisseurs institutionnels, utilisent plus l'information économique telle que l'évolution des marchés et l'information sectorielle. Enfin, les ratios financiers les plus utilisés par les deux types d'investisseurs reflètent bien les résultats précédents, car les investisseurs institutionnels utilisent le ratio dettes nettes/ EBITDA alors que les investisseurs individuels préfèrent utiliser le PER.

C'est ainsi, que notre idée de départ, selon laquelle il existe une différence des besoins informationnels financiers et comptables entre les investisseurs institutionnels et individuels,

est confortée par ces premiers résultats exploratoires et nous avons pu formuler notre deuxième vague d'hypothèses de recherche induites de notre étude qualitative.

Notre dernière section de ce chapitre a permis d'établir et de schématiser comment les résultats de notre étude qualitative seront exploités dans notre étude expérimentale et comment ces deux méthodologies sont complémentaires pour atteindre nos objectifs de recherche.

En effet, l'étude qualitative nous a permis de dresser une liste d'items 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. Cette liste d'items a été intégrée dans notre protocole expérimental et a été le socle de notre analyse.

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.

L'étude qualitative a également permis de faire émerger des hypothèses supplémentaires qui vont nous permettre d'approfondir nos hypothèses issues du cadre théorique. Notre cadre d'analyse se trouve ainsi finalisé par la mobilisation du cadre théorique, de la revue des travaux empiriques et enfin par l'enrichissement amené par notre étude qualitative.

Nous reviendrons plus en détails sur notre design expérimental et comment ces résultats ont été mobilisés de manière plus précise dans notre deuxième partie.

CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE

Cette première partie de notre thèse vise à introduire les éléments centraux de notre problématique de recherche ainsi que le cadre théorique mobilisé.

Le premier chapitre a été consacré à présenter les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels. En effet, si les investisseurs individuels ont été présents depuis longtemps sur les marchés financiers, les investisseurs institutionnels quant à eux ont connu un développement impressionnant durant ces dernières années. Ainsi, nous présentons à travers différentes études empiriques les caractéristiques générales des investisseurs individuels et nous démontrons leurs déclin progressifs dans le paysage financier français.

En contrepartie de ce déclin, les investisseurs institutionnels ont pris de plus en plus de poids sur les marchés financiers et se présentent comme étant une catégorie d'investisseur très particulière puisqu'au sein même de cette catégorie, il existe des divergences dues au style d'investissement ou encore de la typologie de gouvernance. Nous soulignons enfin la particularité de cette catégorie des investisseurs par son opposition à celle des individuels, et en démontrant qu'il existe des différences importantes dans les caractéristiques de ces deux types d'investisseurs qui postulent que leurs besoins en informations financières et comptables sont différents.

Afin d'étudier cette différence, nous avons présenté dans notre second chapitre, la théorie d'agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels (Schneider 2000) couplée avec la notion d'agent professionnel proposée par Sharma (1997) que nous avons mobilisée. En effet, ces extensions de la théorie d'agence classique mise en place par Jensen et Meckling permettent de prendre en compte la spécificité des investisseurs institutionnels dans la relation d'agence. Les postulats de ces derniers ont permis d'émettre nos hypothèses déduites de ce cadre théorique.

Par la suite, nous présentons le cheminement intellectuel de notre travail de recherche qui part du constat relevé par notre revue de la littérature. En effet, à l'issue de cette dernière nous avons remarqué l'existence d'un gap concernant les besoins en IFC des investisseurs institutionnels, très peu étudiés. La rareté des études s'étant concentrées sur cette problématique est d'autant plus intrigante que leur importance dans les marchés financiers mondiaux ne cesse de croître. D'autre part, notre cadre théorique nous a permis de comprendre le défi théorique important

que ce questionnement de recherche relève, comme le soulignent Sharma (1997) et Schneider (2000).

Le troisième chapitre a permis de présenter l'étude qualitative qui a été menée. Cette première étude empirique, de nature exploratoire, a été réalisée à l'aide d'entretiens semi-directifs avec des gérants de fonds et des investisseurs individuels, et a permis de déterminer les informations financières et comptables déclarées être les plus utilisées par ces différents acteurs économiques. Cette phase a été nécessaire afin de mieux cerner la gestion d'actifs réalisée par les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels, d'apporter un éclairage supplémentaire à notre objet de recherche et de formuler des hypothèses de recherches supplémentaires, complétant nos hypothèses issues de la théorie. Au terme de cette étude, il est apparu que les besoins en IFC des investisseurs individuels sont différents de ceux des investisseurs institutionnels. En effet, si les premiers déclaraient ne pas comprendre l'information de type comptable et se focalisaient beaucoup plus sur l'information de type boursière et principalement le prix de l'actif financier, les investisseurs institutionnels ont quant à eux déclaré utiliser majoritairement les informations comptables et économiques pour prendre leurs décisions d'investissement. Il est également apparu qu'ils étaient les seuls à utiliser l'information boursière complexe et technique. L'utilité de cette étude qualitative a été, entre autre, d'alimenter notre protocole expérimental en permettant de limiter les IFC proposés à nos participants au nombre de 25 (Les 25 IFC déclarées être les plus utilisées par les investisseurs institutionnels et individuels), et en permettant de choisir le contenu de chaque typologie d'informations financières et comptables. Elle a permis également de compléter les hypothèses déduites du cadre théorique formulées par des hypothèses portant sur les différentes typologies d'IFC.

Notre seconde partie sera consacrée à l'étude empirique réalisée, l'expérimentation.

SECONDE PARTIE – LES BESOINS INFORMATIONNELS FINANCIERS ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : UNE ETUDE EXPERIMENTALE

Après avoir argumenté les cadres conceptuel et théorique de notre travail de recherche nourris par une première étude qualitative exploratoire, il est à présent nécessaire de détailler la méthodologie qui a été déployée pour répondre à nos questionnements de recherche. Ainsi cette seconde partie sera consacrée à cet effet et à la présentation et discussion des résultats obtenus.

La figure suivante présente le protocole de recherche avec les étapes de l'étude.

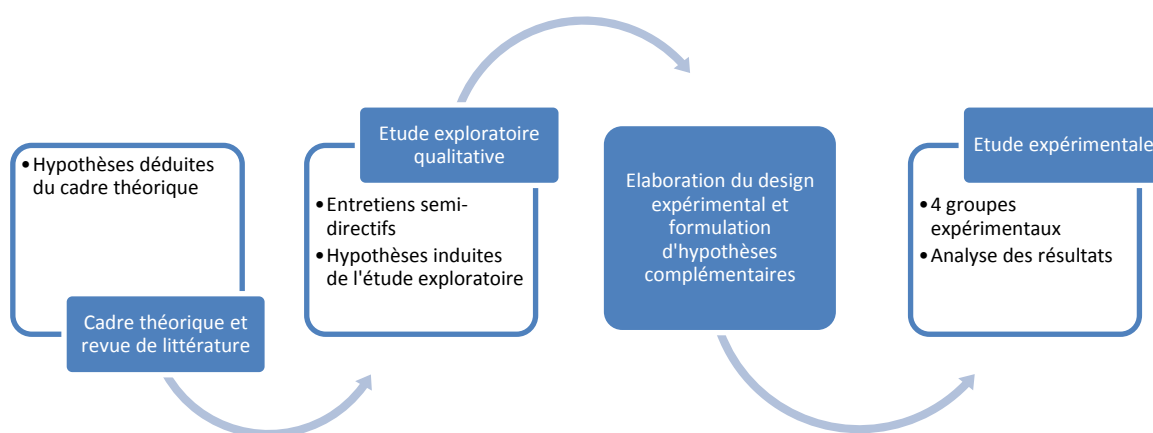


Figure 39 : Protocole de recherche

Après avoir déduit de notre cadre théorique des hypothèses concernant les besoins en IFC des investisseurs institutionnels et individuels, nous avons entrepris une première étude exploratoire qui nous a permis entre autre de nourrir notre cadre d'analyse par le biais de la formulation d'hypothèses complémentaires.

Ces deux premières vagues de formulation d'hypothèses de recherche ainsi que les prémisses de notre cadre théorique mobilisé nous ont permis d'élaborer un protocole expérimental qui nous poussera à formuler des hypothèses complémentaires.

Ainsi, le quatrième chapitre sera consacré à présenter notre deuxième méthodologie de recherche : l'expérimentation. Nous allons ainsi décrire les spécificités d'une démarche expérimentale en soulignant la rigueur méthodologique nécessaire ainsi que la validité attendue d'une telle démarche et nous précisons l'application de ces enseignements à notre cas spécifique de recherche. Par la suite, nous exposons les choix méthodologiques que nous avons effectués et nous présentons notre protocole expérimental et les hypothèses complémentaires qui ont pu être formulées.

Enfin, notre cinquième chapitre se consacre à la présentation et à la discussion de nos résultats empiriques. Nous exposons tout d'abord les tests statistiques qui seront appliqués à nos données expérimentales compte tenu de leurs respects ou non des prémisses nécessaires à leur déroulement (normalité de la distribution, homogénéité des variances), puis nous nous intéressons à introduire les relations causales que notre protocole expérimental permet de tester, à savoir l'effet médiateur et modérateur. Nous présentons dans un second temps, les résultats empiriques de nos hypothèses de recherches ainsi que les résultats de tests complémentaires qui ont été menés, en les croisant avec les résultats de l'étude qualitative et de la revue de littérature réalisée. Enfin, nous discutons nos résultats à travers le cadre théorique mobilisé et à travers l'adoption d'un regard pluridisciplinaire faisant appel à la psychologie sociale des participants.

CHAPITRE 4 –

LA REALISATION DE L'ETUDE EXPERIMENTALE

INTRODUCTION

SECTION 1 - La présentation de la méthodologie expérimentale

1. L'expérimentation en sciences de gestion
2. La méthodologie d'une étude expérimentale
3. Les caractéristiques de la méthodologie expérimentale

SECTION 2 - Le protocole expérimental

1. Le plan factoriel complet et les hypothèses supplémentaires
2. Les pré-tests et ajustements
3. La méthode d'administration des traitements

SECTION 3 – Les tests statistiques

1. Opérationnalisation des variables
2. Tests statistiques pour l'expérimentation
3. Les effets indirects testés

CONCLUSION

CHAPITRE 4 - LA REALISATION DE L'ETUDE EXPERIMENTALE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 4

« Pour étudier exhaustivement les phénomènes psychologiques sociaux et culturels, il y a tout intérêt à étendre le champ d'étude et d'observation aux comportements. Dans le cas de phénomènes qui impliquent des actions et des réactions comportementales individuelles, tout acte observable représente une source d'information utile. » (Robert-Demontrond 2004).

En effet, plusieurs auteurs ont souligné l'incapacité des méthodes empiriques généralement utilisées pour comprendre les comportements des individus (Maines et al. 2006, Libby et al. 2002, Pouget 2001, Herring et al. 1989). L'expérimentation de laboratoire, quant à elle, permet précisément d'étudier le comportement économique des individus face à des stimuli particuliers. Généralement, on étudie le comportement de décisions individuelles ou de groupes avec une interaction directe ou indirecte (Schulz 1999).

Ainsi, l'approche expérimentale peut être définie comme *« une observation factuelle sous facteurs contrôlés »* (Lesage 2000) ou encore comme la création d'un environnement contrôlé *« ...afin de reproduire artificiellement une situation reflétant les conditions utilisées dans la théorie économique »* (Eber et Willinger 2005). Pour Aronson et al. (1990), l'expérimentation est la meilleure méthode pour découvrir si une chose cause réellement une autre. Il s'agit de reproduire en laboratoire un événement naturel afin de faciliter son observation dans un but de collecter des données aisément reproductibles. Selon Trotman (1996), l'essence même de cette méthode est la manipulation de variables indépendantes afin d'observer leurs relations avec des variables dépendantes et pertinentes pour le chercheur, tout en maintenant d'autres facteurs constants. Il est ainsi crucial pour le chercheur de bien déterminer quel aspect du monde réel est important pour son étude afin de pouvoir le reproduire en laboratoire (Berg 1994).

Ce chapitre est entièrement consacré à cette méthodologie. Ainsi, nous nous attardons à présenter l'expérimentation en sciences de gestion, en précisant sa finalité, son intérêt et ainsi que le déroulement classique de cette démarche méthodologique (Section 1). Nous présentons ensuite notre protocole expérimental en justifiant tous les choix qui ont été entrepris (Section 2). Et enfin nous exposons les opérations statistiques nécessaires pour tester nos hypothèses de recherche (Section 3).

SECTION 1 – LA PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE EXPERIMENTALE

L'expérimentation offre une contribution importante aux études sur la comptabilité comportementale et sur les prises de décisions (Chan et al. 2011, Kachelmeier et King 2002, Elliot et al 2007).

Une expérimentation en comptabilité financière réussie est celle qui utilise l'avantage de comparaison (comparabilité) de l'approche expérimentale pour déterminer comment, quand et parfois pourquoi les caractéristiques de certains paramètres comptables et financiers affectent la décision ou le comportement. Ainsi, cette méthodologie se prête bien à notre objectif de recherche qui est celui de déterminer les besoins en IFC des différents types d'investisseurs lors de leurs prises de décision d'investissement.

Cette section a pour but de présenter la méthode expérimentale (1), et de détailler les choix importants que le chercheur est amené à effectuer lors de la réalisation de son protocole expérimental en prenant conscience des avantages et limites de cette méthode (2).

1. L'expérimentation en sciences de gestion

L'expérimentation est une méthode pertinente pour mettre en évidence ou expliquer les relations causales entre variables (Gavard-Perret et al. 2012). Cependant, afin de donner des résultats fiables et pouvant être interprétés, il est essentiel d'en comprendre l'essence (1.1.) mais également de connaître comment cette démarche a vu le jour en sciences sociales et a ensuite timidement migré vers les sciences de gestion (1.2).

1.1. Définition de l'expérimentation

La méthode expérimentale pousse le chercheur à bien définir son modèle de réflexion et le conduit à expliciter ses choix, en particulier ce qu'il veut mesurer et ce qu'il considère comme secondaire (Séville 2006). En effet, Schulz (1999) précise qu'il s'agit de la méthode qui demande le plus de réflexion pour le chercheur, afin d'avoir un bon cadre théorique qui l'aide à définir quelles variables manipuler, mesurer, garder constantes ou encore rendre aléatoires. En manipulant les variables indépendantes et en gardant constantes les variables externes, cette méthodologie permet de tester des relations causales entre variables dépendantes et indépendantes (Maines et al. 2006). D'autant plus, que le contrôle des variables est déterminant pour obtenir des résultats pertinents mais aussi cohérents. Car cet avantage de contrôle de

variable peut vite tourner à la défaveur du chercheur si les variables choisies sont trop proches ou trop éloignées pour permettre une interprétation pertinente des résultats (Kinney 1986).

D'autre part, l'expérimentation est un moyen pour les praticiens de transmettre aux chercheurs leurs préoccupations, leurs besoins et leurs perceptions sur une question donnée. Ils pourront, ainsi, en tirer parti pour poursuivre leurs travaux de recherche. En effet, Lesage (2000) met en évidence deux directions sur lesquelles se portent les recherches expérimentales :

- confirmation ou infirmation de postulats théoriques, issue de l'explication rigoureuse des modèles servant à la simulation. Il s'agit par exemple de l'étude de l'impact de différentes structures de marché oligopole, monopole... (Chamberlin 1948)
- mise en évidence de phénomènes nouveaux grâce à la simplicité des situations expérimentales à tester par la suite. L'exemple type est celui relatif à l'asymétrie d'information démontrée par Friedman et Sunder en 1994. En effet, il est reconnu que « *les agents ne font pas toujours ce qu'ils disent qu'ils font* » (Robert-Demontrond 2004).

L'expérimentation en laboratoire est une méthodologie fondée sur la reconstitution *in vitro* d'une situation économique simplifiée dont les variables sont contrôlées par l'expérimentateur, ce qui, d'une part, permet l'interprétation la plus univoque possible des résultats et, d'autre part, assure la reproductibilité du protocole. Elle constitue un outil d'investigation empirique précieux, utilisé à des fins d'évaluation du pouvoir descriptif des modèles (dont elle permet de tester empiriquement les prédictions), et plus généralement, comme outil d'investigation des comportements économiques, et enfin comme support de recommandations prescriptives à l'usage des décideurs publics (Roth 1988).

En effet, cette méthodologie se prête assez bien à l'étude de sujets s'inscrivant dans une situation ou un contexte particulier, dans lesquels il est possible de contrôler les variables et de les hiérarchiser. Ainsi, pour tester la théorie financière et comptable il faut définir des notions complexes telles que l'information disponible sur le marché, les motivations des investisseurs à réaliser des échanges ou encore la valeur fondamentale des actifs financiers (Hamon 1997). L'expérimentation est la seule méthodologie permettant de comprendre le processus sous-jacent d'un résultat connu. En effet, la littérature des marchés permet d'étudier ou de déterminer si le marché réagit à une information comptable donnée, mais le processus sous-jacent cette décision reste une boîte noire pour les chercheurs (Pouget 2001). Cependant, comprendre le comportement des investisseurs est essentiel afin de comprendre le fonctionnement des marchés financiers (Ackert et al. 1997). Ainsi, cette technique permet de comprendre comment le

comportement des investisseurs change dans des situations spécifiques et de contrôler les motivations matérielles et non matérielles qui peuvent expliquer ces comportements à un moment donné (Pouget 2001).

C'est ainsi, que les expérimentations en laboratoire sont des méthodes pertinentes pour les chercheurs en finance et en sciences de gestion, ainsi que pour les normalisateurs comptables, lorsqu'ils veulent étudier les effets des différentes options comptables ou de « *reporting* » financier sur les jugements et décisions des investisseurs (Elliot et al. 2007).

Il existe selon Lesage (2000) trois techniques d'expérimentation que l'on retrouve dans la littérature :

- les techniques projectives (Usunier et al. 1993) : c'est une méthode qualitative très utilisée en Marketing, qui repose sur l'exposition du sujet à différents stimuli comme des histoires ou des images et à analyser sa réaction à partir des niveaux cachés de leur conscient.
- les vignettes (Usunier et al. 1993) : il s'agit d'une méthode quantitative à travers un scénario décrivant une décision à prendre nécessitant une explication du choix fait par les sujets.
- le jeu de rôle (Thiétart 2007) : c'est une méthode quantitative reposant sur des simulations de situation de gestion où les sujets doivent prendre des décisions et atteindre des objectifs en respectant un certain nombre de règles.

Après avoir défini cette méthodologie de recherche, nous allons à présent détailler son émergence en sciences comptables.

1.2.Des sciences sociales aux sciences comptables

L'expérimentation en laboratoire a d'abord été utilisée par la psychologie en sciences sociales. Thurstone (1931) a été le premier économiste à utiliser cette méthodologie, sous la proposition d'un ami psychologue, afin de construire des courbes d'indifférence (Lesage 2000). Par la suite, Chamberlin (1948) puis Smith (1962) ont introduit l'expérimentation de laboratoire en économie financière. Depuis ces dates clés, l'essor de cette méthodologie unique n'a cessé d'évoluer, jusqu'à ce qu'en 2002, Daniel Kahneman et Veron Smith, incarnant les deux courants, soient récompensés en 2002 du prix Nobel d'Economie.

Plusieurs questions en comptabilité, sont de par leur nature propice à l'expérimentation comme méthodologie de recherche (Herring et al. 1989). En effet, dès 1966, Jensen a étudié en

laboratoire les difficultés des décideurs à retraiter une information comptable produite avec des méthodes différentes (Mard et Marsat 2007). C'est ainsi que depuis cette date, plusieurs recherches utilisant cette technique ont vu le jour en comptabilité de gestion (Waller et al. 1999) et de l'audit (Trotman 1996, Spaarkman et Ibrahim 1998).

A travers une revue documentaire de 100 publications expérimentales dans les prestigieuses revues comptables (*Journal of Accounting Research*, *Accounting Review* et *Accounting Organization Society*) de 1970 à 1982, Swieringa et Weick (1982) soulignent trois typologies d'expérimentations utilisées en comptabilité :

- les simulations : des jeux d'entreprises où l'on demande aux sujets d'investir un certain montant d'argent dans des sociétés, en fonctions d'IFC fournies. Par exemple, l'étude de Pankoff et Virgil (1970) qui expliquent la demande d'information comptable des analystes financiers et l'effet de ces informations sur la révision de leurs recommandations.
- les tâches génériques : type d'études mettant en évidence des processus comportementaux sélectionnés sous certaines conditions.
- les tâches de jugements : type d'études se focalisant sur le comportement des sujets en réponse à des informations comptables ou à un certain format de présentation d'états financiers. Cette méthode est déployée avec des utilisateurs d'informations comptables pour leurs prises de décision d'investissement, qui sont appelés à émettre des jugements, sous des conditions créées dans le laboratoire, afin de se focaliser sur leur utilisation de l'information comptable (Campbell et Stanley 1963).

Cependant, les méthodes expérimentales en comptabilité sont moins populaires et très peu utilisées comparées aux autres disciplines de sciences de gestion (Brownell 1995) et ce, malgré leur adéquation aux questions de recherche. Nous pouvons noter, toutefois, que toutes les études en comptabilité ayant utilisées l'expérimentation comme méthodologie ont été publiées dans des revues reconnues académiquement (Vera-Munoz 1998). La méfiance de la communauté de recherche vis-à-vis de cette méthodologie s'appuie principalement sur de nombreux biais reprochés à l'expérimentation (Heraud et Michel 2007) que l'on développera un peu plus loin. Or, ces biais sont principalement des biais cognitifs qui portent sur l'expérimentateur plus que sur l'expérience en elle-même.

Le tableau suivant résume les principales études expérimentales menées sur les investisseurs.

Revue	Auteur	Problématique de Recherche	Participants	Type Exp	Incitation Fin
Research Reports	Jensen (1966)	Etudier le lien entre évaluation des actions, la sélection du portefeuille et les méthodes alternatives d'évaluation et les méthodes de dépréciations utilisés dans le reporting financier	16 analystes financiers	Laboratoire	Non
Accounting Review (AR)	Pankoff et Virgil 1970	Utilité informationnel pour les Analystes financiers	32 analystes financiers	Laboratoire	Non
Journal of the American Society for Information Science	Yovits et Foulk (1981)	Valider modèle de flux d'informations et déterminer sa relation avec les prises de décisions	60 étudiants	Laboratoire	Non
Accounting and Business Research	Duncan et Moores (1988)	Les informations données par la valorisation au coût du marché des actifs sont-elles utiles à la décision d'investissement des investisseurs?	90 étudiants en master 2 de comptabilité	Laboratoire	Non
JAR	Ackert et al 1997	Les biais de prévisions affectent-ils le comportement d'acquisition des informations prévisionnelles par les investisseurs individuels?	108 étudiant L3 M1 et M2	Laboratoire	Oui en fonction de la justesse de leur prédiction
AR	Vera-Munoz 1998	Examiner l'effet de la connaissance comptable sur les omissions d'informations	80 étudiants	Laboratoire	Oui Part fixe 10 \$ et variable selon la performance du sujet
Accounting and Finance	Schultz (1999)	Relation entre structure organisationnel, feedback et système de production de performance	30	Laboratoire	Non
CCA	Lesage (2000)	Performance d'une société utilisant un outil (modèle coût volume profit flou) meilleure que (modèle coût volume profit classique)	69	Laboratoire	Oui et incitation sociale
AR	McDaniel et Maines (2000)	Impact de la présentation du résultat (deux normes différentes) sur le jugement des investisseurs non professionnels	95 étudiants en MBA sans expérience d'investissement	Laboratoire (6 groupes)	10 dollars
AR	Hodge (2001)	Etude de l'effet de crédibilité des informations auditées et non auditées dotées d'un lien hypertexte	47 étudiants en MBA	Formulaire à remplir par internet	Non

Revue	Auteur	Problématique de Recherche	Participants	Type Exp	Incitation Fin
Journal of Economic Psychology	Brandouy (2001)	Déterminer l'impact des informations "critiques" sur les prévisions des sujets	24 étudiants de 3 universités ayant le même professeur en finance	Laboratoire - 2 groupes (un de contrôle et un autre de traitement)	% de la valeur finale du portefeuille
Congrès AFC	Mard et Marsat (2007)	Influence sociale sur l'interprétation de l'Info Comptable (AF) : Acheter ou vendre une action	88 étudiants en finance	Laboratoire	Non
Australian Journal of Management	Chang et al 2008	Est-ce que l'interprétation des investisseurs des informations/nouvelles publiés par le management et les analystes financiers sont impactés par leur perceptions des motivations sous-jacent cette publication?	67 étudiants	Laboratoire	Non
Business Strategy and Environement	Rikhardsson et Holm (2008)	Quel est l'utilisation de l'information environnementale lors de la prise de décision d'investissement?	88 M2 Finance	Laboratoire - 3 groupes avec deux décisions (LT et CT)	Non
Journal of Behavioural Finance	Shafran et al. (2009)	Déterminer le rôle de la performance passée d'un titre financier sur la décision de trader des sujets sous différentes conditions	50	Laboratoire - simulation	1,5% de la valeur final du portefeuille
JAR	Hales et al. (2010)	Examiner comment le discours des dirigeants peut impacter les investisseurs	72 étudiants en MBA	Laboratoire (4 groupes)	Oui (un fixe plus un variable en fonction de leur performanc e)
Journal of Business Ethics	Barreda-Tarrazona et al. (2011)	Déterminer les comportements des investisseurs envers des OPC	166 étudiants en bachelor en IAE	Laboratoire - 2 groupes	22 euros

Revue	Auteur	Problématique de Recherche	Participants	Type Exp	Incitation Fin
Journal of Finance and Accountacy	Li et McDowell (2011)	L'information sur le rapport de l'AF influence-t-elle la décision d'investissement de l'investisseur non pro et si oui comment?	76 diplômés d'université en comptabilité sans expérience sur les marchés	Laboratoire - 2 groupes différents ayant testé deux données différentes	Non
Die Betriebswirtschaft	Weber et Welfens 2011	Etude de deux comportements de rachat d'actions des investisseurs institutionnels: (1) Suivant une baisse de la valeur de l'action après leur premier achat (2) Suivant une vente de l'action (précédemment achetée) à un prix très élevé.	145 étudiants	Laboratoire - simulation	Non
AR	Davidson et Stevens (2013)	Etude des problèmes d'agence au sein de la relation investisseur/ manager, en insistant sur l'impact de la présence d'un code éthique au sein de l'entreprise sur la confiance de l'investisseur et sur le comportement du manager	124 étudiants	Laboratoire - simulation (3 groupes)	Oui

Tableau 17 : Récapitulatif des études expérimentales

2. La méthodologie d'une étude expérimentale

Avant de s'intéresser aux limites et avantages de cette méthodologie, nous allons tout d'abord décrire le déroulement général de l'expérimentation. Typiquement, une expérimentation de laboratoire suit le processus suivant : des faits, établis par l'observation, sont conceptualisés sous la forme d'un module, qui est, à son tour, testé expérimentalement en laboratoire afin d'obtenir une explication sur la réalité (Ryan et al. 1992). Nous allons nous intéresser successivement aux différentes méthodes d'administration des traitements (2.1.), au choix des sujets (2.2.), à la durée et aux incitations de l'étude expérimentale (2.3.) et enfin au questionnaire post-test (2.4.).

2.1.L'administration des traitements

L'administration des traitements est une opération importante dans l'expérimentation car elle renvoie le chercheur à des choix très importants qui vont conditionner la validité interne et externe de son étude mais également le pouvoir statistique de ces tests.

Il existe deux manières généralement utilisées pour administrer les traitements expérimentaux aux sujets :

- la méthode inter-sujet « *between-subject* » qui consiste en l'exposition de deux groupes de participants à deux traitements différents.
- la méthode intra-sujet « *within-subject* » où tous les sujets sont exposés à tous les traitements de l'expérimentation.

Donc la différence principale entre ces deux méthodes est que dans la première, les sujets ne répondent qu'à un seul traitement alors que dans la seconde méthode, ils répondent à plusieurs (Harsha et Knapp 1990). La recherche en comptabilité a longtemps fait état des avantages et limites de chaque méthode et a souligné que c'est le contexte particulier de l'étude qui détermine quel type d'expérimentation doit être déroulé (Greenwald 1976, Orne 1962). Cependant, plusieurs statisticiens ont alerté les chercheurs sur la difficulté à interpréter les résultats des traitements répétés aux mêmes sujets (Hays 1973). De même, les psychologues ont pointé du doigt les effets artificiels qui peuvent être introduits dans l'expérimentation par la méthode intra-sujet (Harsha et Knapp 1990). Enfin, selon Kahneman et Tversky (1996), le design inter-sujet donne lieu à un test fiable du raisonnement propre à chaque sujet, alors que le design intra-sujet donne plus d'intérêt à la variable indépendante étudiée et donne donc l'opportunité aux sujets de corriger les erreurs et les incohérences de leurs réponses. C'est ainsi que la méthode inter-sujet est la plus utilisée dans les recherches en comptabilité et en finance comme le montre le résumé de Swieringa et Weick (1982).

Avant d'administrer les traitements aux sujets, il faut d'abord procéder à leur répartition dans chacun des groupes pour manipuler les variables par la suite. Or, le contrôle ne peut être réussi que lorsqu'on est sûr qu'aucune variable externe ne peut être responsable des résultats de la manipulation de la variable indépendante (Kennedy et Bush 1985). Il existe plusieurs méthodologies permettant le contrôle des variables externes en procédant à la répartition (Street 1995):

- le contrôle physique basé sur la prémisse que toutes les variables externes sont gardées constantes durant l'expérimentation et que seules les variables d'intérêts font l'objet de variations. Ce contrôle peut être opéré en choisissant un groupe homogène quant à la variable qui doit être contrôlée. Cependant, en raison de la complexité croissante des comportements à étudier, cette méthode est devenue de moins en moins utilisée. De plus, la validité externe de cette méthode de contrôle est très faible.

- le contrôle sélectif représente l'effort déployé pour s'occuper de tous les niveaux de variables externes présents lors de l'expérimentation. Le but étant de répartir les sujets de telle sorte que la distribution uniforme des variables externes est assurée. Lorsque la distribution des variables externes est la même dans chaque groupe de sujets, alors ces effets sont annulés dans chaque groupe.
- la randomisation : il s'agit d'une procédure puissante pour s'assurer que les différences dans les réactions des sujets aux variables dépendantes surviennent après l'expérimentation et pas avant. Elle permet une validité interne puissante et une certaine validité externe.

Que ce soit pour les expérimentations en sciences sociales ou en sciences de gestion, il est admis qu'il faut obligatoirement procéder à une randomisation (Séville 2006, Street 1995, Davis et Holt 1993, Berg et al. 1990, Roth 1988). Il s'agit d'une méthode statistique où une répartition au hasard est déroulée afin de réduire l'interférence de variables externes (Street 1995).

Ainsi pour résumer, les traitements doivent être aléatoirement affectés aux différents groupes d'unités expérimentales. Ensuite, les effets des autres variables externes pouvant influencer le modèle doivent être neutralisés par la constitution aléatoire de blocs homogènes d'unités expérimentales, correspondant aux différentes modalités des variables externes contrôlées (Séville 2006).

2.2. Les sujets participants

Le choix des sujets est également important pour la validité de la méthodologie. En effet, le choix des étudiants comme substitut d'hommes d'affaires ou d'investisseurs, fréquent dans les études, a fait l'objet de réserves. L'étude d'Alpert (1967) démontrait que les étudiants et les professionnels ont des comportements différents dans certaines situations. Les principales différences entre ces deux acteurs sont certes les compétences et l'expérience mais également les traits de personnalités propres à chaque catégorie socio-professionnelle (Birnberg et Nath 1968). Il existe quatre critères importants à prendre en compte lors du choix du sujet expérimental (Birnberg et Nath 1968):

- les compétences requises pour la tâche expérimentale
- l'intérêt intrinsèque de la tâche
- la familiarité du sujet avec la tâche
- et le degré de difficulté de la tâche

Ainsi, d'après ces critères, il existe des études qui ne sont pas de par leur nature propice à l'utilisation des étudiants comme sujets expérimentaux, comme par exemple les études sur le comportement d'investissement des acteurs professionnels (Birnberg et Nath 1968). En effet, un étudiant même disposant de compétences comptables ne peut en aucun cas avoir toutes les compétences nécessaires afin d'avoir un comportement que pourrait avoir un investisseur expert. Gordon et al (1986) et Cook et Campbell (1976) poussent plus loin la critique en mettant en cause la validité externe d'une expérimentation avec des étudiants en raison du fait que ces derniers ne réagiront jamais similairement aux professionnels dans des situations d'investissement.

Cependant, certains auteurs (Pouget 2001, Birnberg et Nath 1968) soulignent au contraire que l'effet d'expérience des investisseurs professionnels peut être un élément négatif dans une expérimentation, car il entraînerait un comportement routinier qui pourrait biaiser les résultats. Schulz (1999) prétend même que la critique visant l'utilisation des étudiants dans les expérimentations n'est issue que d'une perception selon laquelle ils ne seraient pas aussi qualifiés que des professionnels. En effet, l'étude de Chan et al. (2011) qui a résumé les résultats de 13 études ayant comparées les résultats d'expérimentation avec des étudiants « qualifiés » (MBA) et avec des professionnels, ont confirmé qu'il n'y avait pas de divergences entre les deux. Ces derniers s'accordaient avec Remus (1996) en préconisant même l'utilisation des étudiants dans les expérimentations pour les futurs chercheurs pour des raisons de faisabilité. Locke (1986) et Gordon et al. (1986) préconisent cependant l'utilisation des étudiants « qualifiés » de type MBA au lieu d'étudiants de premier cycle, pour avoir une plus grande fiabilité dans les résultats obtenus.

Pour les études comptables, il est commun d'utiliser les étudiants comme sujets dans les expérimentations (Ashton et Kramer 1980). En effet, selon Swieringa et Weick (1982) dans la littérature comptable, seulement 12% des publications avaient comme sujets expérimentaux des professionnels (8% des analystes financiers et 4% d'autres professions telles que des auditeurs...). Plusieurs auteurs (Henderson et al. 1992) expliquent d'ailleurs l'utilisation massive des étudiants dans l'expérimentation par le fait que « *les professionnels ont une certaine réticence à participer aux recherches, ... la facilité est donc l'accès aux étudiants car les méthodes alternatives ont des coûts très élevés.* »

2.3. La durée et les incitations

Une fois le choix des sujets et des traitements établis, il sera nécessaire de fixer une durée à l'expérimentation. Ainsi, la conception du design expérimental doit nécessairement prendre en compte le temps que pourra accorder le sujet à la tâche (Schulz 1999). La littérature s'accorde à penser que l'expérimentation ne doit pas durer plus de trois heures car la fatigue et l'ennui peuvent biaiser les résultats obtenus ou décourager les participants et les inciter à abandonner (Berg et al. 1990). Il est également important de limiter la période d'étude afin de limiter l'effet d'histoire provoqué par des événements extérieurs à l'action des variables expliquées et qui peut biaiser la validité interne de la méthodologie déployée (Séville 2006).

Un autre élément à ne pas négliger lors de l'établissement du protocole expérimental est la motivation des sujets. En effet, il est nécessaire de motiver les participants afin qu'ils soient impliqués dans la tâche qui leur est confiée et afin d'avoir une certaine similarité avec le monde réel (Birnberg et Nath 1968). Plusieurs méthodes d'incitations sont répertoriées dans la littérature, cependant, la plus utilisée reste l'incitation explicite dite monétaire. En effet, le monde économique réel offre des stimuli permettant à l'agent de tirer profit de la qualité de ses décisions (incitations financières) et aussi de progresser s'il commet des erreurs (opportunités d'apprentissage). L'expérimentation en laboratoire doit donc offrir de tels stimuli (Binmore 1999). S'agissant de l'opportunité d'apprentissage, il est admis que le choix de sujets expérimentés permet son introduction dans l'expérimentation (Etchart-Vincent 2007). Pour l'homo oeconomicus, l'effort est une source de désutilité, ainsi il est nécessaire de mettre en place une rémunération contingente à la performance. La logique du marché est la même puisque ce dernier offre des incitations et des sanctions significatives dont la perspective conduit l'agent économique à fournir plus d'effort lui permettant de prendre la meilleure décision possible (Etchart-Vincent 2007). La théorie de la valeur induite (Smith 1976) suppose qu'un agent, placé dans un environnement simulé, devrait adopter le même comportement qu'un agent dans le monde réel, sous réserve de mettre en place une incitation pour sa participation à l'expérimentation.

Cependant, le débat dans la communauté de recherche reste ouvert sur la nécessité de faire appel à des rétributions financières avec des professionnels comme sujets expérimentaux. En effet, s'agissant des étudiants, il a été établi par Wilson et al (1981) que l'introduction d'une telle incitation réduirait l'intérêt pour la tâche. Pour le reste, aucune recherche empirique n'a démontré que la rémunération modifie le comportement des sujets (Hertwig et Ortmann 2001,

Camerer et Hogarth 1999). Etchart-Vincent (2007) ajoute : « *Il n'est en l'occurrence pas du tout évident que les incitations monétaires soient nécessaires, ni même efficaces, pour promouvoir l'effort des sujets, d'autant que le lien entre effort et performance est lui-même parfois distendu* ». De plus, de nombreuses revues qui se sont intéressées à la pertinence de l'utilisation de l'incitation monétaire, stipulent qu'elle diffère selon le type de tâche demandée (Hertwig et Ortmann, 2001, Bonner et al. 2000, Prendergast 1999, Camerer et Hogarth 1999, Jenkins et al. 1998, Pelham et Neter 1995, Smith et Walker 1993).

Plusieurs auteurs ont même démontré que les incitations monétaires étaient totalement inutiles (Hilton 2001, Rubinstein 2001, Di Mauro et Maffioletti 2000, Bonner et al. 1996, Grether et Plott 1979). Les études rapportées par Smith et Walker (1993) suggèrent également que les incitations ne font pas varier de manière significative les résultats, mais que les rémunérations importantes peuvent réduire, sans les éliminer, les déviations par rapport aux prédictions théoriques conventionnelles. D'autres études démontrent même que les incitations financières peuvent avoir un impact négatif sur l'implication des sujets (Gneezy et Rustichini 2000, Wilson et al. 1981).

Ainsi, plusieurs auteurs ont pris le parti de ne pas rétribuer financièrement les participants mais plutôt de faire des entraînements si nécessaire pour désinhiber les sujets et créer un ancrage (Etchart-Vincent 2007, Schulz 1999). La mise en place d'une procédure d'incitation financière suppose l'existence d'une relation positive étroite entre incitation et effort d'une part et effort et performance d'autre part (Etchart-Vincent 2007). James (2005) va plus loin dans la critique de cette incitation financière, car il propose un modèle principal-agent qui démontre que la motivation intrinsèque est évincée par la rémunération lorsqu'elle est perçue par l'agent comme un moyen de contrôle. Benabou et Tirole (2003) avancent cependant qu'il existe une frontière très fine entre l'incitation contre-productive perçue comme un contrôle, et l'incitation perçue comme une reconnaissance d'une compétence et qui accroît la motivation intrinsèque et l'effort fourni.

Camerer et Hogarth (1999) ont comparé 74 études où la rétribution des sujets variait de 0 à quelques centaines d'euros selon leur performance et ont essayé de déterminer les tâches qui répondaient le mieux à cette incitation. Ils ont démontré que la présence d'incitations financières paraît avoir un impact sur la performance des tâches de jugements, où les efforts répondent à l'incitation mise en place et où l'effort fourni est proportionnel au paiement reçu. Dans de nombreuses autres tâches, les incitations financières ne semblent pas avoir d'impact en raison de la présence de motivations intrinsèques puissantes poussant à performer. En effet,

les sujets participent à l'expérimentation, car leurs objectifs ne se limitent pas à celui de gagner de l'argent. Ainsi, ils peuvent être intrinsèquement motivés pour réaliser la meilleure performance, car ils veulent paraître réactif « *smart* » en prenant des décisions rapides, essayent de défier les autres sujets ou encore veulent montrer des comportements socialement désirables comme la prise de risque.

Comme le débat sur cette typologie d'incitation n'est pas tranché, d'autres auteurs (Henrich 2001, Loewenstein 1999) ont préféré utiliser d'autres incitations non-monétaires sociales (tel que le statut) ou affectives (telles que les émotions) qui peuvent l'emporter sur les incitations financières (Etchart-Vincent 2007). En effet, la rémunération n'est pas la seule composante de la fonction d'utilité des sujets (Berg et al. 1990).

2.4.Le questionnaire post-test

Une autre étape essentielle lors d'une expérimentation est le questionnaire post-test à administrer aux sujets (Schulz 1999). Selon lui, ce questionnaire a deux objectifs importants :

- s'assurer de la non manipulation des tâches réalisées par les sujets, en utilisant des mesures de cohérence (Etchart-Vincent 2007). Il s'agit par exemple de poser la même question sous deux formes différentes pour mesurer la cohérence et la fiabilité des réponses.
- mesurer les « variables médianes d'intérêt » qui sont définies comme celles représentant les raisons théoriques sous-jacentes concernant l'effet anticipé des variables du traitement sur la variable dépendante.

C'est ainsi, que pour avoir un design expérimental ayant une forte validité interne, il est recommandé d'administrer un questionnaire post-test aux participants.

Pour finir cette partie sur le déroulement d'une étude expérimentale, nous listons les différents types de design ou protocoles expérimentaux que Malhotra et al. (2011) ont répertorié ainsi :

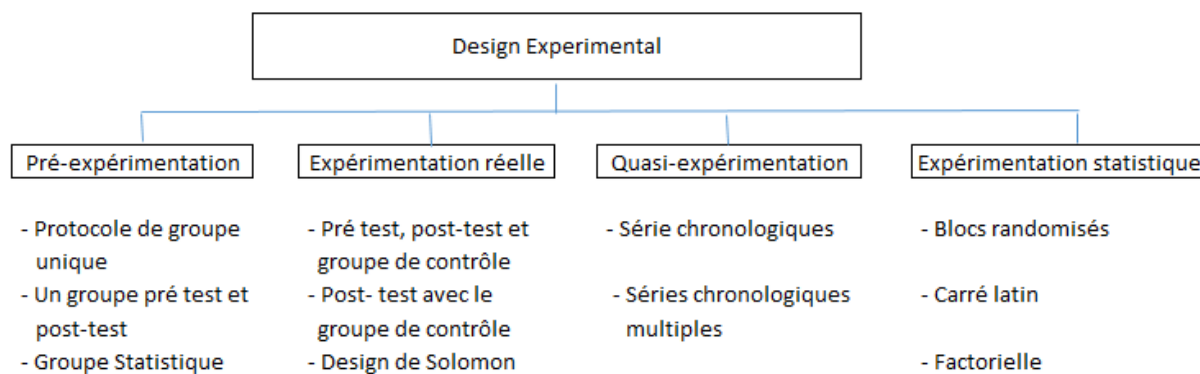


Figure 40 : Types de design expérimental

Source : Malhotra et al. (2011)

Selon Gavard-Perret et al. (2012) : un « *plan expérimental définit les modalités de l'expérimentation à savoir les facteurs et leurs modalités, les variables externes à contrôler ainsi que les unités testées.* »

Les plans d'expériences peuvent être classés en deux groupes (Gavard-Perret et al. 2012): les plans d'expériences classiques ou simples (on s'intéresse qu'à un seul facteur donc une seule variable explicative), ou ceux complexes et statistiques.

Il faut noter qu'en plus de ces protocoles expérimentaux, il existe des recherches en comptabilité utilisant des expérimentations par le biais d'internet. Il s'agit d'expérimentations utilisant internet pour administrer des stimuli, pour contrôler les données et pour recruter les participants (Bryant et al. 2004). Cette technique de récolte des données commence à être utilisée de plus en plus par les chercheurs ayant des compétences techniques informatiques élaborées, car elle offre l'avantage d'accéder à l'expérimentation à faible coûts mais avec un risque de validité interne très faible (Reips 2000).

Enfin, nous reprenons les travaux de Campbell et Stanley (1963) qui ont listé les types de design expérimental existant et ont souligné leurs sources d'invalidité externe ou interne :

Type	Pré-test	Traitement	Post-test
Protocole de groupe unique "one-shot case study"		X	O
Deux groupes, comparaison post-test			
Groupe 1		X	O
Groupe 2			O
Un groupe avec pré-test et post-test	O	X	O
Deux groupes, sélection non aléatoire, pré-test et post-test			
Groupe Expérimental	O	X	O
Groupe de Contrôle	O		O
Deux groupes, sélection aléatoire avec pré-test et post-test			
Groupe Expérimental	O	X	O
Groupe de Contrôle	O		O
Design de quatre groupes de Solomon			
Groupe Expérimental pré-testé	O	X	O
Groupe de Contrôle pré-testé	O		O
Groupe Expérimental non pré-testé		X	O
Groupe de contrôle non pré-testé			O

Avec X : Traitement et O : Observation

Tableau 18 : Différents « design expérimentaux »

Source : Adapté de Campbell et Stanley (1963)

- Le protocole du groupe unique ne dispose d'aucun groupe de contrôle, ainsi selon les auteurs et Street (1995) il n'a aucune validité interne ni externe.
- Le protocole proposant deux groupes avec une comparaison post-test : le principal avantage de ce protocole est qu'il est réalisé grâce à une randomisation des sujets. La comparaison post-test avec des sujets répartis aléatoirement permet quant à elle, de contrôler l'effet d'histoire ou d'apprentissage que pourrait induire le pré-test.
- Le protocole avec un seul groupe subissant un pré-test et post-test permet un contrôle minimal ou inexistant. Ce protocole ne permet aucune validité interne ni externe.
- Un protocole avec deux groupes répartis de manière non aléatoire avec pré-test et post-test remet fortement en cause la validité interne de l'expérimentation, notamment en raison de la non utilisation de la randomisation comme méthode de répartition des sujets expérimentaux.

- Le protocole avec deux groupes répartis de manière aléatoire avec pré-test et post-test est le plus utilisé dans la littérature et permet une validité interne très forte. Cependant, la validité externe de ce type de protocole n'est pas très élevée, en raison de l'effet du pré-test sur les sujets, qui peuvent développer un effet de maturation nuisible à la fiabilité des résultats.
- Enfin, le design de Solomon prend en compte la faiblesse du précédent protocole et permet d'avoir une validité interne et externe extrêmement élevées. En effet, il permet de neutraliser l'effet de maturation que pourrait générer les pré-tests.

3. Les caractéristiques de la méthodologie expérimentale

Après avoir relaté les principales notions nécessaires à la compréhension de la méthodologie expérimentale, nous allons dès à présent exposer les avantages et limites de cette méthodologie (3.1.) et détailler la validité interne et externe qu'elle peut offrir (3.2.).

3.1. Les avantages et les limites

Le principal avantage de cette méthodologie réside tout d'abord dans la possibilité qu'elle offre d'observer des processus décisionnels largement absents de la littérature. Le second avantage indéniable est la validité interne très élevée qu'elle peut offrir si l'expérimentation est bien déroulée (Schulz 1999). Cependant, les chercheurs adoptant cette méthodologie, savent qu'ils troquent la validité interne avec la validité externe de leur étude (Schulz 1999). La validité interne peut être définie comme la mesure dans laquelle une modification d'un résultat ne peut être imputable qu'au traitement préalable (Shadish et al. 2011).

Selon McDaniel et Hand (1996), il existe trois principaux avantages de la méthodologie expérimentale par rapport aux autres méthodologies de recherche :

- *la causalité* qu'elle offre, qui est la capacité d'une recherche d'isoler et d'évaluer les relations de causes à effets. Selon Cook et Campbell (1976), la causalité reflète la force de la validité interne d'un modèle de recherche. Ainsi, sachant qu'une forte validité interne est justement un des avantages de l'expérimentation, il y a un véritable contrôle des données qui sont hypothétiquement la cause de l'effet observé (Kerlinger 2000).
- *la rapidité* qui est la mesure dans laquelle la recherche peut directement répondre à un problème donné en comptabilité avant ou pendant que les normalisateurs y réfléchissent. Les normalisateurs ont fait part de leur souhait d'avoir des ex ante recherche pour prendre leurs décisions (Schipper 1994).

- *l'intégralité*, c'est-à-dire la possibilité d'étudier l'intégralité d'un phénomène non encore élucidée. En effet, l'expérimentation est la méthode la plus pertinente à entreprendre lorsqu'on a peu de recul sur l'objet de recherche.

Pour Maines et al. (2006), il existe plusieurs autres avantages à utiliser l'expérimentation :

- elle permet de se préoccuper de phénomènes existants mais dont les données sont manquantes ou insuffisantes car non encore observés. Ceci permet, selon McDaniel et Hand (1996), d'être le premier à travailler sur un sujet donné, comme par exemple lorsque les chercheurs travaillent à l'élaboration d'une norme. Mais cela permet également « une inclusion », c'est-à-dire, pouvoir étudier plusieurs alternatives à la fois.
- C'est une méthode pertinente pour avoir des informations sur les comportements des individus à plusieurs niveaux.
- Elle permet de mettre la lumière sur les processus décisionnels en étudiant le processus d'étude de l'information associé aux jugements. D'ailleurs, une recherche n'est intéressante que si elle peut influencer l'avis d'un preneur de décision. Le chercheur doit penser à identifier les jugements affectés par les variables contrôlées et l'impact de ces jugements sur les décisions des individus.

De plus les expérimentations apportent un complément idéal aux études empiriques car elles réunissent deux avantages fondamentaux : l'observabilité et le contrôle (Pouget 2001).

Lesage (2000) résume la principale critique adressée à l'expérimentation qui est la nature artificielle des choix hypothétiques des sujets. En effet, la prise de décision dans un univers économique se différencie de l'approche psychologique par le bénéfice immédiat et concret que retire l'individu de son choix. Ainsi, pour pallier cette critique depuis 1940, les rétributions ou les incitations monétaires et non monétaires ont vu le jour.

A cette première critique adressée à la méthodologie expérimentale s'ajoute le fait que cette dernière doit être suffisamment expliquée pour pouvoir être répliquée afin d'avoir une bonne validité externe. Ce qui n'est pas nécessaire dans le reste des méthodologies de recherches. En effet, « *dans un paradigme poppérien de réfutabilité, où aucune théorie n'est jamais définitivement validée mais où une seule réfutation suffit à la rejeter, le principe de réplication sert l'avancée de la science et l'avancement de connaissances sur un concept précis* » (Schneider 2000).

D'autres critiques se sont élevées contre l'expérimentation en raison de la couverture statistique réduite qu'elle peut offrir (Birnberg et Nath 1968). Pour les chercheurs utilisant les méthodes

empiriques, l'importance et la pertinence des résultats est mesurées par la signification statistique « p » (Harsha et Knapp 1990). Cependant, Vaughan et Corballis (1969) et Hays (1973) ont critiqué cette signification statistique (usuellement notée « p ») des résultats dans le cas de l'expérimentation car elle est largement dépendante de la taille de l'échantillon et donc ne reflète pas l'importance du traitement dans les expérimentations (Halderson et Glasnapp 1972). Ainsi, plusieurs études ont démontré que la signification statistique « p » n'est pas suffisante pour trancher sur la pertinence ou non des études (Keppel 1982, Dwyer 1974, Fleiss 1969).

3.2.La validité expérimentale

Comme dans toute méthodologie, le chercheur se doit de vérifier que son design expérimental respecte la validité interne et externe.

Selon Gavard-Perret et al. (2012), la validité interne a pour principale but, de vérifier si les résultats obtenus ne sont dus que de la relation causale entre la variable à expliquer et les variables explicatives. La validité externe renvoie quant à elle, à la capacité des résultats à être généralisés. En d'autres termes, « *dans quelles mesures la relation causale est indépendante des variables contextuelles* » (Gavard-Perret et al. 2012).

Ainsi, Schulz (1999) souligne que la validité externe ne pourra être acquise que si le protocole expérimental est assez bien expliqué pour qu'il puisse être répliqué. Pour Calder et al. (1981), la validité externe ne peut être atteinte que par la réplification exacte des conditions réelles de la situation expérimentée, mais aussi en développant un design expérimental concis et basé sur un cadre théorique précis.

La validité interne de l'expérimentation repose en grande partie sur le protocole expérimental. Il est primordial donc d'être grandement prudent sur les différents choix qui s'offrent au chercheur notamment en ce qui concerne les choix des variables et leurs contrôles (3.2.1.) et d'avoir connaissance des biais guettant notre protocole expérimental afin d'essayer de les éviter (3.2.2.).

3.2.1. Le choix et le contrôle des variables

Le choix des variables explicatives doit être justifié par un cadre théorique précis (Gavard-Perret et al. 2012). La manipulation des variables doit être objective ou subjective mais elle doit

absolument faire l'objet de pré-test, afin de s'assurer que le protocole expérimental capture bien les relations causales que l'on cherche à expliquer (Street 1995, Campbell et Stanley 1963).

Il est également très important de procéder au contrôle des variables externes, qui peuvent engendrer des variations de la variable à expliquer, non liées aux variables explicatives choisies par le chercheur. Le contrôle de ces variables externes a déjà été évoqué précédemment dans cette section, mais il est important de rappeler que la randomisation est primordiale pour la validité interne de toute expérimentation.

3.2.2. Les biais expérimentaux à éviter

De nombreux biais peuvent affecter la validité interne d'une expérimentation. Ces biais empêchent l'identification des causes de variations de la variable dépendante (Gavard-Perret et al. 2012). Selon ces auteurs, il est important d'avoir connaissance de ces biais afin de produire un design expérimental qui permet de les éviter ou encore de pouvoir interpréter les résultats obtenus en leur présence.

Il s'agit principalement de l'effet de test, de l'effet d'instrument, le biais de sélection et l'effet d'histoire.

L'effet de test peut être engendré suite à l'utilisation des mêmes sujets pour l'expérimentation et pour les pré-tests. En effet, selon plusieurs auteurs (Gavard-Perret et al. 2012, Schulz 1999) la familiarité et l'apprentissage, qu'auront acquis les sujets grâce au pré-test, biaisent les variations de la variable dépendante et donc les résultats de l'expérimentation. La discussion des sujets entre eux lors de l'expérimentation représente le biais de contamination, qui pourrait donner lieu à ce que les sujets répondent tous de la même manière par mimétisme et non sous l'effet des variations des variables explicatives.

L'effet d'instrument est celui qui peut survenir s'il existe des déficiences dans le matériel utilisé pour collecter les réponses des sujets expérimentaux, comme par exemple une mauvaise formulation des questions qui donnent lieu à des réponses non exploitables... (Gavard-Perret et al. 2012).

Les caractéristiques des sujets participants peuvent générer un biais de sélection, lorsqu'elles sont responsables de différence de résultats. De plus, si les différences entre les différents groupes de traitement et de contrôle sont trop importantes, cela peut donner lieu à un effet de régression statistique.

Si la manipulation des données et la mesure de la variable à expliquer sont effectuées en deux temps, plusieurs événements peuvent survenir durant ce laps de temps ce qui engendrera un effet d'histoire. L'effet de mortalité expérimentale et l'effet de maturation sont particulièrement présents dans le cas des expérimentations étalées dans le temps et à mesures répétées.

Ainsi, afin d'avoir une validité interne très forte, il est recommandé d'effectuer :

- des pré-tests avec des sujets différents de ceux utilisés pour l'expérimentation,
- une seule séance d'expérimentation,
- des tests du matériel afin de vérifier la bonne compréhension du protocole et de mesurer le temps d'administration nécessaire,
- l'expérimentation et la mesure des variables en même temps,
- une sélection des sujets en accord avec la problématique de recherche.

Street (1995) et Campbell et Stanley (1963) listent les facteurs clés pour contrôler au mieux la validité interne d'une expérimentation comme suit : la randomisation des sujets, le pré-test de l'expérimentation et le questionnaire post-test.

Enfin, Gavard-Perret et al. (2012) proposent, pour réduire au maximum les biais, que « *le chercheur crée une procédure standard et la suive sans variation tout au long de l'expérimentation. Ses interactions avec les participants doivent être réduites et identiques (même informations, même attitude, même ton de voix)* ». De plus, il est recommandé de ne pas informer les participants de l'objectif précis de l'étude afin de ne pas influencer leurs comportements (expérimentation à l'aveugle).

SECTION 2 – LE PROTOCOLE EXPERIMENTAL

Comme énoncé plus haut, il existe plusieurs typologies de plans expérimentaux.

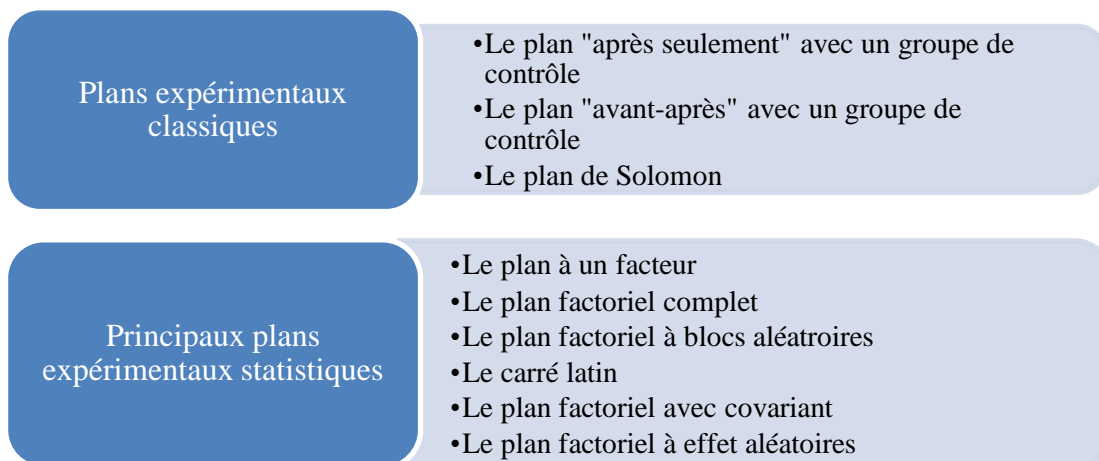


Figure 41 : Classification des plans expérimentaux

Source : Adapté de Gavard-Perret et al. 2012, p 225).

Nous avons retenu un plan expérimental complexe ou statistique pour notre protocole expérimental car il permet de s'intéresser à l'effet de plusieurs facteurs et même leurs interactions sur la variable dépendante.

Nous exposons dans ce qui suit notre protocole expérimental, un plan factoriel complet de type 2x2, puis les hypothèses complémentaires qui ont émergé à la suite de l'élaboration de ce design (1). Ensuite, nous présentons les différents pré-tests qui ont été réalisés et les ajustements qui en ont découlés (2). Enfin, nous évoquons les méthodes d'administrations des traitements que nous avons décidé d'utiliser (3).

1. Le plan factoriel complet et les hypothèses supplémentaires

Un plan d'expérience doit absolument réunir trois conditions : la distribution aléatoire des unités testées aux différents groupes expérimentaux, le contrôle des variables externes et la possibilité de mesurer l'effet principal des différentes variables explicatives ainsi que leurs interactions (Gavard-Perret et al. 2012).

Nous présentons dans ce qui suit les différents plans d'expérience découlant de notre plan factoriel (1.1.) puis nous nous attardons sur notre matériel expérimental (1.2.).

1.1. Les plans d'expériences

En développant le design expérimental, il faut déterminer comment rendre opérationnel chaque traitement et comment l'administrer aux sujets. Ici, le terme « traitement » désigne les différents niveaux de variable indépendante manipulée (Séville 2006). Ainsi, selon Schulz (1999) il est essentiel que la variable indépendante soit capturée par :

- la différence dans un traitement donné à deux groupes de sujets
- ou par deux traitements suivis donnés à un même groupe de sujets.

Pour Ryan et al. (1992) et Davis et Holt (1993), il est crucial de privilégier les protocoles permettant une comparaison intra-expérimentale des résultats. En effet, il est recommandé d'utiliser des échantillons témoins ou de contrôles qui ne subiront pas de traitement ou de manipulation de variables (Séville 2006, Ryan et al. 1992) afin d'éviter l'effet de maturation entre le pré-test et le post-test (Street 1995).

Ainsi, notre plan est dit factoriel complet car il permet de contrôler et/ou manipuler plusieurs facteurs indépendants. Il est dit de type 2x2, car il intègre deux variables indépendantes ayant chacune deux modalités :

- le type d'investisseur : individuel ou institutionnel
- le type de relation d'agence : simple ou double

En effet, l'investisseur institutionnel est normalement dans une situation d'agence double dans laquelle il doit rendre de ces décisions de placement à son client (bénéficiaire initial), alors que l'investisseur individuel se trouve dans une relation d'agence simple où il investit pour son compte propre.

Ainsi, pour étudier les besoins en IFC, quatre plans d'expériences ont été établis afin de refléter la manipulation des deux variables explicatives (relation d'agence et type d'investisseur). Nous cherchons à déterminer les besoins en informations financières et comptables des investisseurs (institutionnels et individuels) et vérifier si le type de relation d'agence existant influence cette relation.

Ainsi notre plan d'expérience peut se schématiser comme suit :

		Type d'investisseurs	
		Individuels	Institutionnels
Relation d'Agence	Simple	Groupe 1	Groupe 3
	Double	Groupe 2	Groupe 4

Tableau 19 : Plan factoriel complet 2*2

Les groupes 1 et 4 seront nos groupes de contrôle, car ils reflètent la situation normale d'un investisseur individuel et institutionnel face à leurs besoins en IFC. En effet, le groupe 1 représente un investisseur individuel n'ayant pas de compte à rendre lors de son processus d'investissement, alors que dans le groupe 4, l'investisseur institutionnel devra rendre compte à son client comme le fait généralement un gérant de fonds.

Ainsi nous avons mis en place les plans d'expériences suivants :

Type d'investisseur	Relation d'agence	Groupes expérimentaux	Répartition aléatoire	Traitement expérimental	Observation de la variable à expliquer
Investisseur individuel	Simple	Groupe 1 (Contrôle)	Oui		O1
	Double	Groupe 2 (Traitement)	Oui	Oui	O2
Investisseur institutionnel	Double	Groupe 3 (Contrôle)	Oui		O3
	Simple	Groupe 4 (Traitement)	Oui	Oui	O4

Tableau 20 : Détails des quatre plans d'expérience

Ainsi, pour évaluer et examiner l'impact de la double relation d'agence sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels, nous aurons un premier protocole expérimental avec deux groupes. Le premier, celui de contrôle, ne subira pas de traitement expérimental, il aura donc à rendre compte à son client comme le fait généralement l'investisseur institutionnel. Le second groupe celui de traitement, sera mis dans une situation où il ne devra pas rendre compte à son client. En effet, il s'agit ici de supprimer la double relation d'agence afin d'apprécier l'impact de cette dernière sur les besoins informationnels des investisseurs institutionnels (mesuré par l'écart entre l'observation O1 et O2).

L'objectif des deux derniers plans est de déterminer les besoins en IFC des investisseurs individuels. Les investisseurs individuels peuvent investir seuls ou dans le cadre d'un club d'investissement. Nous illustrons ces possibilités dans notre protocole comme suit : Le groupe 3 investira seul et le groupe 4 investira dans le cadre d'un club d'investissement, dans lequel il devra rendre compte à ses membres. L'écart constaté entre les observations 3 et 4 permettra donc de répondre à cet objectif de recherche.

Nous pourrions également apprécier les différences en termes de besoins informationnels entre les investisseurs institutionnels et individuels en mesurant l'écart O1-O3.

1.2. Enrichissement supplémentaire des hypothèses initiales

Notre protocole expérimental va donc nous permettre de compléter notre hypothèse initial H4 qui postulait que le type de relation d'agence influence les besoins en IFC des investisseurs. C'est ainsi que cette hypothèse initiale émergeant du cadre théorique et renforcée par les résultats de notre étude qualitative va être déclinée en 7 sous-hypothèses. Ils permettront de vérifier si la situation de reddition de compte dans laquelle se trouve l'investisseur institutionnel est celle qui explique les divergences de ses besoins en IFC par rapport à l'investisseur individuel.

Ainsi, en mettant l'investisseur individuel et l'investisseur institutionnel dans les deux types de relations d'agence : simple et double, nous pourrions connaître l'impact de cette variable sur les besoins en IFC de ces acteurs.

Notre protocole expérimental nous a donc permis de compléter nos précédentes hypothèses issues du cadre théorique et de notre étude qualitative exploratoire.

Dans un premier temps, nous supposons que l'investisseur individuel mis dans une relation d'agence double achètera tout de même moins d'IFC que l'investisseur institutionnel. En effet, la relation d'agence double dans laquelle est artificiellement mis l'investisseur individuel ne le poussera pas à acheter plus d'IFC car il rend compte de façon informative aux membres de son club d'investissement. Alors que l'investisseur institutionnel doit rendre compte, en situation d'agence double professionnelle, à son client (donc une situation de reddition « formelle »).

H 4.1 : En relation d'agence double, l'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel avant de prendre sa décision d'investissement.

Comme évoqué plus haut, la théorie d'agence professionnelle de Sharma (1997) suppose qu'il existe une asymétrie d'information beaucoup plus grande dans un contrat d'agence

professionnel que dans un simple contrat d'agence impliquant les investisseurs individuels. Ainsi, nous pourrions supposer que l'investisseur institutionnel rapportera moins d'IFC que l'investisseur individuel mis dans une situation d'agence double.

H 4.2 : En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel rapporte moins d'IFC à son client que l'investisseur individuel.

H 4.3. : Quel que soit le type d'investisseur, le nombre d'IFC achetées est plus important que celui rapportées au client.

De plus Bellando (2008) a démontré que l'investisseur institutionnel peut être tenté de ne pas rapporter à son client toutes les informations auxquelles il a eu accès pour faire son choix de placement. Ceci nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H 4.4. : Lorsque l'investisseur institutionnel achète une information ne confortant pas sa décision d'achat du titre financier, il ne la divulguera pas à son client.

Si l'on rajoute la relation d'agence double à cette sophistication des investisseurs institutionnels, on pourrait s'attendre à ce que cette tendance persiste en raison de la justification des choix de placement de cet investisseur à son client. Ainsi, il aura tendance à plus traiter d'IFC dans une relation d'agence double que dans une relation d'agence simple. L'investisseur individuel traitera moins d'IFC peu importe la relation d'agence dans laquelle il pourrait se trouver en raison de son manque de compétence.

H 4.5 : Le type de relation d'agence médiatise la relation entre le type d'investisseur et le traitement des IFC.

H 4.6 : En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables.

H 4.7 : L'investisseur individuel traite de la même manière les IFC quelle que soit la relation d'agence dans laquelle il se trouve pour prendre sa décision d'investissement.

Le schéma suivant récapitule l'ensemble des 18 hypothèses que l'on testera via notre cas expérimental :

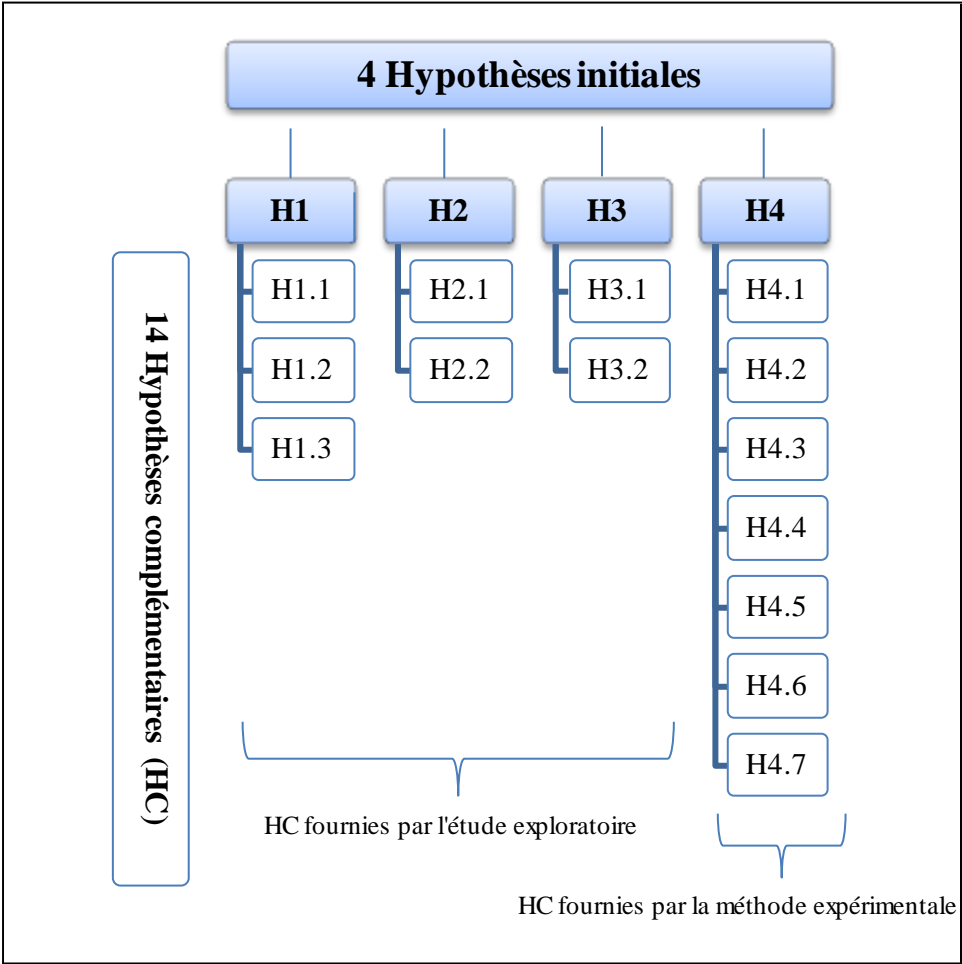


Figure 42 : Liste des hypothèses de recherche

Avec :

H1 - L'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel avant de prendre une décision d'investissement	
H 1.1	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations primaires publiées par l'entreprise que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
H 1.2	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations comptables que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
H 1.3	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.
H2 - L'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.	
H 2.1	L'investisseur institutionnel utilise plus les ratios financiers que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
H 2.2	L'investisseur institutionnel utilise moins d'informations secondaires que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.
H3 - L'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision par l'investisseur institutionnel est plus élevée que celle de l'individuel.	
H 3.1	L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information comptable que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
H 3.2	L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information boursière que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
H4 - Le type de relation d'agence dans laquelle se trouve l'investisseur influence ses besoins en IFC.	
H 4.1	En relation d'agence double, l'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel avant de prendre sa décision d'investissement.
H 4.2	En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel rapporte moins d'IFC à son client que l'investisseur individuel.
H 4.3	Quel que soit le type d'investisseur, le nombre d'IFC achetées est plus important que celui rapportés au client.
H 4.4	Lorsque l'investisseur institutionnel achète une information ne confortant pas sa décision d'achat du titre financier, il ne la divulguera pas à son client.
H 4.5	Le type de relation d'agence médiatise la relation entre le type d'investisseur et le traitement de l'IFC.
H 4.6	En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables.
H 4.7	L'investisseur individuel traite de la même manière les IFC quelle que soit la relation d'agence dans laquelle il se trouve pour prendre sa décision d'investissement.

Tableau 21 : Récapitulatif des hypothèses de recherche

1.3. Le cas expérimental

Notre matériel expérimental est composé d'un protocole permettant la mise en situation des participants et comportant les questions auxquelles ils devront répondre, ainsi qu'une liste d'informations disponibles à l'achat.

En effet, afin d'étudier les besoins en informations financières et comptables des investisseurs, il a été nécessaire de mettre les participants de notre étude expérimentale en situation d'utilisation de ces IFC. Ainsi, nous avons décidé que notre expérimentation prenne la forme d'une prise de décision d'investissement dans un titre financier proposé selon les seules informations auxquelles les participants auront accès. Notre variable à expliquer est les besoins en informations financières et comptables des investisseurs et nos variables explicatives sont le type d'investisseur ainsi que celui de la relation d'agence. Selon Jolibert et Jourdan (2006), les variables explicatives doivent à tout prix précéder chronologiquement la variable à expliquer. Ceci est parfaitement respecté dans notre modèle, car, avant d'avoir des besoins en IFC, un investisseur est défini par son type (individuel ou institutionnel) et par la nature de la relation d'agence dans laquelle il se place (simple ou double). Nous avons introduit dans notre modèle de recherche une variable mesurée qui est la catégorie d'IFC et qui prend les modalités fixées dans notre étude exploratoire (primaires ou secondaires).

Notre cas expérimental conçu à cette fin est celui d'une prise de décision d'investissement dans la société ROSE.

Avant de débiter l'expérimentation, nous avons pris le soin de ne pas divulguer aux participants la problématique de recherche comme préconisé par de nombreux auteurs (Gavard-Perret et al. 2012) afin de ne pas biaiser leur comportement durant l'expérience. Ainsi, cette étude a été présentée comme étant destinée à étudier les décisions d'investissement. Nous avons également pris le soin de nous assurer de leur consentement quant à l'exploitation des résultats dans le cadre de notre thèse conformément au code Caverni (1998) relatif à l'étude de comportement (Py 2008). Selon Gavard-Perret et al. (2012) : « *Cette charte se fonde sur le « consentement éclairé », ce qui signifie qu'avant de participer à une recherche, les participants doivent exprimer leur consentement, après avoir été informés de façon claire de tous les aspects susceptibles d'influencer leur comportement* ».

Avant de présenter aux participants le cas expérimental, nous avons également évalué leurs connaissances techniques et comptables pour s'assurer des réponses fournies. Il s'agit d'un test de cohérence ou de vérifications de manipulations (Gavard-Perret et al. 2012, Etchart-Vincent 2007, Schulz 1999) garantissant une meilleure robustesse des résultats obtenus via notre design expérimental.

Les données présentées de la société ROSE ont été inspirées des comptes sociaux d'un grand groupe industriel français. Ainsi, nous étudions ici l'utilisation des informations financières et

comptables propres aux comptes sociaux et nous ne pouvons donc pas analyser certaines spécificités propres aux comptes consolidés. En effet, comme Pourtier (2010) le souligne, l'analyse des comptes consolidés peut fournir des « effets pervers de changements de périmètre » qui peuvent être oubliés lors de l'analyse et donc biaiser les résultats.

Nous avons également fait le choix de retenir le secteur industriel car il s'agit d'un secteur plutôt familier et ayant moins de spécificités que les secteurs agro-alimentaires ou encore ceux de services (avec des BFR inversés). Nous avons également opté pour une société cotée sur le marché français car nous avons prévu de tester si les investisseurs institutionnels s'intéressaient à l'appartenance à un index de référence du titre qu'ils allaient acheter.

Nous avons également essayé de choisir une société dont l'activité principale n'était pas complexe et que nos participants pouvaient comprendre sans grande difficulté. A tous ces critères s'est ajouté celui de la santé financière de la société, nous avons décidé de prendre une société qui présentait de bons chiffres comptables et qui a priori sur une analyse fondamentale classique devrait être attractive (Altman 1968). Ce choix étant justifié par les hypothèses formulées et par notre volonté de manipuler l'impact que peut avoir chaque catégorie d'information sur la décision de reddition.

Après les diverses questions techniques posées, le cas présente très brièvement le contexte dans lequel se trouvait le participant selon le tableau suivant :

Groupe expérimental	Contexte
1	« Vous avez à placer des fonds de 1 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME). Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. »
2	« Vous êtes membre d'un club d'investissement et vous disposez de fonds de 1 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME) à placer sur le marché financier. Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. »
3	« Votre client vous demande de placer ces fonds de 100 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME). Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. »
4	« Vous avez à placer des fonds de 100 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME). Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. »

Tableau 22: Contexte des groupes expérimentaux

Comme vous pouvez le noter nous avons décidé d'allouer un montant de portefeuille plus important pour les investisseurs institutionnels que pour les investisseurs individuels. En effet, il est établi que les investisseurs institutionnels disposent de plus de moyens financiers pour l'achat de titre que ceux d'un investisseur individuel. De plus, les résultats de notre étude exploratoire font état d'un montant de portefeuille alloué à l'achat 7 000 fois plus important pour les investisseurs institutionnels (cf annexe 7).

Notre cas se poursuit donc par une brève présentation de la société ROSE et explique ensuite un mécanisme que nous avons décidé d'introduire afin de pouvoir véritablement étudier le processus d'hierarchisation des informations utilisées pour la prise de décision. En effet, selon notre cadre théorique, l'information est une matière première que l'on peut acheter.

Afin de reproduire un scénario proche de la vie réelle, il est important de permettre aux investisseurs d'acheter l'information qu'ils désirent utiliser. D'autant plus, qu'afin de verrouiller une éventuelle dérive des participants il a été nécessaire d'introduire cette spécificité. Il est probable que dans un effet de mimétisme ou de recherche de reconnaissance publique de leurs connaissances, les participants déclarent avoir utilisé toutes les informations disponibles sans pour autant que cela ne soit vrai (Pankoff et Virgil 1970). C'est pourquoi, le prix d'achat de l'information diffère également pour chaque investisseur mais toujours en respectant les mêmes proportions afin de ne pas biaiser les résultats obtenus (10%). Les prix d'achat d'informations ont été fixé à 10 Unité Monétaire Expérimentale (UME) par information pour l'investisseur individuel, et de 100 UME pour l'investisseur institutionnel. Il est important de fixer un prix d'achat de l'information élevé afin de permettre une hierarchisation du comportement d'achat d'information, et un choix d'information utile pour la prise de décision d'investissement (Pankoff et Virgil 1970). Les participants avaient donc à leur disposition 25 informations financières et comptables disponibles à l'achat mais leurs budgets d'achat d'informations ne leur permettaient d'en acheter que 10 maximums.

Dans la même logique, les montants disponibles pour l'achat des informations proposées est différent pour les investisseurs institutionnels et individuels. En effet, nous avons respecté les mêmes proportions pour chaque investisseur : 10% du montant disponible pour acheter le titre financier est accordé comme fond d'achat d'information. Ainsi, l'investisseur institutionnel disposait de 10 000 UME et l'investisseur individuel disposait de 100 UME pour acheter l'information disponible.

Les 25 informations disponibles à l'achat ont été sélectionnées à partir des résultats obtenus de notre étude exploratoire et de notre revue de littérature. Ainsi, les 25 informations proposées à l'achat dans notre protocole expérimental sont celles qui ont été le plus déclarées être utilisées par nos répondants lors des entretiens semi-directifs. Afin de s'assurer que les participants n'ont consulté que les informations qu'ils ont achetées, nous avons décidé de mettre chaque information dans une enveloppe fermée. Ainsi, à l'issue de l'expérimentation, nous reprenons l'intégralité du matériel expérimental distribué et un pointage entre les enveloppes ouvertes et les informations déclarées être utilisées ont été effectuées.

Après avoir répondu aux différentes questions techniques, pris connaissance de la société ROSE qui propose son titre financier à l'achat et enfin avoir pris connaissance du processus d'achat des informations disponibles, les participants devaient noter à chaque consultation d'une information l'heure et l'ordre de son achat. Il s'agit ici du dernier dispositif mis en place pour notre expérimentation. Afin de connaître le processus d'enchaînement des besoins en informations financières et comptables des investisseurs, il est opportun de connaître l'ordre d'achat de chaque information choisie. L'heure d'achat a été demandée afin de déterminer s'il existe un traitement de l'information achetée ou pas, tout en évitant l'aspect déclaratif d'une simple question.

Nous reviendrons sur les modalités de toutes nos variables dans notre prochaine partie.

Enfin, nous demandons aux participants de cocher l'information utilisée et de noter son importance dans leur prise de décision d'investissement. Le cas expérimental des groupes de traitement diffère de celui des groupes de contrôle de par la situation d'agence dans laquelle se trouvaient les participants et de par une question supplémentaire qui y a été ajoutée. En effet, afin de tester l'impact de cette relation d'agence sur les besoins en informations financières et comptables, nous avons proposé aux participants du groupe de traitement d'expliquer leurs décisions d'investissement à leurs clients dans une note, et nous les avons priés de cocher et de hiérarchiser les informations qu'ils souhaiteraient lui divulguer.

Un exemple de deux protocoles expérimentaux est présenté en annexe 11 et la liste des informations disponibles ainsi que son contenu est présentée en annexe 12.

2. Les pré-tests et ajustements

Comme précisé précédemment, afin qu'un design expérimental puisse avoir une forte validité interne, il faut absolument recourir à son pré-test.

En effet, selon Ryan et al. (1992), le protocole expérimental doit faire l'objet d'un pré-test par entretien avec des sujets expérimentés, pour avoir un feed-back sur la bonne compréhension des instructions et éventuellement procéder aux corrections nécessaires.

Nous avons décidé de dérouler trois pré-tests (2.1.). L'un s'assure de l'intelligibilité de notre protocole expérimental comme préconisé par Gavard- Perret et al. (2012), l'autre s'assure de la bonne manipulation de nos variables et enfin le dernier fait appel à un professionnel afin de vérifier la cohérence de notre design et son caractère pratique. A l'issue de ces différents pré-tests, un questionnaire post-test a été renseigné par les participants qui nous a permis d'opérer différents ajustements (2.2.).

2.1. La présentation des sujets et des différents pré-tests

Afin de ne pas entacher notre protocole expérimental de biais dit « de test » (Gavard-Perret et al. 2012), nous avons choisi d'entreprendre nos pré-tests avec un échantillonnage totalement différent et indépendant de celui qui a réalisé notre expérimentation. Nous avons effectué trois pré-tests ayant différents objectifs et avec des populations différentes que nous présentons dans le tableau ci-dessous :

Numéro pré-tests	Objectif	Participants
Test 0 – Intelligibilité	Vérifier la bonne compréhension des termes du protocole expérimental	5 Doctorants en Finance – Toulouse School of Economics
Test 1 – Déroulement	Vérifier la cohérence du protocole expérimental lors de sa réalisation	5 doctorants, 3 futurs doctorants en Comptabilité et 10 étudiants en master 2 administration des entreprises.
Test 2 – Complémentaire	Vérifier si le protocole s'approchait d'une décision d'investissement réelle.	Un gérant de fonds

Tableau 23 : Pré-tests réalisés

Le premier pré-test réalisé avait pour objectif de vérifier la bonne compréhension et lecture de l'intégralité de notre matériel expérimental par des spécialistes de la finance d'entreprise et la finance de marché. Ainsi, les participants ont disposé de l'intégralité de notre matériel expérimental (cas expérimental sous deux formats différents en plus des informations disponibles à l'achat) afin de les lire et de s'assurer de leur compréhension. En effet, nous avons

présenté un cas expérimental, où la liste des informations disponibles à l'achat était présentée sous forme de liste, classées par ordre alphabétique, et un autre format la présentant sous forme de nuage (annexe 8).

Ryan et al. (1992) rappellent qu'il est important de ne pas chercher à répliquer la situation réelle, puisque cela sera impossible. Ainsi, il faut introduire des simplifications mais également utiliser des mots parlants pour les sujets choisis dans la description de la tâche qu'ils auront à effectuer restent deux moyens cruciaux pour s'assurer du bon déroulement d'une expérimentation (Schulz 1999). Ce premier test permet donc de vérifier cette prémisse.

Le deuxième pré-test réalisé a permis de mettre en œuvre l'expérimentation en laboratoire avec différents participants afin de s'assurer du temps nécessaire pour son déroulement, ainsi que de vérifier la bonne compréhension des processus d'achat d'informations. Nous avons choisi de pré-tester notre protocole concernant les investisseurs institutionnels, avec des doctorants en comptabilité et celui des investisseurs individuels avec des étudiants en master 2 administrations des entreprises. En effet, comme démontré plus haut, les investisseurs institutionnels sont plus qualifiés et sophistiqués que les investisseurs individuels.

Le troisième pré-test nous a permis de s'assurer que notre cas expérimental s'approche autant que possible d'un cas réel de décision d'investissement. Afin d'opérer cette vérification, nous avons fait appel à un gérant de fonds travaillant dans une banque.

A l'issue de chaque pré-test, un questionnaire post-test (cf. annexe 9) a été distribué et une séance de discussion a été établie, afin de récolter les avis des participants et d'opérer les ajustements nécessaires. Nous présentons ci-après les ajustements réalisés.

2.2. Les résultats et les ajustements effectués

Nous détaillons dans ce qui suit les résultats du traitement du questionnaire post-test renseigné par les participants (2.2.1 et 2.2.2.) ainsi que les ajustements qui ont été réalisés à l'issue de chaque pré-test (2.2.3).

2.2.1. Les résultats du Test 0

Les participants de ce premier test, visant à vérifier la bonne compréhension du protocole expérimental par des spécialistes de la finance, ont permis de relever que les instructions n'étaient pas assez compréhensibles pour 80% d'entre eux.

Compréhension des instructions

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Oui	1	20,0	20,0	20,0
Valide Non	4	80,0	80,0	100,0
Total	5	100,0	100,0	

Difficultés de compréhension

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
0	1	20,0	20,0	20,0
Manque d'explication orale	3	60,0	60,0	80,0
Valide Autres	1	20,0	20,0	100,0
Total	5	100,0	100,0	

Tableau 24 : Résultat pré-test 0

En effet, dans un premier temps nous avons décidé de ne pas lire les instructions du cas expérimental aux participants au début de la séance, afin de diminuer au maximum leur interaction avec le chercheur. Cependant, les doctorants en finance ont pensé qu'il manquait clairement des explications orales pour la bonne compréhension du design expérimental.

En effet, dans la littérature, il est conseillé que le chercheur lise à haute voix les instructions afin de s'assurer de leur bonne compréhension par les participants (Schulz 1999). Pour Birnberg et Nath (1968), la tâche ne se limite pas aux instructions que donne le chercheur aux sujets, mais s'étend à sa perception et à sa compréhension par ces derniers. Ainsi selon eux, pour que la tâche soit réussie, il est primordial que le chercheur surligne les données importantes aux sujets afin que ces derniers les comprennent bien comme attendu par le chercheur.

Les résultats de ce premier pré-test nous ont permis d'ajuster le temps alloué à l'expérimentation à 30 minutes au lieu des 45 min prévues au départ.

Le dispositif d'achat exposé dans notre protocole expérimental a été jugé peu compréhensible par 40% de nos répondants. Les parties du dispositif d'achat qui n'ont pas été comprises n'ont pas pu être identifiées par le questionnaire car la totalité des répondants ont cochés l'intégralité des propositions.

Tous les répondants ont également jugé que leurs raisonnements n'auraient pas changé si le montant alloué pour leurs investissements était différent ou encore si ils n'avaient pas l'obligation de noter l'ordre et l'heure de leur achat.

Concernant le format de présentation de la liste d'informations disponibles à l'achat, les réponses des participants à ce premier test n'ont pas permis de trancher en faveur de l'un ou de l'autre format proposé.

Lors de la discussion post-test qui a été établie avec les répondants, un autre point a été relevé. La longueur des informations qualitatives ne permettait pas d'apprécier leur impact positif ou négatif sur la prise de décision.

Nous avons effectué les ajustements proposés à l'issue de ce premier test, et nous avons réalisé un deuxième pré-test du déroulement de l'expérimentation.

2.2.2. Les résultats des Tests 1 et 2

Le test 1 a été réalisé d'abord avec les doctorants en comptabilité et les étudiants en master comptabilité parcours recherche puis avec les étudiants en master 2 administrations des entreprises. Les deux groupes d'étudiants ne se connaissant pas, aucune interaction n'a eu lieu et les résultats ne sauraient être biaisés.

Cette fois-ci, nous avons expliqué oralement le déroulement de l'expérimentation et avons décrit les différents dispositifs mis en place. Cependant, un participant a quand même trouvé que le protocole expérimental manquait de clarté et précisément manquait d'exemple concret quant au processus qui demande de noter l'heure et l'ordre d'achat.

Concernant les informations qualitatives, 37% des répondants ont déclaré avoir eu du mal à lire l'information relative au management de l'entreprise, au marché et secteur et enfin aux perspectives économiques. La totalité des répondants ont préféré la présentation du format en liste des informations disponibles à l'achat plutôt que celle en nuage.

La séance de discussion avec ce groupe de participants a été très constructive. En effet, ils ont pu relever plusieurs points à ajuster :

- l'ouverture des enveloppes contenant les informations qui faisait perdre du temps et créait un ennui évident chez les participants. En effet, l'ouverture de dix enveloppes demandait à peu près 1 minute supplémentaire pour les participants et se soldait souvent par la destruction du bulletin contenant l'information.

- changer l'appellation d'informations discursives par informations qualitatives dans notre protocole expérimental. En effet, les informations dont il est question sont de type qualitatif et non relatif au discours.
- changer le titre de quelques informations qui ne reflétait pas réellement leurs contenus, comme par exemple : « focus sur le management » qui devient « Management de l'entreprise ».
- préciser que le participant ne peut acheter que 10 informations au maximum et ne pas le laisser faire le calcul, car il pourrait se tromper et rendre le protocole expérimental non exploitable.
- changer l'ordre des questions afin que le lecteur soit plus à l'aise et que ça suive une logique de décision d'investissement.
- proposer une feuille comportant un tableau avec la liste de toutes les informations disponibles à l'achat et deux colonnes relatives respectivement à l'heure de l'achat et à l'ordre de l'achat.
- proposer une feuille de brouillon afin de pouvoir contrôler le traitement déclaré de l'information.

De plus, afin de rendre plus clair le dispositif d'achat des informations, nous avons décidé d'introduire des exemples concrets d'ouverture des bulletins d'informations et de la notation de l'heure et de l'ordre d'achat de chaque information.

Après avoir opéré ces ajustements, nous avons envoyé notre protocole expérimental à un gérant de fonds, afin de réaliser notre dernier pré-test et de nous assurer que celui-ci décrit une décision d'investissement s'approchant au plus près de la réalité.

Le gérant de fonds ne nous a pas émis de commentaires particuliers à intégrer dans notre processus d'ajustement. Il trouvait que la liste des informations proposées était pertinente et que le temps alloué pour la prise de décision d'investissement de 30 minutes était suffisant.

La liste des remarques et ajustements opérés et présentée ci-dessous :

Tests	Participants	Problèmes détectés/ Ajustements
Test 0 Intelligibilité	Doctorants spécialité finance	Durée annoncé du protocole trop longue
		Fournir plus d'explications orales
		Réduire l'information discursives
		Choix du format liste de présentation
Test 1	Doctorants spécialité comptabilité/ Master Comptabilité parcours Recherche	Ajouter un exemple concret pour noter l'heure et l'ordre d'achat
		Problème à l'ouverture des enveloppes
		Mise en forme des tableaux sur 1 page
		Ajouter plus de questions sociodémographiques
		Plus d'instructions orales quant au processus d'achat d'informations
		Changer l'appellation des informations discursives en qualitatives
		Changer l'ordre des questions
		Ajouter une feuille de brouillon pour le traitement de l'information
		Proposer une feuille récapitulant l'ordre et l'heure d'achat des informations
	Master 2 MAE	Rien relevé de particulier
Test Complémentaire	Un gérant de fonds	Rien relevé de particulier

Légende


	Ajustement opéré
---	------------------

Tableau 25 : Ajustements opérées à la suite des pré-tests.

3. Les méthodes d'administration des traitements

Comme nous l'avons précédemment souligné, il existe deux méthodes d'administrations de traitement en expérimentation : la méthode inter-sujet et la méthode intra-sujet, que l'on peut également appeler respectivement méthode à mesure indépendantes ou à mesures répétées.

Nous présenterons dans ce qui suit la méthode inter-sujet retenu (3.1.) et nous présentons par la suite, notre échantillonnage (3.2.).

3.1. La méthode inter-sujet

Le plan à mesures indépendantes ou la méthode inter-sujet est celle qui affecte des sujets différents à chaque modalité de variables explicatives. Chaque sujet va donc produire une seule mesure de la variable à expliquer. Gavard-Perret et al. (2012) soulignent : « *Ici, les différences dues aux diverse modalités du traitement sont analysées entre les différents groupes de sujets (inter-sujets)* ».

Dans la seconde méthode, chaque participant est exposé à l'ensemble des modalités des variables explicatives. Gavard-Perret et al. (2012) avancent que : « *les différences dues aux différents niveaux du traitement sont analysées au sein des mêmes sujets (intra-sujets)*. ».

Si le design intra-sujet réduit significativement le nombre d'individus devant participer à l'expérimentation, il en est pas moins lourdement critiqué par la littérature notamment pour le pouvoir statistique très faible de ce design (Kahneman et Tversky 1996, Harsha et Knapp 1990, Hays 1973).

Ainsi, notre plan factoriel complet a été élaboré à l'aide d'une méthode inter-sujet. En effet, nous avons pris le soin d'affecter un sujet différent à chaque modalité de nos variables explicatives. C'est-à-dire qu'un sujet ne participe qu'à un seul groupe expérimental. Nous avons bien évidemment randomisé notre échantillonnage afin de s'assurer qu'aucun biais relatif à la personnalité des individus n'entache notre expérimentation (Cf. Revue de littérature plus haut).

3.2. Les participants

En raison de la difficulté de pouvoir réaliser notre expérience de laboratoire avec des gérants de fonds et des investisseurs institutionnels, nous avons décidé de l'effectuer avec des substituts de ces derniers ou « *proxies* ». En effet, nous avons décidé d'écarter délibérément de notre méthodologie, l'expérimentation par internet, car, comme nous l'avons souligné précédemment, elle ne permet en aucun cas de satisfaire les exigences de validité interne et externe d'un bon design expérimental. Or, les professionnels n'auraient été intéressés que par cette méthodologie s'apparentant plus à un questionnaire qu'à une expérimentation.

Comme l'indique notre revue de littérature, l'utilisation de proxies est courante dans les études expérimentales. Le plus important étant de s'approcher le plus possible aux caractéristiques de la population étudiée. Nous avons donc décidé de réaliser notre expérimentation avec des étudiants ayant des niveaux de connaissance différents.

Comme préconisé par plusieurs auteurs (Locke 1986, Gordon et al. 1986) nous avons choisi comme proxies d'investisseurs institutionnels, des étudiants avec un niveau Master 2 en finance de marché (3.2.1) et comme proxies des investisseurs individuels des Licence 3 en gestion des entreprises (3.2.2).

3.2.1. Les proxies des investisseurs institutionnels

Afin d'être considérés comme proxies des investisseurs institutionnels, les étudiants doivent être de niveau supérieur (M2 ou MBA) et doivent avoir dans leur programme d'étude des matières spécifiquement liées à la gestion de portefeuille et aux marchés financiers.

De ce fait, pour être intégré dans notre échantillonnage, ces deux critères ont dû être vérifiés:

- niveau de formation supérieur ;
- programme d'études comprenant des matières de gestion de portefeuille et d'études des marchés financiers.

Pour s'assurer de la qualité des formations retenues dans notre échantillon, nous avons présélectionné les meilleurs masters 2 et MBA finance de marchés sur le classement SMBG 2013. Ensuite, nous nous sommes assuré que nos critères de sélection étaient respectés en étudiant les programmes de formation et les syllabus.

Nous avons ainsi sélectionné 12 formations dont les étudiants pourraient être considérés comme des proxies d'investisseurs institutionnels. Nous avons envoyé un mailing de contact et nous avons effectué quelques relances (2 ou 3 selon les cas, toutes les quinzaines).

Nous avons arrêté les relances une fois que nous avons pu atteindre la taille requise pour dérouler les protocoles expérimentaux. En effet, selon Gavard-Perret et al. (2012) la taille minimale pour avoir une validité de son design expérimental est de 15 participants par groupe expérimental. Dans notre revue de littérature, la majorité des travaux utilise une moyenne de 30 participants par groupe expérimental en laboratoire, c'est ce qui a été fait dans cette recherche.

Six formations ont accepté notre demande et nous avons pu distribuer de manière aléatoire les participants dans les deux groupes expérimentaux des investisseurs institutionnels. Nous avons ainsi pu effectuer notre expérimentation avec 80 proxies d'investisseurs institutionnels (40 par groupe expérimental).

Le tableau suivant présente les différentes formations ayant constitué notre échantillonnage de proxys d'investisseurs institutionnels ainsi que les dates de nos interventions et la durée totale de l'expérimentation.

Formations	Date	Durée
Master 2 Gestion de portefeuille	21/02/2014	1 heure
Msc Finance de marché	23/04/2014	1 heure
Master 2 Salles des marchés	27/02/2014	1 heure 15 minutes
Master 2 Financial Markets	31/01/2014	1 heure
Master 2 Marchés et Intermédiaires Financiers	26/02/2014	1 heure

Tableau 26 : Formations des proxys des investisseurs institutionnels

Quelques précisions sont à apporter sur la durée totale de l'expérimentation. En effet, 30 minutes ont été nécessaires pour le déroulement de l'expérimentation et 30 minutes ont été consacrées à la présentation du cas expérimental, la lecture des instructions et la réponse aux différentes questions que posaient les étudiants.

3.2.2. Les proxys des investisseurs individuels

Concernant les investisseurs individuels, il a été établi que nous effectuerons le protocole expérimental avec des L3 Management/Gestion des entreprises. En effet, afin de se rapprocher au plus de la réalité, nous avons choisi une des formations qui couvrent le plus large des domaines de gestion mais ayant moins de connaissances financières et techniques que les proxys choisis pour se substituer aux investisseurs institutionnels.

Nous avons, dans la même rigueur méthodologique que pour les investisseurs institutionnels, décidé d'allier un critère de qualité de formation (classement SMBG 2013 de meilleures formations en gestion) mais également de diversité, pluridisciplinarité du programme de formation.

Nous avons ainsi contacté 6 formations qui n'avaient pas de contraintes de stages obligatoires pendant la période de réalisation de notre expérimentation, et avons réalisé notre expérimentation avec 3 formations différentes en Licence 3 gestion ou management des entreprises.

Afin d'avoir une comparabilité parfaite entre nos différents groupes expérimentaux, nous avons réalisé cette expérimentation, également avec 80 proxies d'investisseurs individuels.

Le tableau suivant présente les différentes formations ayant constitué notre échantillonnage de proxies d'investisseurs individuels ainsi que les dates de nos interventions et la durée totale de l'expérimentation.

Formations	Date	Durée
Licence 3 Gestion	01/04/2014	1 heure
Licence 3 Gestion	16/05/2014	1 heure
Licence 3 Gestion d'entreprises	17/06/2014	1 heure

Tableau 27 : Formations des proxies des investisseurs individuels

L'échantillonnage final pour notre protocole expérimental comporte donc 160 participants (40 dans chaque groupe expérimental). Nous avons créé une procédure standard de présentation de notre expérimentation et de nos instructions afin d'éviter tous biais relatifs aux variations des interactions du chercheur avec les participants en termes d'informations, d'intonation... comme préconisé par Gavard-Perret et al. (2012). Cette procédure est présentée en annexe 10.

D'autre part, l'environnement a été totalement contrôlé avec tous les participants car :

- nous avons prévu une salle de classe suffisamment grande afin d'assurer un espace suffisant entre les participants pour éviter toute interaction,
- toute tentative de discussion entre les participants se soldait par la non exploitation des réponses dans notre traitement,
- les téléphones portables et tablettes ont été éteints afin de dissuader les étudiants de chercher des informations sur le net pendant le déroulement de l'expérimentation.

Avant d'exploiter les résultats d'un protocole expérimental, on s'assurait que seuls les bulletins achetés par les participants ont été ouverts. Si ce n'était pas le cas, le protocole n'était pas exploité.

SECTION 3 – LES TESTS STATISTIQUES

Avant de pouvoir effectuer les tests statistiques nécessaires pour répondre à nos questions de recherche et donc à nos hypothèses, il est nécessaire de définir les différentes variables constituant notre modèle de recherche (1) qui se présente comme suit :

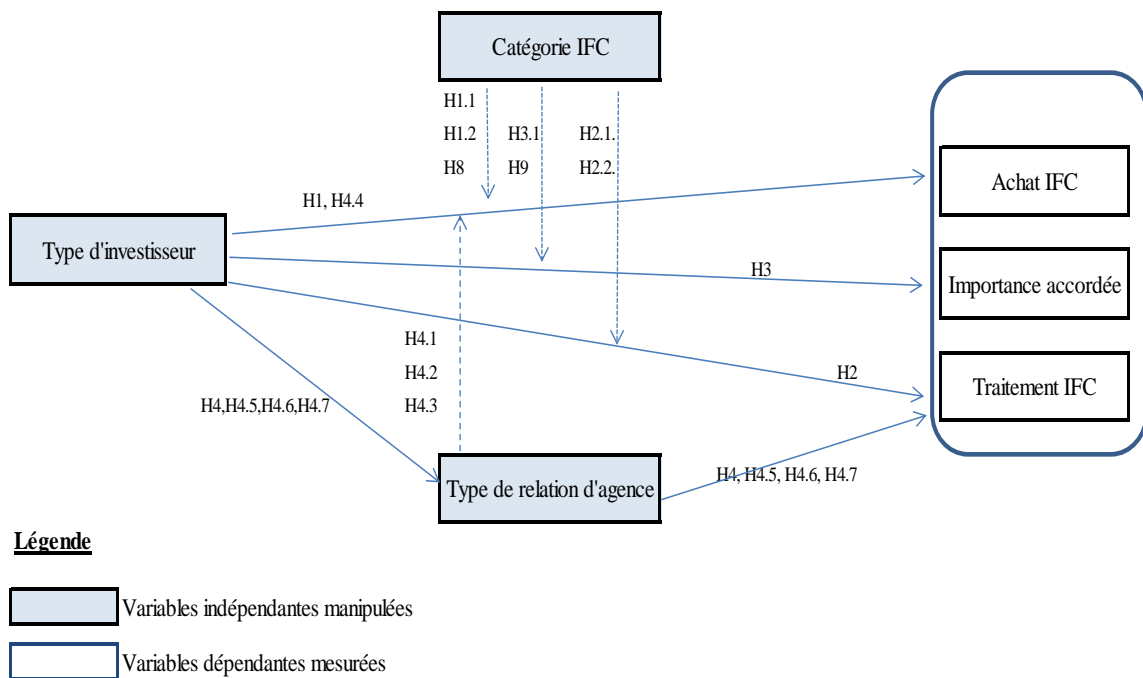


Figure 43 : Modèle de recherche

De plus, il faut savoir que chaque protocole expérimental fait appel à des tests statistiques particuliers (2) et enfin nous nous attardons à présenter les deux effets indirects que nous prévoyons de tester via certaines hypothèses ; à savoir la médiation et la modération (3).

1. Opérationnalisation des variables du modèle

Nous allons dans ce qui suit décrire les variables dépendantes (1.1.) et indépendantes (1.2.) de notre modèle, et les modalités de leurs mesures.

1.1. Les mesures de la variable dépendante

Nous essayons d'expliquer les besoins en informations financières et comptables des investisseurs, ainsi comme souligné dans le précédent chapitre ces besoins peuvent se décomposer en :

- acquisition de l'IFC (1.1.1)
- traitement de l'IFC (1.1.2.)
- et enfin importance accordée à l'IFC (1.1.3)

1.1.1. L'acquisition de l'IFC

Nous avons opérationnalisé l'acquisition des informations financières et comptables par le nombre d'IFC que chaque participant achète lors du protocole expérimental. L'acquisition des IFC a été ensuite répertoriée selon les différentes typologies d'IFC précédemment définies (primaires ou secondaires).

Cette mesure des besoins informationnels des investisseurs a déjà été utilisée par Pankoff et Virgil en 1970 dans leur étude sur l'utilité des informations financières et comptables pour les analystes financiers comme exposé précédemment dans notre revue de littérature.

Plusieurs études ont utilisé cette notion d'acquisition d'informations pour différents objectifs (Church et al. 2014, Brenčić 2014, Shafran et al. 2009, Gabaix et al. 2006, Maines et McDaniel 2000, Bricker et Debruine 1993). Ainsi, Bricker et Debruine (1993) demandent aux participants de leur expérimentation d'acheter l'information relative au risque de la société dont le titre financier est proposé, afin de vérifier si c'est un élément important pour la prise de décision des investisseurs. Maines et McDaniel (2000) ont étudié l'effet du format de présentation des états financiers sur la décision d'acquisition de l'information financière et comptable relative aux gains et pertes non réalisés (UGL). Ils démontrent que le type de format n'incite pas à acheter cette information. Enfin, plus récemment, Church et al. (2014) s'intéressent via une étude expérimentale à démontrer le comportement opportuniste et peu honnête, des managers locaux qui les poussent à ne pas divulguer toutes les informations qu'ils auraient acheté à leurs responsables.

D'autres études ont préféré adopter une autre mesure de l'acquisition des IFC. L'étude de Lawrence et Kezcmar (1999) a utilisé pour mesurer les besoins en informations des investisseurs individuels un protocole expérimental verbal. Ainsi, les participants demandaient

au fur et à mesure les informations financières et comptables, qui les intéressaient pour prendre leur décision d'investissement. Gabaix et al. (2006) ont utilisé également dans leur expérimentation la notion de coût d'acquisition des IFC mais en se basant sur une variante de cette mesure « *le mouselab* ». En effet, pour le choix de trois projets soumis aux participants, leur design expérimental prévoyait un coût d'acquisition pour chaque information. Les participants pouvaient décider de s'arrêter d'acheter les infos dès qu'ils le voudraient où dès que le temps pour prendre la décision est écoulé.

Cette mesure élaborée par Payne et al. (1993) permet au chercheur qui effectue une expérimentation en laboratoire avec ordinateur, de connaître l'information sur laquelle a cliqué le participant et combien de temps il est resté dessus.

Nous n'avons pas décidé de retenir ces deux mesures du coût d'acquisition pour des raisons logistiques. En effet, l'utilisation d'un protocole expérimental verbal ou du « *mouselab* » requiert une logistique plus complexe.

1.1.2. Le traitement de l'IFC

Slovic (1972) soulignait déjà que peu d'études se sont intéressées à connaître comment les analystes financiers interprétaient les informations préalablement à leur prise de décision. Plus récemment, Deaves et al. (2006) soulignent que le processus décisionnel des investisseurs demeure inconnu. Ainsi nous avons opérationnalisé le traitement de l'information en faisant appel aux travaux effectués dans le champ de la psychologie cognitive.

Ce champ a pour but d'étudier la pensée humaine. Selon Lemaire (1999), la cognition est une activité mobilisée pour de nombreuses activités telles que la prise de décision d'investissement. Il ajoute que ce qui compte dans cette discipline est le dressage d'une liste précise des processus ou opérations mentales nécessaires pour effectuer une tâche. Pour ces scientifiques, l'être humain est un organisme dont l'activité principale est le traitement de l'information.

« *Les inférences effectuées à partir des temps de réaction permettent de réaliser l'un des objectifs fondamentaux de la psychologie cognitive (i.e., découvrir les processus impliqués dans une tâche).* » (Lemaire 1999). Il existe selon cet auteur deux méthodes que l'on peut potentiellement utiliser avec le temps de réaction : la méthode additive et soustractive.

1.1.2.1. La méthode soustractive

Il s'agit d'avoir deux tâches distinctes qui diffèrent seulement sur un processus. En d'autres termes, la tâche numéro 1, aura un processus A et B à dérouler, alors que la tâche numéro 2, aura un processus A, B et C à dérouler. La différence entre le temps de réaction dédié à la tâche 1 et 2 permet de connaître le temps de réaction pour le processus C.

Mise en place par le physiologiste hollandais Donders au 19^{ème} siècle, « *elle consiste donc à utiliser des tâches qui ajoutent ou enlèvent des processus afin d'évaluer leur durée.* » (Lemaire 1999). Elle part du postulat de la chronométrie mentale (Posner et Abdullaev 1996).

Cette méthode a été critiquée notamment pour la difficulté de trouver deux tâches ne différant que par une étape de traitement (Dehaene 1997) et celle de ne pas biaiser l'ensemble du processus cognitif en ajoutant ou en supprimant une étape de traitement (Sternberg 1969). Face à ces critiques une autre méthode s'est développée plus tard, la méthode additive.

1.1.2.2. La méthode additive

Développée par Sternberg (1969), elle ne permet pas d'analyser le temps de réaction pour chaque étape de traitement d'une tâche, mais d'analyser les différentes opérations mentales nécessaires pour l'accomplissement de la tâche.

« *Selon la méthode additive, chaque tâche peut être conceptuellement analysée en dressant la liste des étapes de traitement et l'enchaînement de ces étapes.* » (Lemaire 1999).

La principale critique adressée à cette méthode est sa conception sérielle du traitement de l'information, qui a été mis à mal par les travaux de traitement de l'information en « cascade » de McClelland (1979). Selon le modèle en cascade, une étape de traitement pourrait commencer avant que l'étape précédente ne soit terminée.

1.1.2.3. Les mesures choisies pour l'expérimentation

Dans notre travail de recherche, on ne cherche pas à connaître le temps alloué à chaque processus et le fait qu'il y ait chevauchement ou non, entre les différents processus importe peu, voire pas du tout. Ainsi c'est la méthode additive qui sera utilisée dans notre cas de figure.

Pour mener à bien cette méthode, nous avons dû dresser une liste des processus ou opérations mentales que les participants devront effectuer. Nous nous sommes inspirés, dans un premier

temps, des travaux de Bouwman (1983) qui a répertorié les tâches devant être effectuées pour procéder à une analyse financière comme suit:

- choisir un élément ou un item des IFC disponibles,
- examiner sa pertinence,
- intégrer ce nouvel élément aux autres IFC pertinents relevés,
- formuler des hypothèses ou des problématiques,
- effectuer une évaluation finale.

Cependant, devant la complexité de la liste des tâches nécessaires à chronométrer afin de connaître le traitement de l'information, nous avons décidé de procéder autrement. Ainsi, afin de connaître s'il y'a traitement de l'information ou pas dans notre protocole expérimental, nous avons chronométré le temps alloué à un participant pour ouvrir et lire le contenu de chaque bulletin d'information. Ainsi nous avons trois processus dans cette tâche :

- noter l'heure
- ouverture du bulletin
- lecture de l'information

Nous avons effectué ce test avec dix participants (autres que ceux participants à l'expérimentation) afin de nous assurer de la cohérence de notre mesure. Nous leur avons ainsi présenté 10 informations (qualitatives et financières) issues de notre liste des 25 IFC de notre protocole expérimental, et nous avons chronométré le temps accordé à chacun des processus. Nous avons obtenu un temps moyen pour piocher et noter l'heure de 5 secondes, pour ouvrir les bulletins de 15 secondes et un temps moyen de lecture du contenu de 15 secondes.

Ainsi, suivant la méthode additive en psychologie cognitive, nous pouvons dire que nous postulons que le traitement de l'information commencera dès lors que le délai entre l'ouverture de deux bulletins déclaré par chaque participant dépasse 1 minute (la somme du temps alloué pour chaque processus). En effet, nous avons élargi le temps pour la lecture et l'ouverture des enveloppes afin d'éliminer toutes marges d'erreurs éventuelles et afin de bien analyser le traitement de l'information.

Afin de contrôler qu'aucune autre tâche ne venait s'ajouter à notre processus, nous avons demandé aux participants de l'étude de ne pas boire, manger ou même consulter leurs téléphones durant l'expérimentation. Ainsi, les délais reportés ne contenaient que la liste des processus préalablement définis.

Cette mesure du traitement de l'information a été utilisée dans plusieurs travaux en marketing (Lallement 2010). Cependant, les chercheurs ne sont pas unanimes sur la manière de chronométrer le temps de traitement. Ainsi, Dhar et Nowlis (1999) et Dhar et al. (2000) fixent ce temps arbitrairement en fonction du nombre de produits à l'étude en décrétant qu'il faut 15 secondes pour un participant pour examiner chaque catégorie de produit. D'autres chercheurs « *préfèrent prendre pour base de calcul d'un temps moyen, auprès d'un échantillon de contrôle, qu'ils réduisent de 25 %, 50 % ou 75 %.* » (Lallement 2010). Cette dernière a également retenu cette mesure en calculant un temps moyen pour opérationnaliser le traitement de l'information dans son étude.

1.1.3. L'importance accordée à l'IFC

Contrairement aux deux précédentes mesures qui sont objectives, cette dernière mesure des besoins informationnels comptables et financiers des investisseurs est déclarative. En effet, elle se base sur les déclarations des participants.

Ainsi, l'importance accordée à chaque IFC achetée a été mesurée à l'aide d'une échelle de Likert à 5 points. Cette mesure est commune à plusieurs recherches utilisant un questionnaire ou une expérimentation et s'étant intéressées aux besoins informationnels des différents investisseurs ou analystes financiers telles que celle de Chandra (1975), Firth (1978), Lee et Tweedie (1981), Arnold et Moizer (1984), Bence et al. (1995), Chattarjee et al. (2010) et Ionascu et Ionascu (2012).

Ainsi Firth (1978) via un questionnaire contenant 75 IFC demandait aux répondants de les classer par ordre d'importance sur une échelle à 5 points. Baker et Haslem (1973), sur la base de 851 questionnaires renseignés par des investisseurs individuels avaient intégré l'importance accordée sur 5 échelles pour chaque item choisi. En Angleterre, Lee et tweedie (1981) ont envoyé un questionnaire à 136 gérants de fonds et 95 analystes financiers en mesurant l'importance accordée pour la prise de décision aux IFC présents dans le rapport annuel.

Pour finir, nous citerons Arnold et Moizer (1984) qui ont questionné 360 analystes financiers anglais sur les IFC qu'ils utilisent pour leurs décisions d'investissement et quelle est l'importance qu'il leur ait accordé pour la prise de décision.

Le tableau suivant résume nos mesures de la variable dépendante les besoins en informations financières et comptables :

Opérationnalisation	Mesure
<i>Achat IFC</i>	Nombre d'IFC achetées
<i>Traitement d'IFC</i>	Différence d'une minute ou plus entre chaque ouverture d'enveloppe contenant l'information.
<i>Importance accordée à l'IFC</i>	Echelle Likert à 5 point. Pas important ----- Très important

Tableau 28 : Mesures de la variable dépendante les besoins en IFC

1.2. Les variables indépendantes

Nous avons manipulé deux variables indépendantes et nous en avons mesuré une troisième. Les deux premières variables explicatives manipulées au cours de notre expérimentation sont le type d'investisseurs et le type de relation d'agence.

Le type d'investisseurs comprend deux modalités : investisseur individuel ou institutionnel. La relation d'agence comprend, deux modalités : relation simple ou double. La relation d'agence double est dite « double simple » lorsqu'on est dans le traitement opéré sur les investisseurs individuels, et « double professionnel » lorsqu'on se situe dans le traitement opéré sur les investisseurs institutionnels. En effet, nous avons décidé de scinder les relations d'agence dans lesquelles il y avait reddition à un client de celle où il y avait reddition aux membres du club d'investissement, car ces deux contrats d'agence ne pouvaient être considérés comme similaires au regard du cadre théorique mobilisé.

La troisième variable explicative mesurée est celle relative à la catégorie de l'IFC achetée et traitée. En effet, comme précisé préalablement, les participants peuvent choisir d'acheter 10 informations maximums sur un ensemble de 25 disponibles. Ces 25 informations appartiennent à différentes catégories d'IFC telles que définies à partir de notre étude exploratoire et sont listées là-dessous :

Liste d'informations disponibles à l'achat	Typologie d'IFC	Catégorie d'IFC
Bénéfice par action	Comptables	Primaires
Capitaux propres		
Cash Flow		
Chiffre d'affaires		
Dettes de l'entreprise		
Dividendes distribués		
EBITDA		
Résultat		
Total Actifs		
Dettes nettes/EBITDA		
Management de l'entreprise	Stratégiques	
Marchés et secteurs		
Activité de l'entreprise		
Price to Book ratio	Boursières	Secondaires
Prix de l'action		
Diagramme des chandeliers		
Indice de référence de l'action		
Moyenne mobile		
PER		
Performance absolue du titre		
Performance relative du titre		
Perspectives économiques	Economique	
Prévision chiffre d'affaires	Prévisionnelles	
Prévision des cash flows		
Prévision du résultat		

Tableau 29 : Liste et catégorisation des informations disponibles à l'achat

Nous allons ainsi dans notre modèle mesurer l'achat et le traitement des différentes catégories d'IFC selon le type des investisseurs mais également selon la relation d'agence dans laquelle se trouvent les participants.

2. Tests statistiques pour l'expérimentation

Notre protocole expérimental est un protocole post-test avec groupe de contrôle, il offre donc une robustesse face aux différents biais expérimentaux et peut donc offrir des résultats avec un bon niveau de fiabilité.

Cependant, il faut savoir que le protocole expérimental va conditionner le type de tests statistiques que l'on pourra effectuer pour analyser nos données. En effet, le nombre de facteurs manipulés, le type et la méthode d'administration des données, vont nous imposer certains tests statistiques plutôt que d'autres.

Kinnear et Gray (2006) présentent la figure suivante pour récapituler les pistes offertes aux chercheurs effectuant une expérimentation :

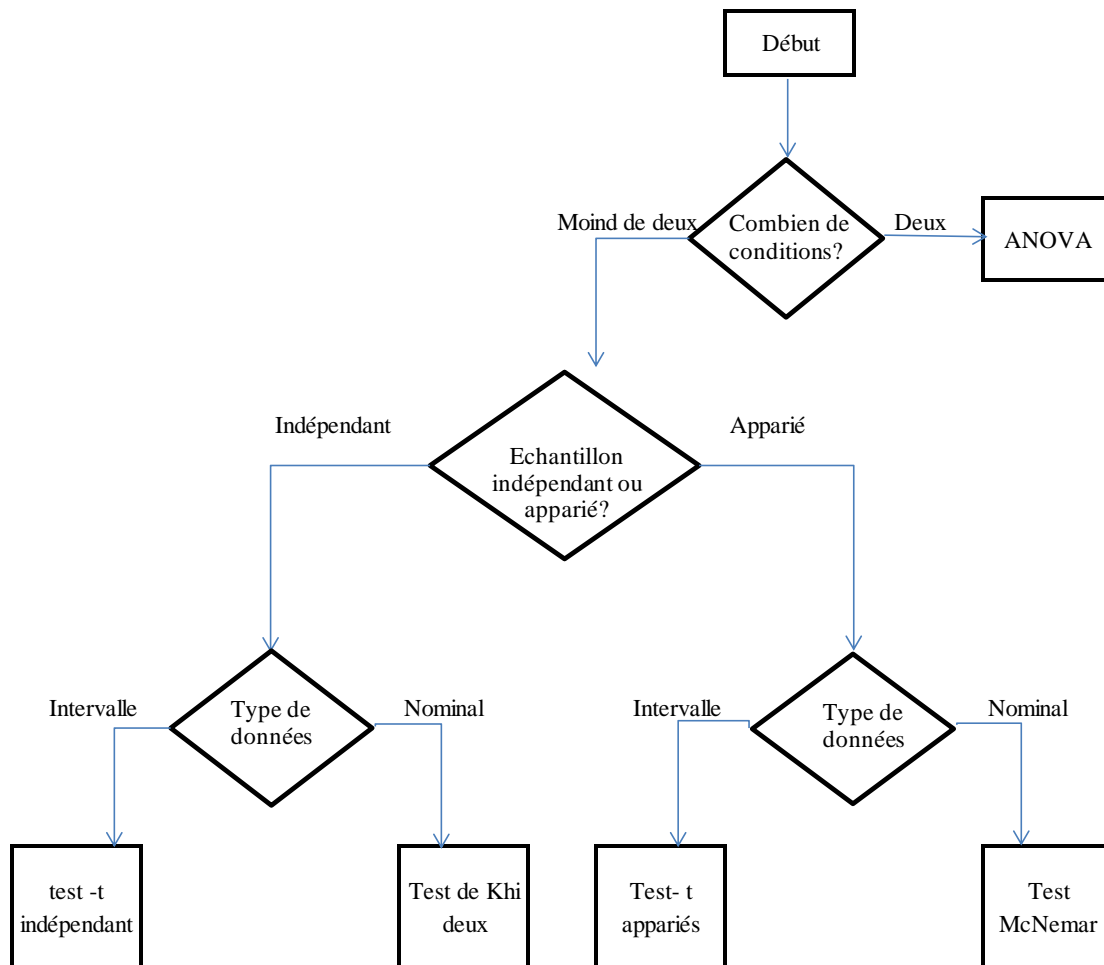


Figure 44 : Différents tests adaptés pour chaque protocole

Source : Traduit et adapté de Kinnear et Gray (2006, p 15)

Cette figure présente des précautions similaires à ceux que l'on peut trouver dans d'autres recherches telles que Gavard-Perret et al. (2012).

Ainsi, nous allons opérer pour notre analyse de données, des analyses de variances (ANOVA) et des tests de comparaison de moyennes. L'ANOVA est un test paramétrique permettant de comparer les moyennes de la variable dépendante selon les différentes modalités prises par les variables indépendantes. Afin de dérouler ces tests paramétriques, il est nécessaire de vérifier quelques prémisses notamment : la normalité de la distribution des variables utilisées ainsi que l'homogénéité des variances.

Nous allons dans ce qui suit nous intéresser à la normalité de la distribution de nos données et la fiabilité de notre échelle de mesure de l'importance accordée des IFC (2.1) et enfin présenter les tests qui ont été effectués (2.2).

2.1. L'analyse de la normalité de la distribution des variables et de la fiabilité de notre échelle de mesure

L'une des conditions principales pour le déroulement d'un test paramétrique en générale, et une analyse de variance en particulier, est la normalité de la distribution des variables métriques du modèle de recherche.

Ghewy (2010) atteste que pour avoir une information « riche et de qualité », il est nécessaire que les données soient dispersées symétriquement autour de la moyenne. Pour ce faire nous avons testé la distribution de nos variables métriques par le biais des tests de Shapiro-wilk et de Kolmogorov- Smirnov. Ces deux tests statistiques sont les plus puissants de leurs catégories et permettent de juger de la distribution symétrique des variables.

Nous avons obtenu les résultats suivants :

Tests de normalité

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistique	Ddl	Signification	Statistique	ddl	Signification
importance accordée à l'info primaire	,110	40	,200*	,965	40	,240
importance accordée à l'info secondaire	,077	40	,200*	,982	40	,756
Nombre IFC rapportés au le client	,169	40	,006	,879	40	,000
Nombre informations comptables rapportés au client	,187	40	,001	,916	40	,006
Nb informations boursières rapportées au client	,184	40	,002	,885	40	,001
Nb info stratégiques rapportées au client	,228	40	,000	,807	40	,000
Nb info Prévisionnelles rapportées au client	,297	40	,000	,813	40	,000
Nb information éco rapportés au client	,297	40	,000	,768	40	,000
Nombre informations primaires rapportés au client	,177	40	,003	,928	40	,014
Nombre informations secondaires rapportées au client	,159	40	,012	,953	40	,094
Score importance accordé à l'IFC rapporté au client	,105	40	,200*	,936	40	,025
Importance accordée à l'Info comptable dans la note au client	,172	40	,004	,931	40	,018
importance accordée à l'info boursière au client	,150	40	,024	,908	40	,003
importance accordé à l'info stratégique pour le client	,192	40	,001	,893	40	,001
importance accordée à l'info éco pour le client	,161	40	,010	,895	40	,001
importance accordée à l'info prévisionnelle pour le client	,198	40	,000	,896	40	,001
Importance accordée à l'info primaire pour le client	,107	40	,200*	,944	40	,048
Importance accordée à l'info secondaire au client	,091	40	,200*	,979	40	,650
SCORE_IMP_IFC	,106	40	,200*	,948	40	,064
TRAIT_IC	,088	40	,200*	,968	40	,320
Trait_IB	,171	40	,005	,916	40	,006
Trait_IStrat	,227	40	,000	,810	40	,000
Trait_Iprev	,306	40	,000	,784	40	,000

Trait_Ieco	,255	40	,000	,793	40	,000
Trait_IS	,150	40	,023	,933	40	,020
Trait_IFC	,233	40	,000	,808	40	,000
Trait_Info_Prim	,145	40	,033	,946	40	,057
Nombre d'IFC achetées	,479	40	,000	,455	40	,000
Nombre d'Info Comptable achetées	,142	40	,042	,927	40	,013
Nombre d'informations boursières achetées	,151	40	,022	,942	40	,042
Nombre d'informations stratégiques achetées	,227	40	,000	,810	40	,000
Nombre achat info prévisionnelles	,358	40	,000	,778	40	,000
nombre achat informations économique	,354	40	,000	,720	40	,000
Nombre achat informations primaires	,144	40	,036	,952	40	,089
Nombre achat informations secondaires	,155	40	,017	,930	40	,016
Somme importance accordée à l'info comptable	,088	40	,200*	,968	40	,320
Somme importance accordée à l'info boursière	,118	40	,169	,952	40	,086
Somme importance accordée à l'info stratégique	,131	40	,082	,902	40	,002
importance accordée à l'info économique	,146	40	,031	,883	40	,001
importance accordée à l'info prévisionnelle	,258	40	,000	,881	40	,001

*. Il s'agit d'une borne inférieure de la signification réelle.

Correction de signification de Lilliefors

Avec *SCORE_IMP_IFC* : Somme de l'importance accordée à l'ensemble des IFC, *Trait_IC* : La somme des traitements opérés sur les informations comptables, *Trait_IB* : Somme des traitements opérés sur les informations boursières, *Trait_IStrat* : Somme des traitements opérés sur les informations stratégiques, *Trait_Iprev* : Somme des traitements opérés sur les informations prévisionnelles, *Trait_IS* : Somme des traitements opérés sur les informations secondaires, *Trait_IFC* : Somme des traitements opérés sur l'ensemble des IFC, *Trait_Info_Prim* : Somme des traitements opérés sur les informations primaires.

Tableau 30 : Résultat des tests de normalité

Le test Shapiro-Wilk permet d'attester de la normalité des variables si la valeur de signification est supérieure à 0,05. Ainsi, nos résultats démontrent bien que la majorité de nos variables ne suivent pas une distribution normale (excepté ceux surlignées en gris dans le tableau ci-dessus).

La normalité des variables est très rare dans les sciences sociales comme l'atteste Ercerg-Hurn et Mirosevich (2008), El Akremi et Roussel (2003) et Micceri (1989). Plusieurs études démontrent empiriquement que les données réelles suivent bien souvent une distribution exponentielle plutôt que gaussienne (Micceri 1989, Miller 1988, Bradley 1977, Taylor 1965).

Toutefois la robustesse de l'ANOVA à la non normalité des données a été largement étudiée dans la littérature (Kahn et Rayner 2003) et la majorité des recherches attestent que l'analyse des variances est un test faiblement affecté par la violation modérée de la prémisse de la distribution symétrique des données, alors qu'il est fortement affecté par l'hétérogénéité des variances (Carricano et al. 2010, Ryden et Alm 2010, Larson 2008, Kinnear et Gray 2006, Bathke 2004, Kahn et Rayner 2003, Lix et al. 1996, Harwell et al. 1992, Sawilowsky et Clifford 1992, Glass et al. 1972, Scheffé 1967).

Sawilowsky et Clifford (1992) démontrent que le test t est robuste à la violation de la normalité de la distribution des données dès lors que quatre conditions sont réunies :

- l'homogénéité des variances ;
- l'égalité de la taille de l'échantillon des groupes à comparer ;
- l'échantillon est composé d'au moins 25 personnes par groupe ;
- la nécessité d'effectuer un test-t bilatéral.

Schmider et al. (2010) et Larson (2008) confirment également que l'utilisation d'un large échantillonnage ($n > 5$ par groupe) et l'homogénéité des variances suffisent pour que l'ANOVA résiste à la violation de la distribution normale des données.

D'autres chercheurs jugent que le déroulement de tests paramétriques, malgré l'asymétrie de la distribution des données, reste invalide scientifiquement (Leech et Onwuegbuzie 2002, Wilcox 2001, Keselman et al. 1998, Zimmerman 1998). Ainsi, il est conseillé aux chercheurs d'effectuer une transformation des données, à l'aide d'une fonction logarithmique ou de la racine carrée. Cependant, plusieurs auteurs trouvent que cette manipulation des données est très problématique pour plusieurs raisons (Ercerg-hurn et Mirosevich 2008, Leech et Onwuegbuzie 2002, Lix et al. 1996) :

- cette manipulation échoue souvent à la transformation des données ;
- elle ne prend pas en compte les données aberrantes ;

- elle peut réduire le pouvoir statistique du test ;
- elle modifie l'ordre original des moyennes et donc biaise les résultats ;
- enfin, elle rend l'interprétation des résultats très difficile et aléatoire.

Lorsque la prémisse de normalité et/ou celle d'homogénéité des variances ne sont pas respectées, les tests non paramétriques peuvent être utilisés. Cependant, plusieurs chercheurs recommandent l'utilisation de l'ANOVA malgré la violation de la prémisse de normalité de la distribution des données, car les autres méthodes statistiques ne sont pas aussi puissantes que cette dernière (Keselman et al. 2008, Lix et al. 1996).

Au vu de tous ces éléments, nous avons décidé d'effectuer le test paramétrique ANOVA pour toutes nos hypothèses et d'effectuer les tests non paramétriques pour les données ne présentant pas une distribution normale, afin de s'assurer de la robustesse et de la fiabilité de nos résultats.

Nous avons également effectué le test d'analyse de fiabilité de notre échelle de mesure de l'importance accordée des IFC (échelle de Likert à 5 points) qui nous permet d'attester de la qualité de cette mesure avec un alpha de Cronbach de 0,761. Carricano et al. (2010) avancent qu'un alpha de Cronbach $>$ à 0,7 atteste de la fiabilité et de la qualité de l'échelle de mesure.

2.2. Les tests paramétriques et non paramétriques mobilisés

Selon Kinnear et Gray (2006), le choix le plus approprié pour opérer un test de comparaison de paramètre pour notre protocole expérimental est l'analyse des variances (2.2.1). Cependant, étant donnée la distribution asymétrique de plusieurs de nos variables, il a été choisi d'effectuer en plus des ANOVA et des test t, des tests non paramétriques (2.2.2).

2.2.1. L'analyse des variances

L'analyse de variance permet d'évaluer les écarts de moyennes d'une variable quantitative sous l'effet des différentes modalités des variables indépendantes qualitatives, appelées facteurs (Malhotra et al. 2011). L'hypothèse nulle suppose donc une égalité de toutes les moyennes. Comme souligné précédemment, afin d'effectuer ce test, il faut respecter deux postulats de bases qui sont la normalité de la distribution des variables et l'homogénéité des variances. Le premier point a déjà été abordé, ainsi afin de juger de notre respect de la deuxième prémisse, nous effectuerons au fur et à mesure, des tests de Levene permettant de détecter l'hétérogénéité des variances.

L'analyse de variance à opérer dépend fortement de la nature des variables présentes dans le modèle de recherche. Ainsi, Carricano et al. (2010) proposent un schéma récapitulatif des différentes techniques d'analyses de variances selon la nature des variables dépendantes et indépendantes.

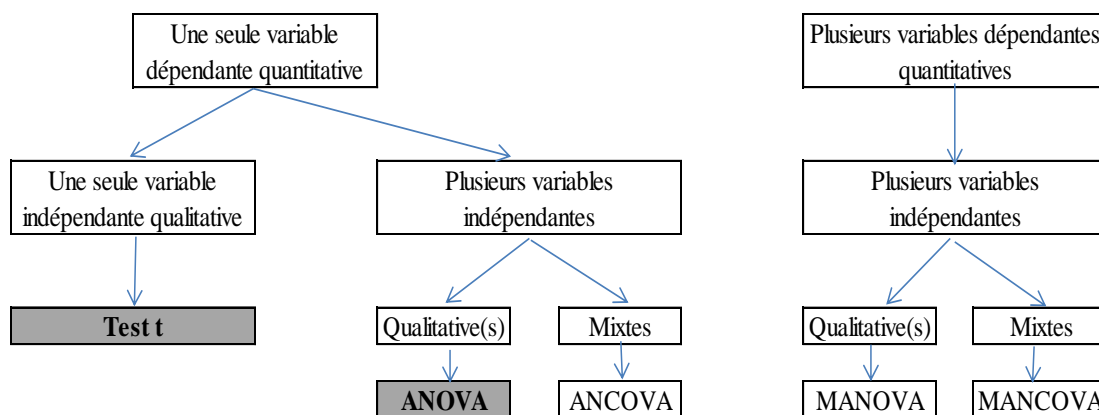


Figure 45 : Type d'analyse de variance selon la nature des variables.

Source : Carricano et al. (2010)

Ainsi, on peut dire que l'ANOVA est une extension du test-t pour deux échantillons indépendants (Carricano et al. 2010). En effet, le test-t, permet d'évaluer l'écart des moyennes d'une variable dépendante métrique par rapport aux différentes modalités prises par une seule variable indépendante qualitative, alors que l'ANOVA permet d'étendre cette comparaison à plusieurs variables indépendantes qualitatives.

Cependant, le test de l'ANOVA seul, ne permet pas de préciser quel groupe de moyennes diffère, c'est ainsi qu'il faut utiliser en complément des tests post hoc et de comparaisons multiples (Malhotra et al. 2011, Carricano et al. 2010, Kinneer et Gray 2006). Dès que l'ANOVA démontre une différence entre les moyennes de plus de deux groupes, il faudra donc effectuer un test post hoc afin de pouvoir savoir où se situe la différence détectée.

Au vu de tous ces éléments, nous utiliserons selon les cas de figure une ANOVA ou « un test t pour échantillon indépendants ». Cependant, nous utiliserons également le test t pour échantillon appariés. En effet, la distinction entre le test t pour échantillons indépendants et appariés est importante : le premier étant utilisé lorsqu'on compare des moyennes issues d'échantillon totalement indépendant, le deuxième étant utilisé lorsqu'on compare des moyennes issues d'une même population ayant subi deux mesures d'une même variable (Ghewy 2010). Par exemple, dans notre cas de figure, le test t pour échantillon appariés sera

utilisé, sous réserve du respect des prémisses de base, pour comparer les moyennes entre le nombre d'IFC achetées et le nombre d'IFC rapportées au client pour le cas de l'échantillon investisseur institutionnel.

2.2.2. Le test de Mann-Whitney et de Wilcoxon

Dans le cas où la distribution de nos variables ne serait pas symétrique, nous compléterons nos analyses de variances par des tests non paramétriques. Les tests non paramétriques de comparaison de deux populations diffèrent également selon la nature de l'échantillon à étudier. Ainsi pour la comparaison d'un échantillon indépendant d'observations, nous pourrions utiliser le test de Mann-Whitney (Wilcoxon 1945, Mann et Whitney 1948) ou celui de Kruskal-Wallis selon le nombre de groupe à comparer, et dans le cas d'échantillons appariés, les tests susceptibles d'être utilisés sont le test de Wilcoxon ou encore le test des signes.

Le test de Mann-Whitney est très largement utilisé en expérimentation économique afin de comparer les médianes entre deux échantillons indépendants (Feltovich 2003), il est également le plus populaire en sciences de gestion (Aivazian et al. 1986). Il repose sur une technique qui consiste à substituer à chaque valeur, son rang dans l'ensemble des données, et rend ainsi leur distribution symétrique (Siegel et Castellan 1988). Il s'agit d'un test qu'il convient d'utiliser dès lors que l'on doit comparer deux groupes d'échantillons, le test de Kruskal-Wallis (1952) lui sera préféré dès lors que le nombre de groupes à comparer est supérieur à 2.

De plus, ces tests restent ceux qui surpassent le test t et l'ANOVA, dans toutes les configurations possibles sauf celle où la distribution sous-jacente des données est gaussienne (Capéraà et Van Cutsem 1988), ce qui n'est pas notre cas. C'est ainsi que pour évaluer l'écart entre deux groupes d'échantillon indépendant, nous utiliserons ce test non paramétrique et dans le cas où nous devons comparer plus de deux groupes par échantillons, nous utiliserons le test de Kruskal-Wallis qui est l'équivalent de l'ANOVA et qui n'est qu'une extension du test de Mann-Whitney (Howell 1998, Siegel et Castellan 1988, Capéraà et Van Cutsem 1988, Aivazian et al. 1986).

Concernant les tests sur échantillons appariés, on utilisera le test de Wilcoxon qui est le plus populaire mais également le plus robuste des tests non paramétriques (Siegel et Castellan 1988, Capéraà et Van Cutsem 1988). Il repose sur l'importance relative des écarts pour les tests statistiques. Plusieurs études ont démontré la puissance de ce test statistique qui égale le test-t (Tanizaki 1997, Chernoff et Savage 1958, Hodges et Lehman 1956).

3. Les effets indirects testés

L'étude expérimentale permet d'étudier les relations causales (Gavard-Perret et al. 2012, Imai et al. 2011). En effet, découvrir le processus par le biais duquel émergent les relations causales est très important pour les recherches académiques et devrait être systématique afin de ne pas produire des résultats biaisés (Imai et al. 2011, Deaton 2010, Heckman et Smith 1995). Selon ces derniers, un mécanisme causal est le processus par lequel une variable d'intérêt causal (variable de traitement) influence un résultat (Y).

Nous présentons dans ce qui suit l'effet médiateur (3.1) et l'effet modérateur (3.2.).

3.1. La médiation

La médiation est un processus causal qui permet de répondre aux questions du « pourquoi » et du « comment » une cause et un effet émergent (Frazier et al. 2004, Carte et Russel 2003, Holmbeck 1997, Baron et Kenny 1986).

Une variable médiatrice est une troisième variable qui lie une cause et un effet (Wu et Zumbo 2008). Ainsi, une analyse de médiation a pour objectif de découvrir le processus intermédiaire qui lie la variable indépendante à la variable dépendante (Muller et al. 2005). En d'autres termes, dans un modèle de médiation simple, la variable indépendante est supposée causer la variable médiatrice qui elle-même générera la variable dépendante (Wu et Zumbo 2008).

Baron et Kenny (1986), les pionniers des effets indirects, présente la figure suivante pour illustrer un effet médiateur :

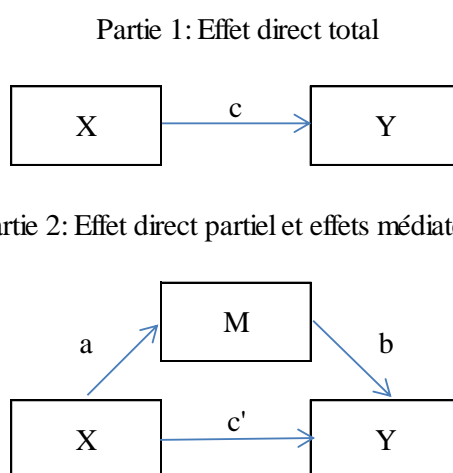


Figure 46 : Effet médiateur simple

Source : Baron et Kenny (1986)

Le lien c présent sur la partie 1 de la figure démontre qu'il existe un effet total direct qui lie la variable indépendante à la variable dépendante. Dans la partie 2 de la figure, nous remarquons l'introduction d'une variable médiatrice « M » qui explique le processus entre la variable indépendante et dépendante. Ainsi, nous retrouvons en plus de l'effet direct partiel de X sur Y , deux effets médiateurs : le lien (a) et (b). La variable médiatrice décompose donc la relation entre la variable indépendante et la variable dépendante en effet direct et effet indirect médiatisé (El Akremi et Roussel 2003).

Le traitement statistique de la médiation a été longtemps basé sur l'approche de Baron et Kenny (1986). Celle-ci consistait à vérifier la réunion de quatre conditions afin d'attester de la présence d'un effet médiateur :

- 1) Tout d'abord trouver un lien entre X et Y pour prouver qu'il existe un effet direct total par le biais d'une régression de X sur Y ;
- 2) Ensuite, il s'agit de prouver qu'il existe un effet médiateur liant la variable X et la variable médiatrice M . En d'autres termes, il faut tester la force du lien (a) pour démontrer que la variable indépendante X cause la variable médiatrice M ;
- 3) Il faut tester l'effet médiateur de M sur la variable dépendante Y tout en contrôlant la variable indépendante X .
- 4) Et enfin, on démontre qu'en contrôlant la variable médiatrice, l'effet de la variable indépendante sur la variable dépendante disparaît ou diminue fortement.

En effet, il existe selon Baron et Kenny (1986) deux types de médiations :

- une médiation parfaite qui transmet intégralement l'effet de X sur Y . Dans ce cas, dans la quatrième condition (précédemment évoquée), l'effet direct s'annule complètement en contrôlant la variable médiatrice. Selon MacKinnon et al. (1995) la médiation parfaite est observée dès que $c'=0$ et $c=ab$. En d'autres termes, cela signifie qu'il n'existe qu'une seule variable médiatrice qui existe pour expliquer la relation entre X et Y , ce qui est très rarement le cas en sciences de gestion (El Akremi et Roussel 2003).
- une médiation partielle est celle qui réduit le lien direct c lorsqu'on introduit la variable médiatrice, sans pour autant l'annuler. Pour ce faire, l'effet indirect c' doit être inférieur à l'effet initial direct c (Mackinnon et al. 1995).

L'approche causale proposée par Baron et Kenny (1986) souffre de plusieurs problèmes selon plusieurs auteurs (MacKinnon et al. 2004, El Akremi et Roussel 2003). Le plus relaté par la littérature est le fait que la première condition requise afin de tester la médiation n'est plus du

tout recommandée (Edwards et Lambert 2007, Shrout et Bolger 2002, MacKinnon et al. 2004, MacKinnon et al. 2000, Collins et al. 1998). En effet, imposer de trouver une relation significative entre X et Y (lien direct c) pourrait induire le chercheur en erreur, en manquant un effet médiateur qui aurait un signe opposé à celui de l'effet direct total. Kenny et al. (1998) assurent que ce problème est résolu dès lors que l'on abandonne la vérification de la première condition du modèle initial de Baron et Kenny (1986). De plus, Preacher et Hayes (2004) démontrent que l'utilisation de cette approche favorise l'occurrence de l'erreur statistique de Type I.

C'est ainsi que nous avons décidé d'utiliser la méthode de Preacher et Hayes (2004) reposant sur la méthode du bootstrap qui permet de dépasser les limites de l'ancienne méthode proposée par Baron et Kenny (1986) en utilisant les intervalles de confiances afin d'obtenir un pouvoir statistique important et contourner ainsi l'erreur de Type I (Edward et Lambert 2007, Preacher et Hayes 2004, MacKinnon et al. 2004).

Ces tests démontrent l'existence ou pas d'une médiation, cependant, ils ne permettent pas de connaître l'ampleur ou encore la significativité de cet effet indirect. Ainsi, il est recommandé d'utiliser d'autres tests comme le test de Sobel (1982) ou encore la méthode du bootstrap.

Le test de Sobel est une méthode qui a un pouvoir statistique limité (MacKinnon et al. 1995). En effet, la distribution de l'effet indirect (ab) est souvent asymétrique alors que ce test requiert une distribution normale des données (El Akremi et Roussel 2003, Mackinnon et al. 1995). C'est ainsi que la méthode du Bootstrap qui permet de tester l'existence d'un effet médiateur et sa significativité est de plus en plus utilisée dans les recherches d'aujourd'hui (Mackinnon et al. 2004, Shrout et Bolger 2002). Il s'agit d'une méthode non paramétrique qui ne requiert pas une distribution normale des données (Preacher et Hayes 2007), et qui permet de répliquer le test de médiation sur un nombre très important de l'échantillon (Green et al. 2010).

Afin d'opérer cette analyse basée sur la méthode du bootstrap, Preacher et Hayes (2007) fournissent une macro SPSS. C'est ainsi que pour tester l'effet médiateur de notre modèle, nous utiliserons la macro SPSS proposée par Preacher et Hayes (2007).

3.2.La modération

Selon Baron et Kenny (1986), la variable modératrice est celle qui affecte la force du lien entre la variable indépendante et la variable dépendante. En d'autres termes, la modération intervient dès lors que l'effet de la variable indépendante X sur la variable dépendante Y dépend d'une troisième variable modératrice Z (Carte et Russel 2003, Cortina 1993). Selon Sharma et al.

(1981), la variable modératrice modifie la grandeur, l'intensité, le sens et/ou la forme de l'effet de la variable X sur Y. Le processus de modération permet de répondre aux questions : « quand » et « pour qui » l'effet de X impacte de manière plus importante (ou moins importante) la variable Y (Frazier et al. 2004, Kraemer et al. 2002, Wu et Zumbo 2008).

La figure ci-dessous représente l'effet modérateur :

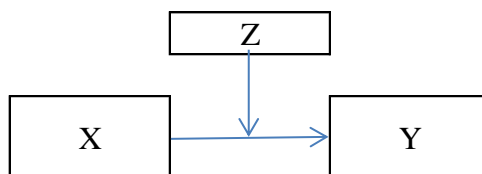


Figure 47 : Effet modérateur simple

Source : Baron et Kenny (1986), Aiken et West (1991)

Tester l'effet modérateur revient à tester l'interaction entre les variables X et Z afin d'observer son impact sur la variable dépendante Y.

La différence entre une variable modératrice et médiatrice est fournie par Wu et Zumbo (2008) :

Concepts	Médiateur	Modérateur
<i>Nature de la variable</i>	Un état	Caractéristique stable
<i>Fonction dans la relation causale</i>	Une troisième variable qui lie une cause et un effet.	Une troisième variable qui impacte un effet causal
<i>Type de questions</i>	Comment et pourquoi la cause fait émerger l'effet	Pour qui et quand la cause et l'effet surviennent
<i>Rôle dans la relation causale</i>	Double rôle : variable dépendante pour X et indépendante pour Y	Un seul rôle : variable auxiliaire indépendante pour Y
<i>Relation avec la variable indépendante</i>	Corrélé avec la variable indépendante	Non corrélé avec la variable indépendante
<i>Contrôle du design expérimental</i>	Variable manipulée ou observée	Généralement variable observée

Tableau 31 : Différence entre variable médiatrice et modératrice

Source : Adapté et traduit de Wu et Zumbo (2008)

CONCLUSION DU CHAPITRE 4

L'objectif de ce chapitre est de présenter les notions élémentaires nécessaires à la compréhension de la méthode expérimentale, ainsi que de son application précise pour notre étude et enfin pour l'opérationnalisation des variables de notre modèle de recherche.

Dans une première section, nous démontrons que l'expérimentation est la méthodologie la plus adaptée pour notre recherche. En effet elle permet d'expliquer les relations causales et de contrôler les variables externes. Elle est également la mieux adaptée pour comprendre les prises de décisions des individus comme souligné plus haut. L'expérimentation s'est d'abord développée en sciences sociales avant d'être adaptée « timidement » dans les sciences de gestion. En effet, il existe toujours peu de recherche s'intéressant à cette méthodologie en raison de sa complexité (Gavard-Perret et al. 2012). Cependant, en étant bien exploitée et en respectant quelques règles de base, elle permet une richesse de données considérable.

En effet, il est très important d'éviter les biais affectant les protocoles expérimentaux en randomisant et en effectuant des pré-tests notamment. La vigilance quant à l'élaboration et la réalisation de l'expérimentation sont des processus clés de sa réussite et du pouvoir statistique des résultats obtenus.

La deuxième section a présenté notre protocole expérimental, nos hypothèses complémentaires et notre modèle de recherche et a justifié tous les choix méthodologiques auxquels on a été confrontés. Notre protocole expérimental permet de mettre en situation les investisseurs dans une décision d'investissement afin qu'ils puissent exprimer leurs besoins en informations financières et comptables. Il permet également de simuler une situation de reddition pour chacun des investisseurs institutionnels et individuels, afin de pouvoir apprécier l'impact, des différences entre les relations d'agence double professionnelle et les relations d'agences classiques sur les besoins en informations financières et comptables. L'ensemble des IFC mis à disposition des investisseurs pour leurs prises de décision d'investissement a été généré par notre étude qualitative et un dispositif d'achat de ces IFC a été mis en place, afin d'apprécier les besoins des investisseurs. Des hypothèses complémentaires déduites par notre méthodologie expérimentale ont été formulées.

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 proposés qui nous ont paru 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 des étudiants en Licence 3 gestion comme proxies des investisseurs individuels.

La dernière section a permis de présenter l'opérationnalisation des différentes variables de notre modèle de recherche. 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.

Afin de mesurer l'acquisition des IFC lors de notre expérimentation, nous avons utilisé à l'image de plusieurs autres études (Church et al. 2014, Brenčić 2014, Shafran et al. 2009, Gabaix et al. 2006, Maines et McDaniel 2000, Bricker et Debruine 1993, Biggs 1984, Pankoff et Virgil 1970), le nombre d'IFC achetées par les participants. Le postulat étant que si l'investisseur a besoin d'une IFC, il aura l'initiative d'en demander l'achat. La mesure pour le traitement des IFC a été empruntée au champ de la psychologie cognitive, et a fait appel à la méthode additive. Enfin, l'importance accordée aux IFC pour la prise de décision d'investissement a été mesurée, à l'image de plusieurs études de différents champs disciplinaires, par une échelle de Likert à 5 points.

Nous avons ensuite, dans cette section, souligné que chaque protocole expérimental nécessitait un traitement statistique particulier au regard du nombre de conditions expérimentales, le type de données mais également à la méthode d'administration des traitements. Ainsi, nous avons établi que le test approprié pour notre design, était le test paramétrique d'analyse des variances (ANOVA). Enfin, nous avons essayé de vérifier si la prémisse de symétrie de distribution des données, nécessaire pour effectuer un test paramétrique, était remplie. Le test de Shapiro-Wilk nous démontre que la majorité des données ne sont pas symétriques. Cependant plusieurs études attestent de la robustesse de l'ANOVA face à la violation de cette prémisse de normalité et recommandent son utilisation au lieu des tests non paramétriques jugés trop peu puissants. Nous avons pu présenter les relations causales que nous avons testées dans notre modèle de recherche : l'effet médiateur et modérateur.

**CHAPITRE 5 –
PRESENTATION ET DISCUSSION DES RESULTATS DE L’ETUDE
EXPERIMENTALE**

INTRODUCTION

Section 1 - La confirmation de besoins en IFC différenciés

1. Les analyses descriptives des variables

2. Les résultats des vérifications de manipulations

**Section 2 - Le contexte des besoins en IFC différenciés : la situation de reddition des
comptes**

1. Les résultats de l’étude

4. Les analyses complémentaires

Section 3 - Vers un nouvel enrichissement du cadre d’analyse

1. Asymétrie d’information, type d’investisseur et de relation d’agence

2. Vers une nouvelle discussion des besoins en informations financières et comptables des
investisseurs

CONCLUSION

CHAPITRE 5 – PRESENTATION ET DISCUSSION DES RESULTATS DE L'ETUDE EXPERIMENTALE

INTRODUCTION DU CHAPITRE 5

Ce dernier chapitre souligne comment notre étude expérimentale répond à nos questions de recherche. Rappelons que notre protocole expérimental permet de mettre les proxies d'investisseurs institutionnels et individuels dans une situation d'agence simple « sans reddition des comptes » et dans une situation d'agence double professionnelle (pour l'investisseur institutionnel) et classique (pour l'investisseur individuel). Ainsi, ils doivent simuler une décision d'investissement dans un titre financier sur la base des seules informations qu'ils auront choisi d'acquérir. En effet, 25 informations financières et comptables leur sont proposées, mais ils ne peuvent en consulter que 10 au maximum. Enfin, ils devront noter l'importance accordée à chaque information consultée pour leur prise de décision d'investissement et pour les proxies d'investisseurs en situation de reddition, choisir quelles IFC ils décident de divulguer au bénéficiaire initial.

Dans un premier temps, nous démontrons que nos manipulations de vérifications ont permis d'avoir des résultats satisfaisants et soulignent que les proxies des investisseurs institutionnels, sont plus expérimentés et ont plus de connaissances techniques que nos proxies d'investisseurs individuels (Section 1).

Ensuite, nous exposons les résultats de notre étude (Section 2). Nous présentons les résultats du test de nos hypothèses tout en les croisant avec les résultats qualitatifs (verbatim) obtenus lors de la première étude et avec la revue de littérature effectuée.

La dernière section s'attarde, quant à elle, à la discussion des résultats obtenus (Section 3). Nous questionnons le cadre théorique mobilisé afin d'analyser les résultats obtenus. Et, nous faisons appel ensuite, à une démarche différente pouvant justifier les résultats non attendus obtenus grâce à la mobilisation du champ de la psychologie sociale.

SECTION 1 – LA CONFIRMATION DE BESOINS DIFFERENCIÉS

Dans cette première section, nous allons présenter les statistiques descriptives qui laissent apparaître des besoins d'IFC différenciés par type d'investisseurs (1) et les résultats de nos vérifications de manipulations (2).

Ces derniers sont des tests très importants à effectuer lors de toute démarche expérimentale (Schulz 1999, Patzer 1996) car ils permettent de détecter le biais de sélection qui impacte la qualité du protocole expérimental et des résultats obtenus.

1. Les analyses descriptives des variables

Notre modèle de recherche comporte des variables qualitatives et des variables quantitatives.

Pour les variables qualitatives, les statistiques descriptives varient selon que la variable soit nominale ou ordinale. Il existe des mesures de tendance centrale et des mesures de dispersion. Les premières ont pour objectif de résumer la série d'observations par une valeur considérée comme centrale ou représentative (Carricano et al. 2010), alors que les secondes permettent de mesurer comment les données se répartissent.

Nous retrouvons donc pour les variables nominales, le mode, les effectifs ou encore les fréquences. Le mode est une mesure de la tendance centrale et correspond à la modalité de la variable qui a la fréquence la plus élevée (Ghewy 2010). L'effectif, mesure le nombre d'individus de notre échantillon pour l'ensemble des modalités d'une variable. Et enfin, la fréquence représente la proportion de réponses associées à une modalité particulière. Concernant les variables ordinales, nous retrouvons des mesures telles que la médiane et les fractiles. La médiane représente la valeur de la variable qui partage les observations en deux groupes de taille égale (Carricano 2010). Les fractiles quant à eux, sont les valeurs d'une variable qui partitionnent les données triées en classes de taille égales (Carricano 2010).

S'agissant des variables métriques, les statistiques descriptives comportent des mesures telles que la moyenne ou encore la variance ou l'écart-type. La moyenne est la mesure de tendance centrale la plus utilisée pour les variables quantitatives. Nous mesurons la dispersion à l'aide de la variance et de l'écart-type. Nous présentons les analyses descriptives de nos variables qualitatives (1.1.) et celles relatives à nos variables quantitatives (1.2).

1.1. Les statistiques descriptives des variables explicatives qualitatives

Les statistiques descriptives pour les variables qualitatives nominales et ordinales sont tout d'abord présentées pour les 160 répondants.

- *Variables qualitatives nominales*

Le tableau 32 indique les effectifs et le mode de chaque variable :

Statistiques		N	Effectifs	Pourcentage	Mode
PER	1	160	76	47,5	1
	2		10	6,3	
	3		74	46,3	
Moyenne mobile	1		35	21,9	3
	2		44	27,5	
	3		81	50,6	
Volatilité	1		95	59,4	1
	2		35	21,9	
	3		30	18,8	
EBITDA	1		67	41,9	3
	2		24	15	
	3		69	43,1	
Décision Achat	1	126	78,8	1	
	2	34	21,2		
Expérience dans les marchés financiers	1	37	23,1	2	
	2	123	76,9		
Participation à des jeux boursiers	1	79	49,4	2	
	2	81	50,6		

Tableau 32 : Statistiques descriptives des variables qualitatives nominales

Seules les quatre premières variables concernent les questions de vérifications de connaissance technique présentes dans notre protocole. Ils ont été codés 1 : vrai, 2 : Faux et 3 : Ne sait pas. Nous remarquons que 47,5% et 59,4% des participants ont bien répondu aux questions relatives respectivement au PER et à la volatilité. Les réponses à la question relative à l'EBITDA présentent des résultats plus mitigés puisque 41,9% des participants ont bien répondu alors que

43,1% ont déclaré ne pas connaître la bonne réponse. Enfin, la question relative à leur connaissance de la technique des moyennes mobiles révèle que la majorité des participants ont déclaré ne pas connaître la bonne réponse.

Comme expliqué plus loin dans ce document, ces questions relèvent de « *manipulations check* » qui ont été opérées afin de vérifier si les proxies d'investisseurs institutionnels avaient plus de connaissances techniques et financières que les proxies d'investisseurs individuels.

Les trois dernières variables sont codées 1 : Oui, 2 : Non et permettent de faire ressortir que la majorité des répondants ont décidé d'acheter le titre financier (78,8%) et que la moitié des répondants déclarent avoir déjà participé à des simulations boursières.

- *Variables qualitatives ordinales*

Sur les 160 participants à l'étude expérimentale, 126 d'entre eux ont décidé d'acheter le titre financier proposé.

Nous présentons dans ce qui suit l'effectif et les médianes des données concernées :

Statistiques		N	Effectifs	Pourcentage	Médiane
Horizon de placement	Court terme	126	12	10	2
	Moyen terme		76	60	
	Long terme		38	30	
Budget achat informations	Moins que 10 IFC	160	47	29,4	2
	10 IFC		113	70,6	
Age	20-23		107	66,9	1
	24-27	50	31,3		
	+ 27	3	1,9		

Tableau 33 : Statistiques descriptives des variables ordinales

Nous pouvons remarquer que la majorité des répondants ayant choisi d'acheter le titre financier proposé ont opté pour un horizon de placement moyen terme (60%) et ont alloué la totalité de leur budget pour acheter l'information (70,6%). L'âge des répondants était majoritairement compris entre 20 et 23 ans (66,9%).

1.2. Les statistiques descriptives des variables à expliquer quantitatives

Les variables quantitatives sont étudiées à l'aide d'indicateurs tels que : le minimum, le maximum, la moyenne et l'écart-type.

Les mesures de la variable à expliquer, les besoins en informations financières et comptables des investisseurs sont, comme expliqué précédemment, composées de trois familles de variables comprenant l'acquisition, le traitement et l'importance accordée aux IFC. Le tableau 34 présente la première mesure de la variable à expliquer, l'acquisition des IFC.

		Statistiques Descriptives			
Variables		Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Acquisition des IFC	Nombre d'IFC achetées	3	11	9,16	1,51
	Nombre d'informations comptables achetées	0	7	3,68	1,54
	Nombre d'informations boursières achetées	0	6	2,03	1,25
	Nombre d'informations stratégiques achetées	0	2	0,94	0,72
	Nombre d'informations prévisionnelles achetées	0	3	1,11	0,73
	Nombre d'informations économiques achetées	0	2	1,15	0,69
	Nombre d'informations primaires achetées	0	8	4,88	1,57
	Nombre d'informations secondaires achetées	1	8	4,28	1,51
	Nombre d'IFC rapportées au client	0	10	3,44	3,86
	Nombre d'informations comptables rapportées au client	0	6	1,37	1,71
	Nombre d'informations boursières rapportées au client	0	4	0,60	1,00
	Nombre d'informations stratégiques rapportées au client	0	2	0,38	0,61
	Nombre d'informations prévisionnelles rapportées au client	0	3	0,45	0,71
	Nombre d'informations économiques rapportées au client	0	2	0,53	0,73
	Nombre d'informations primaires rapportées au client	0	8	1,86	2,22
Nombre d'informations secondaires rapportées au client	0	7	1,58	2,02	

Tableau 34 : Statistiques descriptives des variables quantitatives (mesure Acquisition IFC)

Nous remarquons que pour prendre leurs décisions d'investissement, les répondants ont acheté minimum 3 IFC jusqu'à un maximum de 10. La moyenne d'achat de l'information de type comptable est supérieure (3,68) à la moyenne de l'ensemble des autres typologies d'informations. L'importance accordée à l'information primaire pour la prise de décision a une moyenne légèrement supérieure (17,38) à celle présentée par l'information secondaire (15,86). Concernant les informations rapportées au client des investisseurs, nous remarquons que c'est l'information stratégique qui présente l'écart type le plus faible (0,62) supposant que la dispersion est proche de la moyenne

Le tableau ci-dessous présente la deuxième mesure de la variable à expliquer, le traitement des IFC :

		Statistiques Descriptives			
Variables		Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Traitement IFC	Traitement Information Comptable	0	31	13,83	6,56
	Traitement Information boursière	0	5	1,48	1,21
	Traitement Information stratégique	0	2	0,74	0,70
	Traitement Information prévisionnelle	0	3	0,93	0,74
	Traitement Information économique	0	2	0,96	0,72
	Traitement Information secondaire	0	7	3,37	1,56
	Traitement IFC	0	10	7,31	2,49
	Traitement Information primaire	0	8	3,94	1,89

Tableau 35 : Statistiques descriptives des variables quantitatives (mesure Traitement IFC)

Le tableau 36 présente la troisième mesure de la variable à expliquer, l'importance accordée aux IFC :

	Variables	Statistiques Descriptives			
		Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type
Importance accordée aux IFC pour la prise de décision	Somme importance accordée à l'information comptable	0	31	13,83	6,56
	Somme importance accordée à l'information boursière	0	23	7,21	5,07
	Somme importance accordée à l'information stratégique	0	10	3,29	2,90
	Somme importance accordée à l'information économique	0	10	4,35	3,10
	Somme importance accordée à l'information prévisionnelle	0	12	4,30	3,12
	Somme importance accordée à l'information primaire	0	35	17,38	6,66
	Somme importance accordée à l'information secondaire	2	31	15,86	6,74
Importance accordée aux IFC pour le rapport au client	Importance accordée aux IFC rapportées au client	0	45	13,38	15,11
	Importance accordée à l'information comptable rapportée au client	0	25	5,28	6,71
	Importance accordée à l'information boursière rapportée au client	0	19	2,28	3,95
	Importance accordée à l'information stratégique rapportée au client	0	10	1,33	2,32
	Importance accordée à l'information économique rapportée au client	0	10	2,22	3,17
	Importance accordée à l'information prévisionnelle rapportée au client	0	12	1,88	2,96
	Importance accordée à l'information primaire rapportée au client	0	32	7,00	8,47
	Importance accordée à l'information secondaire rapportée au client	0	31	6,38	8,34
	Score de l'importance accordée à l'ensemble des IFC	6	47	34,03	7,90

Tableau 36 : Statistiques descriptives des variables quantitatives (mesure Importance accordée)

Les participants semblent accorder plus d'importance à l'information comptable qu'aux autres typologies d'informations pour la reporter à leur client afin de justifier leur placement.

Les tableaux ci-dessous précisent comment les mesures ont été calculées.

	Variables	Mode de calcul
Acquisition des IFC	Nombre d'IFC achetées	Somme de l'ensemble des IFC achetées par les participants
	Nombre d'informations comptables achetées	Somme des informations comptables achetées par les participants
	Nombre d'informations boursières achetées	Somme des informations boursières achetées par les participants
	Nombre d'informations stratégiques achetées	Somme des informations stratégiques achetées par les participants
	Nombre d'informations prévisionnelles achetées	Somme des informations prévisionnelles achetées par les participants
	Nombre d'informations économiques achetées	Somme des informations économiques achetées par les participants
	Nombre d'informations primaires achetées	Somme des informations primaires achetées par les participants
	Nombre d'informations secondaires achetées	Somme des informations secondaires achetées par les participants
	Nombre d'IFC rapportées au client	Somme des IFC achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations comptables rapportées au client	Somme des informations comptables achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations boursières rapportées au client	Somme des informations boursières achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations stratégiques rapportées au client	Somme des informations stratégiques achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations prévisionnelles rapportées au client	Somme des informations prévisionnelles achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations économiques rapportées au client	Somme des informations économiques achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
	Nombre d'informations primaires rapportées au client	Somme des informations primaires achetées que le répondant à décider de rapporter à son client
Nombre d'informations secondaires rapportées au client	Somme des informations secondaires achetées que le répondant à décider de rapporter à son client	

Tableau 37 : Calcul des mesures de la variable à expliquer (Acquisition IFC)

	Variables	Mode de calcul
Traitement IFC	Traitement Information Comptable	Somme des informations comptables traitées par les répondants
	Traitement Information boursière	Somme des informations boursières traitées par les répondants
	Traitement Information stratégique	Somme des informations stratégiques traitées par les répondants
	Traitement Information prévisionnelle	Somme des informations prévisionnelles traitées par les répondants
	Traitement Information économique	Somme des informations économiques traitées par les répondants
	Traitement Information secondaire	Somme des informations secondaires traitées par les répondants
	Traitement IFC	Somme de l'ensemble des IFC traitées par les répondants
	Traitement Information primaire	Somme des informations primaires traitées par les répondants

Tableau 38 : Calcul des mesures de la variable à expliquer (Traitement IFC)

	Variables	Mode de calcul
Importance accordée aux IFC	Somme importance accordée à l'information comptable	Somme note accordée (importance) aux informations comptables par les répondants
	Somme importance accordée à l'information boursière	Somme note accordée (importance) aux informations boursières par les répondants
	Somme importance accordée à l'information stratégique	Somme note accordée (importance) aux informations stratégiques par les répondants
	Somme importance accordée à l'information économique	Somme note accordée (importance) aux informations économiques par les répondants
	Somme importance accordée à l'information prévisionnelle	Somme note accordée (importance) aux informations prévisionnelles par les répondants
	Somme importance accordée à l'information primaire	Somme note accordée (importance) aux informations primaires par les répondants
	Somme importance accordée à l'information secondaire	Somme note accordée (importance) aux informations secondaires par les répondants
	Importance accordée aux IFC rapportées au client	Somme note accordée (importance) à l'ensemble des IFC que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information comptable rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations comptables que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information boursière rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations boursières que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information stratégique rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations stratégiques que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information économique rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations économiques que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information prévisionnelle rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations prévisionnelles que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information primaire rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations primaires que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Importance accordée à l'information secondaire rapportée au client	Somme note accordée (importance) aux informations secondaires que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients
	Score de l'importance accordée à l'ensemble des IFC	Somme note accordée à l'ensemble des IFC que les répondants ont décidé de rapporter à leurs clients

Tableau 39 : Calcul des mesures de la variable à expliquer (Importance accordée)

2. Les résultats des vérifications de manipulations

Nous rappelons que le mot « manipulations » est particulier au sens de la méthodologie expérimentale. En effet, pour plusieurs auteurs ce mot renvoi aux différentes conditions expérimentales que le chercheur met en place par le biais de son protocole (Schulz 1999, Trotman 1996). Ici, il s'agit des variables relatives au type de relation d'agence et du type d'investisseurs.

Ainsi que l'ont préconisé plusieurs auteurs (Schulz 1999, Patzer 1996), des questions relatives à la bonne manipulation des données ont été introduites dans notre design expérimental. Ainsi, nous avons questionné l'ensemble des participants sur leurs connaissances financières et comptables ainsi que sur leurs expériences sur les marchés financiers et sur les simulations boursières. Le but de ces vérifications de manipulations est de s'assurer qu'il n'existe pas de biais introduit dans notre étude expérimentale par l'inadéquation de la population participante par rapport à celle étudiée.

S'agissant de l'étude d'association entre deux variables nominales, le test de Khi-deux a été utilisé pour vérifier l'existence d'un lien entre les variables étudiées et le coefficient de Phi et celui de Cramer pour attester de la force du lien (Ghewy 2010, Kinnear et Gray 2006). Le coefficient Phi et de contingence sont égaux dès lors que l'on compare deux variables nominales (Ghewy 2010). Le coefficient de Cramer reflète une intensité importante du lien d'association dès lors qu'il est proche de 1 (Ghewy 2010).

Les résultats suivant ont été obtenus :

Variables		Effectifs		Test d'association		Intensité du lien	
		Investisseur Institutionnel	Investisseur individuel	Khi-Deux	Significativité	V de Cramer	Coefficient de contingence
PER	1	65	11	90,617	0,00	0,753	0,601
	2	8	2				
	3	7	67				
Moyenne mobile	1	30	5	75,657	0,00	0,688	0,567
	2	37	7				
	3	13	68				
Volatilité	1	51	44	39,249	0,00	0,494	0,444
	2	28	7				
	3	1	29				
EBITDA	1	52	15	56,614	0,00	0,595	0,511
	2	17	7				
	3	11	58				
Expérience dans les marchés financiers	1	31	6	21,973	0,00	0,371	0,347
	2	49	74				
Simulation boursière	1	57	22	30,63	0,00	0,438	0,401
	2	23	58				

Tableau 40 : Tests d'indépendance de Khi-Deux

Afin de vérifier la bonne manipulation de notre variable explicative « type d'investisseur » ayant deux modalités, l'investisseur institutionnel et individuel, nous avons opéré des vérifications de manipulations sous la forme de différentes questions techniques. Le test d'indépendance du khi-deux permet de vérifier l'existence d'un lien entre deux variables nominales, avec pour H_0 : les deux variables nominales sont indépendantes ou n'ont pas de lien. Dès lors, le rejet de H_0 implique une significativité inférieure à 0,05. Nous remarquons ainsi que tous nos tests d'indépendance sont significatifs, démontrant ainsi, qu'il existe bien un lien entre le type d'investisseur et la réponse des participants aux différentes questions techniques et sur leur expérience globale dans les marchés financiers.

Concernant les quatre questions techniques posées dans notre protocole relatives au PER, aux moyennes mobiles, à la volatilité du titre financier et enfin à l'EBITDA, les résultats démontrent que l'intensité du lien est très forte avec des coefficients de Cramer et phi élevés (proches de 1). Cela démontre bien que les proxies d'investisseurs institutionnels ont des connaissances techniques et financières plus élevées que les proxies d'investisseurs individuels.

L'expérience dans les marchés financiers n'est pas fortement liée au type d'investisseur comme le démontre les coefficients plutôt bas (0,371) mais le nombre de réponses codées (2 : Non) sont plus importantes chez les proxies investisseurs individuels qu'institutionnels. Ainsi, nous pouvons dire que les proxies d'investisseurs individuels sont moins actifs sur les marchés

financiers que les proxies des investisseurs institutionnels, ce qui reflète la réalité de la situation que nous désirons manipuler.

Enfin, concernant l'expérience des répondants dans les simulations boursières, qui pourrait s'apparenter à une expérience débutante dans les marchés financiers, il en résulte que les investisseurs institutionnels ont une expérience plus importante dans ce genre d'activité que les investisseurs individuels. L'intensité du lien étant modérée (0,438).

Ainsi, nous pouvons conclure que nos *vérifications des manipulations* ont été concluantes. En effet, elles sont conformes à la revue de littérature qui démontre bien que les investisseurs institutionnels sont plus expérimentés et disposent de plus de compétences techniques que les investisseurs individuels (Havas Paris-CSA 2014, Ramalingegowda et Yu 2011, Barber et al. 2009, Frederickson et Miller 2004, Menkhoff 2002, Monks et Minow 1995, Bissel 1972).

SECTION 2 – LE CONTEXTE DES BESOINS DIFFERENCIÉS : LA SITUATION DE REDDITION DES COMPTES

Nous allons à présent exposer les résultats obtenus grâce à notre démarche méthodologique. Rappelons que nous cherchons à déterminer les besoins en informations financières et comptables des investisseurs institutionnels en les comparant avec ceux des investisseurs individuels et en mettant en évidence l'impact du type de relation d'agence sur ces besoins en IFC. C'est ainsi qu'une étude expérimentale a été menée avec des proxies d'investisseurs institutionnels et individuels. Notre modèle de recherche mesure les besoins en IFC des investisseurs par le biais de l'achat, le traitement et l'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision d'investissement. Il permet également de déterminer si les divergences en terme de besoins en IFC des investisseurs proviennent de caractéristiques propres à leurs natures ou à celles relatives au type de relation d'agence dans laquelle ils se trouvent.

Nous nous attardons tout d'abord aux résultats de nos différentes hypothèses de recherche en ayant recours à la littérature et aux verbatim issus de notre étude qualitative (1), pour ensuite présenter les résultats de tests complémentaires (2).

1. Les résultats de l'étude

Nous présentons ci-après les résultats par thème, d'abord ceux relatifs à l'acquisition des IFC (1.1.), puis ceux relatifs au traitement des IFC (1.2.) et enfin ceux liés à l'importance accordée aux IFC (1.3.). Les résultats seront commentés au fur et à mesure à l'aide de la revue de littérature effectuée et en les croisant avec les résultats de l'étude qualitative quand ceci sera possible.

1.1. L'acquisition des IFC

Nous avons mesuré l'acquisition des IFC par le nombre d'IFC achetées par chaque participant. Nous présentons dans ce qui suit les résultats concernant le comportement d'acquisition des IFC par rapport au type de relation d'agence et d'investisseurs (1.1.1.), au type des IFC (1.1.2.) et enfin à la situation de reddition de comptes (1.1.3.).

1.1.1. L'effet modérateur du type de relation d'agence dans l'acquisition des IFC

Afin de connaître l'origine du comportement d'acquisition des IFC lors de la prise de décision d'investissement, nous avons émis comme hypothèses, que l'acquisition des IFC dépend :

- directement du type d'investisseurs (H1),
- ou du type de relation d'agence dans laquelle l'investisseur se trouve (H4.1) en proposant qu'en l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel achète plus d'informations financières et comptables que l'investisseur individuel, lors de sa prise de décision d'investissement.

Les résultats de ces hypothèses démontrent que le comportement d'acquisition des IFC des investisseurs ne dépend pas de leurs natures (institutionnel ou individuel) mais plutôt du type de relation d'agence dans lequel ils se trouvent. Les tableaux suivants résument les résultats obtenus pour ces deux premières hypothèses⁹.

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	Test t	
H1	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	Diff de Moyenne	Sign
Nombre d'IFC Achetées	<i>Institutionnel</i>	80	9,3	0,183	0,239	0,23 (Ns)
	<i>Individuel</i>	80	9,01			

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H1	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Z	Sign
Nombre d'IFC Achetées	<i>Institutionnel</i>	80	85,04	-1,502	0,133 (NS)
	<i>Individuel</i>	80	75,96		

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	Test post-hoc		Welch		
H4.1.	Type de relation d'agence	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Diff de Moyenne	Sign	Statistique	Sign
Nombre d'IFC Achetées	<i>Double</i>	40	8,75	0,000	4,228	0,015*	-0,950	0,013*	7,474	0,001**
	<i>Double professionnelle</i>	40	9,70							

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H4.1.	Type de relation d'agence	N	Rang moyen	Z	Sign
Nombre d'IFC Achetées	<i>Double</i>	40	34,29	-2,914	0,004**
	<i>Double professionnelle</i>	40	46,71		

Légende

Z: Statistique du test de Mann-Whitney pour échantillon indépendants (H0: La médiane des rangs de données des deux groupes est équivalente)

Rejet H0: p < 0,05. **Significatif au seuil de 5%, ***Significatif au seuil de 1%, NS: non significatif

Test de Levene: Test d'égalité des variances (H0: Les variances des deux groupes sont égales).

Accepte H0 si p > 0,05.

Tableau 41 : Résultats statistiques des tests des hypothèses H1 et H4.1

⁹ Puisqu'il s'agit de tests sur deux échantillons indépendants, le test non paramétrique Mann-Whitney et l'analyse de variance ANOVA ont été entrepris.

Les résultats du test de l'hypothèse H1 nous démontrent que le comportement d'acquisition des IFC ne dépend pas du type d'investisseurs. En effet, les résultats de ce test soulignent que l'investisseur institutionnel et individuel ont à priori le même comportement d'achat des IFC.

Cependant, les résultats des tests de l'hypothèse 4.1 sont satisfaisants. En effet, nous constatons que la différence de moyenne entre un investisseur institutionnel se trouvant dans une relation d'agence double professionnelle et un investisseur individuel placé dans une relation d'agence double (0,95) est significative au seuil de 1% pour les deux tests.

Ainsi, le comportement d'achat des IFC est impacté seulement par le type de relation d'agence dans laquelle se trouve l'investisseur.

Les résultats sont en accord avec ceux de Shanteau (1992), Perkins et Rao (1990), Jacoby et al. (1986) et Brucks (1985) qui ont démontré que les investisseurs expérimentés ont des stratégies d'acquisition des IFC différentes des investisseurs moins expérimentés.

Les résultats de notre étude qualitative démontrent également que le comportement d'achat des IFC des investisseurs institutionnels diffère de celui des investisseurs individuels. En effet, 60% des IFC déclarées être utilisées par les investisseurs interrogés sont attribuées aux investisseurs institutionnels.

Au vu de ces résultats, nous avons pressenti que le type de relation d'agence pourrait jouer le rôle de variable modératrice, entre la relation qui unit le type d'investisseur et le nombre d'IFC achetées. En effet, le processus de modération permet ici de répondre à la question : quand le type d'investisseur impacte de manière plus ou moins importante le comportement d'acquisition des IFC. Nous avons ainsi entrepris de tester cette relation de modération par le biais de la macro « MODEPROB » de Preacher et Hayes (2007) qui confirme notre postulat. Les résultats se présentent comme suit :

Test du modèle	F	Sign	Coefficient	Sign
Constante	3,29	0,022*	7,2	0,000
VI = Typologie d'investisseur			1,3	0,0441*
VD= Nombre IFC achetées			1,325	0,0052**
Interaction: VI*Z			-0,925	0,0134*

Avec Z, la variable modératrice type de relation d'agence.

Tableau 42 : Résultats modération du type de relation d'agence

Nous remarquons que le modèle comportant le terme d'interaction entre le type d'investisseur et de relation d'agence est significatif au seuil de 5%. Le terme d'interaction est également

significatif et permet de valider l'effet de modulation exercé par la variable type de relation d'agence. Le comportement d'acquisition des IFC est impacté par le type d'investisseur mais également le type de relation d'agence dans lequel il se trouve. Le graphique suivant permet une meilleure représentation des résultats de la modulation :

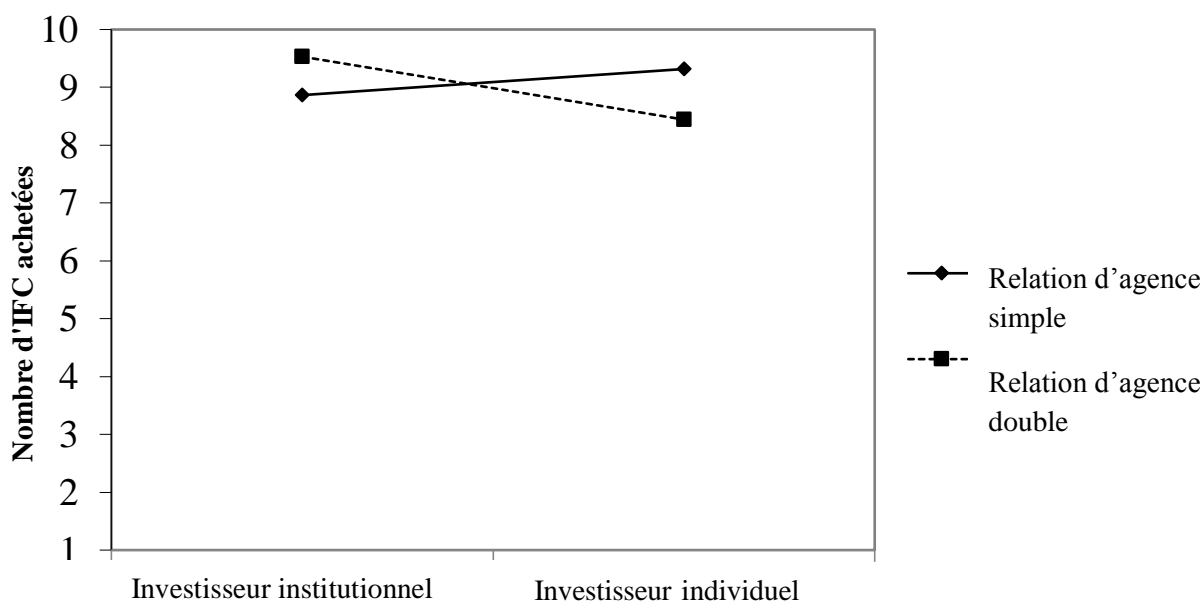


Figure 48 : Graphique de l'effet modérateur du type de relation d'agence

Nous remarquons bien que pour l'investisseur institutionnel le nombre d'IFC achetées est plus important lorsque ce dernier est dans une relation d'agence double professionnelle, alors que pour l'investisseur individuel c'est l'inverse ; il achète plus d'IFC lorsqu'il est en relation d'agence simple. Nous avons donc une modulation du type de relation d'agence dans la relation entre le type d'investisseur et le comportement d'acquisition des IFC.

1.1.2. Le comportement d'acquisition des IFC diffère selon le type des IFC

Après s'être intéressé au comportement d'achat des investisseurs institutionnels et individuels par rapport à l'ensemble des IFC proposées, nous allons à présent détailler les résultats obtenus par type d'IFC achetées par chaque type d'investisseurs via le test de nos hypothèses H1.1, H1.2 et H1.3.

Rappelons à cet égard, qu'après le déroulement de notre étude qualitative, les IFC ont été classifiées en deux typologies différentes, l'information primaire et l'information secondaire. L'information primaire se compose de l'information comptable, stratégique et celle relatif aux

ratios financiers. L'information secondaire, quant à elle, se compose de l'information boursière, prévisionnelle et enfin économique.

- *IFC primaire, IFC comptables*

L'hypothèse H1.1 postulait que l'investisseur institutionnel achète plus d'informations primaires que l'investisseur individuel pour sa prise de décision. Les résultats démontrent bien une différence dans le comportement d'achat des informations primaires entre les deux types d'investisseurs, mais la différence est dans le sens inverse que celui escompté. En effet, au vu des résultats c'est l'investisseur individuel qui achète plus d'informations primaires que l'investisseur institutionnel pour prendre sa décision d'investissement.

L'hypothèse H1.2 spécifiait que la différence entre le nombre d'informations primaires achetées est due au nombre d'informations comptables achetées. Les résultats démontrent bien une différence entre le nombre d'informations comptables achetées par l'investisseur institutionnel et individuel. Cependant, à l'image du précédent résultat, on remarque que c'est l'investisseur individuel qui achète plus d'informations comptables que l'institutionnel.

Les résultats statistiques de nos tests sont présentés ci-dessous :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H1.1	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Nombre Informations Primaires achetées	<i>Institutionnel</i>	80	4,61	0,108	4,603	0,033*
	<i>Individuel</i>	80	5,14			

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H1.2	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Nombre Informations Comptables achetées	<i>Institutionnel</i>	80	3,19	0,051	17,617	0,000**
	<i>Individuel</i>	80	4,16			

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H1.2	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Z	Sign
Nombre Informations Comptables achetées	<i>Institutionnel</i>	80	73,23	-2,029	0,043*
	<i>Individuel</i>	80	87,77		

Tableau 43 : Résultats statistiques des tests des hypothèses H1.1 et H1.2

Nous remarquons ainsi que ce sont les investisseurs individuels qui utilisent le plus, les informations comptables malgré leurs faibles connaissances techniques. Ces résultats sont en accord avec ceux de Chang et al. (1983) qui ont étudié les besoins informationnels des investisseurs individuels, ainsi que de ceux de Gniewoz (1990) qui ont étudié le contenu

informatif du rapport annuel pour les investisseurs individuels et institutionnels. Il démontre donc que le rapport annuel ne comporte pas de contenu informatif pour les investisseurs institutionnels mais est fortement utilisé par les investisseurs individuels. L'étude expérimentale de Lipe (1998) et l'étude qualitative de Proshare (1999) permettent également de conclure de l'utilisation massive des informations comptables par les investisseurs individuels plutôt que des informations financières issues des marchés.

Les verbatim suivants extraits de nos retranscriptions d'entretiens avec les investisseurs individuels permettent également de souligner l'utilisation de l'information comptable par les investisseurs individuels :

« On va regarder si le groupe est déficitaire, on va regarder peut-être son endettement, on va regarder la distribution de dividende.. »,

Retranscription entretien investisseur individuel 2,

« .. euh, principalement l'évolution du chiffre d'affaires, l'évolution du bénéfice, l'endettement... »

Retranscription entretien investisseur individuel 6,

« On utilise alors le chiffre d'affaires de l'entreprise, les prévisions de résultat et de chiffre d'affaires à l'horizon de 3 ans »

Retranscription entretien investisseur individuel 8,

« ben en fait il y a les annonces de résultats. Si leurs annonces de résultats, le résultat il est meilleur qu'attendu pour moi ça m'arrive très souvent de regarder et de dire ah elle est pas chère....

....parce que c'est vrai que ça fait partie des critères qui peuvent être important et ce n'est pas toujours très facile d'avoir le taux d'endettement de l'entreprise. »

Retranscription entretien investisseur individuel 12.

- *IFC boursières*

L'hypothèse H1.3 quant à elle examinait si les investisseurs institutionnels achetaient plus d'informations boursières que les investisseurs individuels. Les résultats démontrent que cette hypothèse est acceptée :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA		Welch	
H1.3	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Statistique	Sign
Nombre Informations boursières achetées	<i>Institutionnel</i>	80	2,33	0,018	9,744	0,002**	9,744	0,002**
	<i>Individuel</i>	80	1,73					

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H1.3	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Z	Sign
Nombre Informations boursières achetées	<i>Institutionnel</i>	80	90,90	-2,934	0,003**
	<i>Individuel</i>	80	70,10		

Tableau 44: Tests statistique de l'hypothèse H1.3

Ces résultats sont en accord avec ceux trouvés par Constantinescu 2012, Dahlquist et Robertsson 2001 et Badrinath et al. 1996 qui démontrent que les investisseurs institutionnels recherchent avant tout des titres liquides pour leurs placements. La liquidité d'un titre financier a été classifiée comme une information de type boursière.

Les verbatim issus de notre étude qualitative montrent également que les investisseurs institutionnels sont particulièrement attentifs à ce type d'IFC :

« ... On regarde le bêta, la volatilité du titre, et on a tout de suite une idée. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 5,

« On va utiliser le phénomène de suivi de tendance en valeur relative par rapport au marché. Et on ne détermine pas la performance du titre mais la performance du titre par rapport au marché... ça c'est la base de notre premier modèle qui détermine notre position à l'achat ou à la vente. Et on coupe ces positions avec un second modèle, qui est un modèle d'analyse technique classique, qui détermine pour chaque valeur un range c'est-à-dire un niveau d'achat enfin un range ça veut dire un niveau de support et un niveau de résistance. On achète ou on vend, on prend position à l'intérieur de ce range, si c'est une position à l'achat, on va vendre la position sur le niveau de résistance, si c'est une position à la vente, on va racheter le titre sur les niveaux correspondants au support au fait.

G : En clair il n'y a pas d'information financière parce qu'on considère que l'information financière nous on l'a pas mais les autres l'ont... Donc le cours reflète les informations financières disponibles pour les investisseurs. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 8,

« C'est-à-dire qu'on ne peut pas traiter... enfin tous les titres n'ont pas la même liquidité et c'est un facteur très important ... Euh parce qu'il ne faut pas vendre ces actions tous les jours, il ne faut pas prendre le risque d'avoir des ordres sur les actions qui ne peuvent pas être exécuté ; donc c'est pour ça qu'on fait ce premier choix ».

Retranscription entretien investisseur institutionnel 11,

« Je vais regarder peut-être d'un point de vue chartiste si on va pas buter sur des trop grosses résistances. Ou à contrario si un dossier m'intéresse mais je trouve qu'il a beaucoup monté ben je vais essayer de trouver un support en attente que ça baisse un peu et venir me positionner sur un support hein ? »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 13.

1.1.3. Le comportement d'acquisition des IFC et la reddition de comptes

Nous poursuivons la présentation de nos résultats en nous nous intéressons à ceux relatifs à la reddition des IFC aux clients des investisseurs. Nous rappelons à cet égard que le traitement expérimental a permis de simuler une situation de reddition de compte pour l'investisseur institutionnel et individuel.

- Cas général

L'hypothèse H4.2 postule qu'en l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel rapporte moins d'IFC à son client que l'investisseur individuel. Cette hypothèse cherche à vérifier l'idée d'une plus grande asymétrie d'information dans le cadre d'agence professionnel proposé par Sharma (1997). Les résultats démontrent que la différence de moyennes entre le nombre d'IFC rapportées au client par l'investisseur institutionnel et l'investisseur individuel est significative au seuil de 1%. Cependant, ces tests démontrent que le sens de la différence entre les moyennes des deux groupes est inverse à celui prédit par notre hypothèse. En effet, il apparaît que c'est l'investisseur individuel qui rapporte moins d'IFC à son client que l'investisseur institutionnel. Autrement dit, l'expertise du professionnel n'entraîne pas de réduction dans la masse des informations rapportées.

L'hypothèse H4.3 concerne la reddition d'IFC par rapport au nombre d'IFC achetées au départ pour chaque type d'investisseur. Il s'agit de comparer les différences de moyennes entre le nombre d'informations achetées et celui rapportées par chaque type d'investisseur. Les résultats confirment notre hypothèse et démontrent que les investisseurs institutionnels et individuels rapportent en moyenne environ 2 informations en moins que celles qu'ils avaient achetées.

Les tableaux suivants démontrent les tests statistiques opérés :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	Test post-hoc		
H4.2	Type de relation d'agence	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Diff de Moyenne	Sign
Nombre d'IFC Rapportées	<i>Double</i>	40	6,225	0,75 (Ok)	350,472	000*	-1,325	0,001**
	<i>Double professionnelle</i>	40	7,55					

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H4.2	Type de relation d'agence	N	Rang moyen	Z	Sign
Nombre d'IFC Rapportées	<i>Double</i>	40	33,74	-2,634	0,008**
	<i>Double professionnelle</i>	40	47,26		

TESTS PARAMETRIQUES				Test-t échantillon apparié	
H4.3	Paire	N	Moyenne	Diff de Moyenne	Sign
Investisseur institutionnel	<i>Nombre IFC achetées</i>	40	9,7	2,15	0,000**
	<i>Nombre IFC rapportées</i>	40	7,55		
Investisseur individuel	<i>Nombre IFC achetées</i>	40	8,75	2,525	0,000**
	<i>Nombre IFC rapportées</i>	40	6,23		

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Wilcoxon	
H4.3	Paire	N	Z	Sign	
Investisseur institutionnel	<i>Nombre IFC achetées</i>	40	-4,387	0,000**	
	<i>Nombre IFC rapportées</i>	40			
Investisseur individuel	<i>Nombre IFC achetées</i>	40	-4,892	0,000**	
	<i>Nombre IFC rapportées</i>	40			

Légende

Test de Levene : Ok si sig > 0,05

Test de Mann-whitney (H0: La médiane des rangs de données des deux groupes est équivalente)

Test de Wilcoxon pour échantillons appariés (H0: Les estimateurs de moyennes sont égaux)

Rejet H0 si p < 0,05. * Significatif au seuil de 1%, ** Significatif au seuil de 5%

Tableau 45 : Résultats tests paramétriques et non paramétriques H4.2 et H4. 3

Ces résultats sont en désaccord avec le postulat de notre cadre théorique proposé par Sharma (1997) qui énonce que la relation d'agence double professionnelle dans laquelle se trouve l'investisseur institutionnel donne lieu à une asymétrie d'information beaucoup plus grande entre ce dernier et le bénéficiaire initial.

Il suppose donc que l'investisseur individuel (bénéficiaire initial) présent dans cette relation d'agence double professionnelle et faisant appel à l'investisseur institutionnel pour réaliser ces placements, est beaucoup moins compétent que celui investissant directement pour son propre compte (relation d'agence simple). En effet, le contrat d'agent professionnel postule que l'agent

professionnel (investisseur institutionnel) a plus de connaissances techniques que le bénéficiaire initial (investisseur individuel) ce qui implique une asymétrie d'information plus grande. Ce dernier ne sachant pas seulement ce que fait l'agent mais il ne sait pas non plus comment fait l'agent. Ces postulats se trouvent réfutés par les résultats de notre expérimentation. En effet, l'investisseur individuel se trouvant dans une relation d'agence double professionnelle ou simple apparaît avoir les mêmes compétences car on ne trouve pas d'asymétrie d'information et donc de pouvoir plus importante dans le contrat d'agence professionnelle que dans le contrat d'agence classique.

Le verbatim suivant issu de notre étude qualitative démontre en effet, la reddition de compte que font les gérants de fonds auprès de leur client et leur volonté « déclarée » de les tenir informés de leurs stratégies de gestion :

« Enfin nous c'est ce qu'on recommande vivement à nos clients, après on les conseille euh... on les conseille on les accompagne en leur donnant énormément de ... on est très proche de nos clients parce qu'on les rencontre très régulièrement on les rencontre en moyenne... on se balade dans toute l'Europe on se balade ... la semaine prochaine je vais à Vienne je vais rencontrer des clients là-bas donc on les rencontre en forme d'assemblée euh on les rencontre donc on leur explique nos stratégies d'investissement nos vues et donc la façon dont on se positionne »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 15.

- *Cas des informations négatives*

Nous nous intéressons enfin avec l'hypothèse H4.4, à la situation de reddition des IFC lorsque les investisseurs achètent une information présentant une éventuelle influence négative sur leur prise de décision d'investissement. En effet, comme explicité précédemment, nous avons entrepris d'insérer dans notre protocole expérimental des informations boursières et stratégiques censées présenter négativement le titre financier proposé à l'achat.

Il apparaît au vu des résultats que l'investisseur institutionnel et individuel rapportent moins à leur client d'informations boursières et stratégiques que celles qu'ils ont achetées. Ainsi, nous vérifions notre hypothèse H4.4 au seuil de significativité de 1%.

Les résultats des tests se présentent comme suit :

TESTS PARAMETRIQUES					
H4.4	Paire	N	Moyenne	Test-t échantillon apparié	
				Diff de Moyenne	Sign
Investisseur individuel	<i>Nombre Informations boursières achetées</i>	40	1,6	0,7	0,000**
	<i>Nombre Informations boursières rapportées</i>	40	0,9		
	<i>Nombre Informations stratégiques achetées</i>	40	0,83	0,225	0,005**
	<i>Nombre Informations stratégiques rapportées</i>	40	0,6		
Investisseur institutionnel	<i>Nombre Informations boursières achetées</i>	40	2,3	0,8	0,000**
	<i>Nombre Informations boursières rapportées</i>	40	1,5		
	<i>Nombre Informations stratégiques achetées</i>	40	1,05	0,15	0,032*
	<i>Nombre Informations stratégiques rapportées</i>	40	0,9		

TESTS NON PARAMETRIQUES				
H4.4	Paire	N	Test de Wilcoxon	
			Z	Sign
Investisseur individuel	<i>Nombre Informations boursières achetées</i>	40	-3,934	0,000**
	<i>Nombre Informations boursières rapportées</i>	40		
	<i>Nombre Informations stratégiques achetées</i>	40	-2,714	0,007**
	<i>Nombre Informations stratégiques rapportées</i>	40		
Investisseur institutionnel	<i>Nombre Informations boursières achetées</i>	40	-3,69	0,000**
	<i>Nombre Informations boursières rapportées</i>	40		
	<i>Nombre Informations stratégiques achetées</i>	40	-2,121	0,034*
	<i>Nombre Informations stratégiques rapportées</i>	40		

Tableau 46 : Résultats test t pour échantillons appariés et test de Wilcoxon de H4.4

Ces résultats sont en accord avec ceux de Bellando (2008) qui soulignait que l'investisseur institutionnel ne procède pas à un reporting fidèle et complet à son client pour expliquer sa décision d'investissement afin de ne pas divulguer « *son procédé de fabrication* ».

Pour résumer les résultats de cette première mesure des besoins en IFC des investisseurs, nous pouvons dire :

- que le comportement d'acquisition des investisseurs dépend seulement du type de relation d'agence dans lequel ils se trouvent. L'investisseur institutionnel se trouvant dans une situation de reddition de compte achète plus d'IFC que l'investisseur individuel qui se trouve dans une relation d'agence simple. Ainsi, le type de relation d'agence est le modérateur de la relation entre le type d'investisseur et l'acquisition des IFC.
- le comportement d'acquisition des investisseurs diffère selon le type des IFC. Les investisseurs individuels achètent plus d'informations primaires et plus particulièrement comptables que les investisseurs institutionnels. Alors, que les informations boursières sont plus achetées par les investisseurs institutionnels que par les investisseurs individuels.
- de manière globale, les investisseurs institutionnels et individuels (mis en situation de reddition de compte) rapportent moins d'IFC que ceux achetées à leurs clients. Mais, c'est l'investisseur individuel qui en rapporte le moins.
- les investisseurs indifféremment, lorsque les informations achetées ne confortent pas leurs décisions d'investissement, rapportent à leurs clients moins d'informations que celles qu'ils ont achetées.

1.2.Le traitement des IFC

Nous présentons ci-après les résultats relatifs à la mesure du traitement des IFC par les investisseurs afin d'apprécier leurs besoins en informations financières et comptables. Nous exposons tout d'abord les résultats démontrant l'effet médiateur du type de relation d'agence (1.2.1) puis nous nous intéressons au traitement des IFC selon les différents types d'IFC (1.2.2).

1.2.1. L'effet médiateur du type de relation d'agence dans le traitement des IFC

Ainsi, nous avons postulé en H2 que le traitement des IFC dépendra du type d'investisseur, et plus précisément que l'investisseur institutionnel traitera plus d'IFC que l'individuel lors de sa prise de décision d'investissement. Les résultats démontrent que le traitement des IFC semble ne pas différer selon le type d'investisseur. En d'autres termes, l'investisseur institutionnel et individuel effectuent le même traitement (calcul, réflexion) des IFC qu'ils achètent avant de prendre leur décision d'investissement.

Les résultats des tests se présentent comme suit :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H2	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Traitement des IFC	<i>Institutionnel</i>	80	7,55	0,643	1,465	0,228 (NS)
	<i>Individuel</i>	80	7,08			

TESTS NON PARAMETRIQUES					
H2	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Test de Mann-Whitney	
				Z	Sign
Traitement des IFC	<i>Institutionnel</i>	80	85,31	-1,337	0,181 (NS)
	<i>Individuel</i>	80	75,69		

Tableau 47 : Résultats test ANOVA et Mann-Whitney de H2

Ces résultats ne sont pas en accord avec ceux de la littérature qui soulignent la différence de traitement des IFC par les investisseurs individuels et institutionnels (Menkhoff 2002, Wilson 1975). Ils sont également en désaccord avec ceux de notre étude qualitative qui démontrent que 72% des investisseurs individuels interrogés préfèrent la recherche externe (donc des informations déjà traitées) comme source d'informations principales alors que les investisseurs institutionnels se réfèrent aux états financiers des entreprises majoritairement.

Cependant, notre prochaine hypothèse H4.5, propose d'intégrer à cette relation simple et directe un effet médiateur du type de relation d'agence qui pourrait changer la significativité de cette relation. Ainsi, nous avons utilisé la macro « MEDIATE » de Preacher et Hayes (2007) avec un bootstrap effectué sur un échantillon de 5000.

Les résultats nous permettent de conclure que l'effet indirect est significatif. En d'autres termes, ce n'est pas le type d'investisseur qui impacte directement le traitement des IFC effectué, mais

c'est le type de relation d'agence dans lequel l'investisseur se trouve qui influe sur le traitement des IFC effectué.

Les résultats se présentent comme suit :

Effets directs et totaux				
Variables	β	E.S	t	Sign
Effet de la typologie d'investisseur sur le traitement des IFC (c)	-0,6	0,3964	-1,5136	0,1321
Effet de la typologie d'investisseur sur la typologie de relation d'agence (a)	-0,5	0,1258	-3,9749	0,0001**
Effet de la typologie de relation d'agence sur le traitement des IFC (b)	0,74	0,2445	3,0269	0,0029**
Effet de la typologie d'investisseur sur le traitement des IFC, en contrôlant la typologie de relation d'agence (c')	-0,23	0,4054	-0,5673	0,5713

Résultat du Bootstrap pour les effets indirects						
	Moyenne	E.S	LB 99% IC	LH 99% IC	LB 95% IC	LH 95% IC
Effets	-0,3679	0,154	-0,8479	-0,0508	-0,7155	-0,107

Légende
 N= 160. Les coefficients β sont non standardisés. La taille de l'échantillon pour le bootstap est de 5000
 LB: Limite basse, LH: Limite haute, IC: Intervalle de confiance
 * = $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.
 a, b , c , c':lien du modèle de médiation

Tableau 48 : Résultat médiation avec bootstrap

Nous remarquons que l'effet médiateur existe bien car il respecte toutes les conditions requises selon Preacher et Hayes (2007) :

- le lien (a) démontrant la relation entre la variable indépendante et la variable médiatrice est significatif au seuil de 1%,
- le lien (b) démontrant la relation entre la variable médiatrice et la variable dépendante est significatif au seuil de 1%,
- la différence entre les coefficients bêta du lien (c et c') est différente de 0 et $c' > c$, ce qui démontre une médiation partielle (MacKinnon et al 1995).

L'effet médiateur existant va ensuite faire l'objet de la procédure du bootstrap qui permet de tester son ampleur comme explicité précédemment. Les résultats du bootstrap répliquant le test 5000 fois, permettent de juger de l'effet significatif de la médiation au seuil de 5% et de 1%.

Ces résultats sont en accord avec ceux de notre cadre théorique et de notre revue de littérature qui stipulent que l'investisseur institutionnel bénéficie d'économies d'échelles dans le

traitement des IFC en raison de sa spécialisation (Menkhoff 2002, Wilson 1975). Jacoby et al. (2001), Elliot et al. (2008), Epstein et Pava (1993) ont également démontré que les investisseurs individuels préféraient des informations déjà traitées car ils ne disposaient pas des compétences nécessaires pour le faire.

Notre étude qualitative fait ressortir les verbatim suivants pouvant illustrer le résultat de cette sous-hypothèse :

« Est-ce que cette information que vous récoltées vous la retraitez ?

G : Oui cela va de soi, on recalcule des ratios... »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 29,

« Il peut y avoir des retraitements surtout en net. Mais après l'idéal c'est en fonction de l'activité qu'il faut retraiter.... on retraite en fonction de l'activité et c'est là l'analyse... vous analyser pas une société immobilière comme une société industrielle ou comme une société qui fait que des cliniques et qui vend les murs enfin ce genre de truc. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 9,

« Donc vous les retraitez ?

G : ah on les retraite complètement pour enlever les éléments exceptionnels, quand il y'a de l'investissement... Quand par exemple il y'a beaucoup de capex qui est investi dans la croissance de l'entreprise. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 11,

« F : pour l'information comptable est-ce que vous faites des calculs ?

M : les PER et tout ça là ?

F : oui voilà des choses comme ça

M : non non parce que ça me semble... euh après voilà je ne suis pas financier... »

Retranscription entretien investisseur individuel 4,¹⁰

« F : d'accord, est-ce que vous calculez des informations, vous les traitez ?

M : non qu'est-ce que vous voulez que je recalcule ? non non on n'a pas les moyens à notre niveau j'essaye de me faire une opinion à travers de ces 3 ou 4 journaux.. »

Retranscription entretien investisseur individuel 7.

Avec ces résultats, nous pouvons dès à présent tester si le traitement des IFC diffèrera entre les différents types d'investisseurs selon le type de relation d'agence dans lequel ils se trouvent.

¹⁰ F : Chercheur, G : Gérant de fond

L'hypothèse H4.6 postulait qu'en l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel traite plus d'IFC. Nos résultats démontrent que l'investisseur institutionnel traite plus d'IFC lorsqu'il est en relation d'agence double professionnelle que lorsqu'il est en relation d'agence simple.

L'hypothèse H4.7 démontre quant à elle, que le traitement des IFC ne diffère pas pour l'investisseur individuel quel que soit le type de relation d'agence dans lequel il se trouve.

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA		Welch	
H4.6	Type de relation d'agence	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Statistique	Sign
Traitement des IFC (institutionnel)	<i>Simple</i>	40	6,65	0,007	12,006	0,001**	12,006	0,001**
	<i>Double professionnelle</i>	40	8,45					

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H4.6	Type de relation d'agence	N	Rang moyen	Z	Sign
Traitement des IFC (institutionnel)	<i>Simple</i>	40	32,61	-3,104	0,002**
	<i>Double professionnelle</i>	40	48,39		

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H4.7	Type de relation d'agence	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Traitement des IFC (individuel)	<i>Simple</i>	40	7,125	0,521	0,032	0,858 (NS)
	<i>Double</i>	40	7,03			

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H4.7	Type de relation d'agence	N	Rang moyen	Z	Sign
Traitement des IFC (individuel)	<i>Simple</i>	40	40,88	-0,146	0,884 (NS)
	<i>Double</i>	40	40,13		

Tableau 49 : Résultats ANOVA et Mann-Whitney H4.6 et H4.7

Ces résultats confortent les prémisses de notre cadre théorique. En effet, Sharma (1997) soulignait que l'investisseur institutionnel se trouvant dans une relation d'agence double professionnelle recherchera une intégration sociale et une reconnaissance de la part du bénéficiaire initial. Ceci se trouve confirmé par nos résultats qui démontrent que l'investisseur institutionnel traite plus d'IFC lorsqu'il est en situation de reddition parce qu'il doit justifier son placement auprès de son client pour gagner sa reconnaissance.

Notre étude qualitative via le verbatim suivant laissait bien penser que l'investisseur institutionnel traitera plus d'IFC :

« ...Donc on fait évoluer durant cette réunion quotidienne notre scénario macroéconomique via les différents calculs et retraitements opérés, que l'on fige après pour nos clients une fois par trimestre lors d'une réunion trimestrielle que l'on fait à Paris et puis qu'on translate

dans les autres capitales ou grandes villes européennes pour la faire connaître à nos clients. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 16.

Le même raisonnement prévaut pour les résultats de l'hypothèse 4.7 concernant l'investisseur individuel. En effet, ce type d'investisseur ne se trouvant pas dans une relation d'agence double professionnelle mais seulement dans une relation d'agence double « informative » n'aura pas cette recherche de reconnaissance et donc son comportement de traitement des IFC ne différera pas selon le type de relation d'agence dans lequel il sera mis en situation.

1.2.2. Le traitement des IFC diffère selon le type des IFC

Après avoir présenté les résultats du traitement des IFC dans leur ensemble, nous nous intéressons dans ce qui suit à exposer les résultats du traitement de chaque type d'IFC (primaire ou secondaire).

- L'utilisation des ratios financiers

L'hypothèse H2.1 s'intéresse à l'utilisation de ratios financiers par les différents types d'investisseurs. Les résultats démontrent bien que l'investisseur institutionnel traite plus d'informations relatives aux ratios financiers que l'investisseur individuel, pour prendre sa décision d'investissement. Notre sous-hypothèse se trouve donc confirmée. Les résultats se présentent comme suit :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA		Welch	
H2.1	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Statistique	Sign
Traitement ratios financiers	<i>Institutionnel</i>	80	0,40	0,000	21,545	0,000**	21,545	0,000**
	<i>Individuel</i>	80	0,10					

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H2.1	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Z	Sign
Traitement ratios financiers	<i>Institutionnel</i>	80	92,5	-4,368	0,000**
	<i>Individuel</i>	80	68,50		

Tableau 50 : Résultats ANOVA et Mann-Whitney de l'hypothèse H 2.1

Ces résultats sont en accord avec ceux obtenus par Xue et Zhang (2011) qui démontrent l'importante utilisation des ratios financiers par les investisseurs institutionnels pour leurs prises de décision d'investissement. La littérature s'accorde à penser que les ratios financiers ont un pouvoir prédictif important sur le rendement des titres financiers (Piotroski 2000, Bushee 1998, Ou et Penman 1989).

Notre étude qualitative a également permis de mettre en avant l'utilisation plus importante par les investisseurs institutionnels interrogés des ratios financiers par rapport aux investisseurs individuels. Les verbatim suivants issus de notre étude qualitative permettent également de constater l'utilisation des ratios financiers par les gérants de fonds :

« ah oui bien sûr il y'a des calculs de ratios....des ratios comme par exemple Dette nette/EBITDA voilà c'est des choses fondamentales »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 3,

« ...autres critères le PEG, price earning to growth doit être inférieur à deux, alors c'est l'un des critères qu'on regarde comme toutes gestions DCF, euh EV/EBITDA »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 6,

« Je dirais deux composantes principales, euh... une qui peut être des ratios d'endettement, d'abord il y'en a plusieurs mais typiquement dette/Fond propres par exemple »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 10,

« ...on regarde des ratios comme la rentabilité/ capitaux employés pour mettre en relief le bilan et le compte de résultat... ben euh.. ben il y'a rentabilité/ Capitaux employé qu'on utilise pas mal, euh.. et il y'a ben le ratio de génération de free cash par rapport au résultat et au chiffre d'affaire et par rapport au multiple de résultat c'est plutôt des ratios de valorisations. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 12.

- *L'utilisation des informations boursières*

Les résultats de notre étude qualitative nous ont démontré, que les investisseurs individuels déclaraient se fier davantage aux informations secondaires et plus précisément les informations boursières. Ainsi, notre hypothèse H2.2 postulait que ces derniers allaient plus utiliser cette typologie d'information que les investisseurs institutionnels. Cependant, les résultats réfutent notre hypothèse et démontrent contrairement à notre postulat de départ, que c'est l'investisseur institutionnel qui utilise le plus d'informations secondaires plutôt que l'investisseur individuel.

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA		Welch	
H2.2	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Statistique	Sign
Traitement des Informations secondaires	<i>Institutionnel</i>	80	3,75	0,006	10,151	0,002**	10,151	0,002**
	<i>Individuel</i>	80	2,99					

TESTS NON PARAMETRIQUES				Test de Mann-Whitney	
H2.2	Type d'investisseur	N	Rang moyen	Z	Sign
Traitement des Informations secondaires	<i>Institutionnel</i>	80	91,23	-2,980	0,003**
	<i>Individuel</i>	80	69,78		

Tableau 51 : Résultats des tests de l'hypothèse H2.2

On retrouve dans la littérature des résultats démontrant l'utilisation d'informations de type secondaires par les investisseurs institutionnels. Ainsi, Estep (1987) soulignait déjà l'utilisation d'informations boursières complexes (comme par exemple le *price to book ratio*) afin d'évaluer leurs placements. Menkhoff (2002), mais également Falkenstein (1996) ou encore Constantinescu (2012) démontrent l'utilisation d'information relative au titre financier donc de type secondaire pour l'évaluation des investisseurs institutionnels des titres financiers.

Ces résultats sont en accord avec ceux de notre étude qualitative qui démontrent que les investisseurs institutionnels utilisent environ 20% de plus d'informations de type secondaire par rapport aux investisseurs individuels.

Pour résumer, nous pouvons conclure les principaux résultats obtenus concernant la mesure du traitement des IFC comme suit :

- le traitement des IFC ne dépend pas seulement du type d'investisseur. En effet, le traitement des IFC dépend du type d'investisseur mais également le type de relation d'agence dans lequel il se trouve. L'investisseur institutionnel traite plus d'IFC lorsqu'il est en relation d'agence double, alors que le traitement des IFC par l'investisseur individuel ne diffère pas quel que soit le type de relation d'agence dans lequel il se trouve.
- le traitement des IFC dépend de leurs types. Ainsi, les investisseurs institutionnels traitent plus de ratios financiers et d'informations secondaires pour prendre leurs décisions d'investissement que les investisseurs individuels.

1.3. L'importance accordée aux IFC

Nous allons à présent nous pencher sur l'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision d'investissement. Nous exposons d'abord les résultats obtenus pour l'importance accordée aux IFC par type d'investisseur (1.3.1) puis nous nous attardons sur l'importance accordée par type d'investisseur et d'IFC (1.3.2).

1.3.1. L'importance accordée aux IFC élevée par les investisseurs institutionnels

Nous testons l'hypothèse H3 selon laquelle l'investisseur institutionnel accordera plus d'importance aux IFC lors de sa prise de décision d'investissement que l'investisseur individuel. Notre hypothèse se trouve confirmée.

Les résultats se présentent comme suit ¹¹:

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H3	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Score importance donnée aux IFC	<i>Institutionnel</i>	80	35,48	0,971	5,502	0,02*
	<i>Individuel</i>	80	32,59			

Tableau 52 : Résultat statistique de l'ANOVA de l'hypothèse H3

Ces résultats sont en accord avec ceux de Bence et al. (1995) qui démontrent que les investisseurs institutionnels préfèrent les environnements riches en informations et donc qu'ils donnent plus d'importance à ces informations pour leurs prises de décisions d'investissement. Ramalingegowda et al. (2011) affirment également que les compétences et connaissances de ces acteurs professionnels pourraient justifier l'importance qu'ils accordent aux IFC.

Les résultats de notre étude qualitative confortent également ces résultats expérimentaux, car seuls 40% des investisseurs individuels interrogés ont spontanément déclaré utiliser et donc donner de l'importance aux IFC pour leurs prises de décision d'investissement. Ils confient qu'ils gèrent leurs portefeuilles en fonction d'autres éléments que les IFC.

¹¹ La distribution de la variable dépendante étant normale selon les tests de Shapiro-Wilk et Komlogrov-Smirnov, nous avons procédé uniquement à une ANOVA.

1.3.2. L'importance accordée aux IFC par les investisseurs dépend du type d'IFC

- Les informations primaires

L'hypothèse H3.1 s'attarde sur l'importance accordée à l'information primaire par chaque type d'investisseur. Elle prédit que l'investisseur institutionnel accordera plus d'importance à l'information comptable que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement. Les tests démontrent un résultat contraire de celui prédit par la sous-hypothèse, il apparaît donc que c'est l'investisseur individuel donne plus d'importance à l'information comptable, lors de sa prise de décision d'investissement que l'investisseur institutionnel au seuil de significativité de 1%.

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA	
H3.1	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign
Score importance donnée aux informations comptables	<i>Institutionnel</i>	80	12,38	0,061	8,236	0,005**
	<i>Individuel</i>	80	15,29			

Tableau 53 : Résultat ANOVA de l'hypothèse H3.1

Ces résultats sont conformes à ceux trouvés par Nagy et Obenberger (1994) qui ont démontré à l'aide d'une étude par questionnaire que les investisseurs individuels donnaient plus d'importance à l'information de type comptable pour leurs prises de décision d'investissement. Ils soulignent que ces investisseurs se focalisent avant tout sur le résultat de la société. Les résultats de Hellman (1996) concernant les investisseurs institutionnels démontrent bien que l'importance accordée par ces acteurs à l'information de type comptable dépend du stade de leurs connaissances de la société émettrice du titre financier. L'auteur souligne ainsi que l'importance accordée à l'information comptable sera plus importante lorsque l'investisseur institutionnel n'a besoin que de conforter une idée préconçue d'investissement.

Les verbatim suivants issus de notre étude qualitative démontrent l'importance attribuée à l'information de type comptable par certains investisseurs institutionnels et individuels interrogés :

« G : D'accord. Alors comme je vous le disais je suis pas sûr de pouvoir vraiment vous répondre parce que nous on n'utilise très peu d'informations comptables ... euh... on a une

activité qui est un peu différente de la gestion qui est très différente puisqu'on fait de la gestion qui est ... de la gestion un peu systématique donc que du quantitatif financier. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 17,

« M : et puis on y fait ce qu'on peut avec les moyens qu'on a et les connaissances qu'on a et puis les moyens qu'on a...: après c'est très simple on ne va pas chercher très loin dans l'analyse non plus, on regarde surtout le bilan, le résultat et c'est tout. »

Retranscription entretien investisseur individuel 3.

- *Les informations boursières*

Dans la continuité de notre raisonnement, nous avons prédit en H3.2 que l'investisseur institutionnel allait accorder plus d'importance à l'information boursière que l'investisseur individuel. Les résultats confortent notre hypothèse en démontrant que l'investisseur institutionnel accorde en moyenne 2 points de plus d'importance à cette typologie d'information que l'investisseur individuel.

Les résultats sont les suivants :

TESTS PARAMETRIQUES				Test de Levene	ANOVA		Welch	
H3.2	Type d'investisseur	N	Moyenne	Sign	F	Sign	Statistique	Sign
Score importance donnée aux Informations boursières	<i>Institutionnel</i>	80	8,59	0,001	12,603	0,001**	12,603	0,001**
	<i>Individuel</i>	80	5,84					

Tableau 54 : Résultat ANOVA de l'hypothèse H3.2

Ces résultats sont conformes à ceux prédits par notre cadre théorique. En effet, l'investisseur institutionnel, se trouvant dans un cadre d'agence professionnel, recherche une intégration et une reconnaissance de son travail par le bénéficiaire initial. Ainsi, il aura tendance à plus se focaliser sur des informations boursières complexes qui permettent de justifier son expertise (Sharma 1997, Von Glinow 1988). Ces résultats vont également dans le même sens que ceux de Deb et al. (2013 et Gompers et Metrick (2001) qui soulignent l'importance accordée par les investisseurs institutionnels à l'information relative à l'appartenance à un indice de référence de la société émettrice du titre financier (information de type boursière) pour prendre leurs décisions d'investissement.

Le verbatim suivant issu de notre série d'entretiens avec les gérants de fonds et les investisseurs individuels permet d'illustrer le résultat obtenu :

« G : Alors c'est une évaluation comme je vous ai dit qui est qui n'est pas... qui est fonction purement de critères techniques, c'est le plus important pour nous... Donc on détermine les plus grosses capitalisations de la zone euro, on a une liste d'à peu près 60 valeurs. On détermine au sein de cet échantillon qui est relativement constant, les titres qui présentent une phase de surperformance... »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 20,

Nous résumons les résultats obtenus relatifs à la mesure de l'importance accordée aux IFC par les investisseurs comme suit :

- l'investisseur institutionnel accorde plus d'importance aux IFC pour prendre sa décision de placement que l'investisseur individuel.
- l'importance accordée aux IFC dépend du type d'investisseur et du type des IFC utilisées. Ainsi, l'investisseur institutionnel accorde plus d'importance aux informations boursières lors de sa prise de décision d'investissement que l'investisseur individuel.
- l'investisseur individuel accorde plus d'importance aux informations comptables pour sa prise de décision d'investissement que l'investisseur institutionnel.

Cette deuxième section visait à présenter et commenter les résultats du test de notre modèle et de ses hypothèses. Nous présentons le tableau 55 récapitulant les hypothèses vérifiées, le tableau 56 les hypothèses vérifiées mais en sens inverse et le tableau 57 les hypothèses non vérifiées:

Hypothèses vérifiées		
Acquisition IFC	H1.3	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations boursières que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.
	H4.1	En relation d'agence double, l'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel pour prendre sa décision d'investissement.
	H4.3	Quel que soit le type d'investisseur, le nombre d'IFC achetées est plus important que celui rapportés au client.
	H4.4	Lorsque l'investisseur institutionnel achète une information manipulée négativement, il ne la divulguera pas à son client.
Traitement IFC	H2.1	L'investisseur institutionnel utilise plus les ratios financiers que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.
	H4.5	Le type de relation d'agence médiatise la relation entre le type d'investisseur et le traitement de l'IFC.
	H4.6	En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables.
	H4.7	L'investisseur individuel traite de la même manière les IFC quel que soit la relation d'agence dans laquelle il se trouve pour prendre sa décision d'investissement.
Importance accordée aux IFC	H3.	L'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision par l'investisseur institutionnel est plus élevée que celle de l'individuel.
	H3.2	L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information boursière que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement

Tableau 55 : Récapitulatif des hypothèses de recherche validées

	Hypothèses vérifiées en sens inversé		Remarques
Acquisition IFC	H1.1	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations primaires publiées par l'entreprise que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.	Le sens de la différence est contraire à celui prédit. L'investisseur individuel achète plus d'informations primaires que l'institutionnel.
	H1.2.	L'investisseur institutionnel achète plus d'informations comptables que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.	Le sens de la différence est contraire à celui prédit. L'investisseur individuel achète plus d'informations comptables que l'institutionnel.
	H4.2	En l'existence d'une relation d'agence double, l'investisseur institutionnel rapporte moins d'IFC à son client que l'investisseur individuel.	Le sens des résultats est contraire à celui prédit. L'investisseur institutionnel rapporte plus à son client.
	H2.2	L'investisseur institutionnel utilise moins d'informations secondaires que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.	Le sens de la différence est contraire à celui prédit. L'investisseur institutionnel utilise plus d'informations secondaires que l'individuel.
Importance accordée aux IFC	H3.1	L'investisseur institutionnel donne plus d'importance à l'information comptable que l'investisseur individuel pour sa prise de décision d'investissement.	Le sens de la différence est contraire à celui prédit. L'investisseur individuel donne plus d'importance aux informations comptables que l'institutionnel.

Tableau 56 : Récapitulatif des hypothèses de recherche validées en sens inverse

Hypothèses non vérifiées		
Acquisition IFC	H1	L'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'investisseur individuel quel que soit la relation d'agence dans laquelle il se trouve.
Traitement IFC	H2	L'investisseur institutionnel traite plus d'informations financières et comptables que l'investisseur individuel lors de sa prise de décision d'investissement.

Tableau 57 : Récapitulatif des hypothèses de recherche non validées

2. Les analyses complémentaires

Nous nous attardons à présenter ci-dessous deux tests supplémentaires qui ont été opérés sur nos données. Tout d'abord, à la suite des résultats obtenus, nous avons cherché à savoir si la

catégorie d'IFC pouvait jouer le rôle de modérateur dans la relation liant le type d'investisseur à l'importance accordée aux IFC (2.1.). Autrement, est-ce que l'importance accordée aux IFC était influencée par les différentes typologies d'IFC (comptables, boursières, stratégiques...). Ensuite, dans un deuxième temps, nous avons exploité les données expérimentales permettant de connaître la hiérarchie d'achat des IFC pour chaque type d'investisseur et dans chaque type de relation d'agence pour détecter une éventuelle différence (2.2.).

2.1. Le test du deuxième effet modérateur

Les résultats des différentes hypothèses induites de l'étude qualitative ayant trait à l'importance accordée à telle ou telle typologie d'IFC nous ont permis de pressentir un effet modérateur de la catégorie des IFC sur la relation liant le type d'investisseur et l'importance accordée aux IFC. Pour ce faire, nous avons créé une variable « Catégorie principale d'IFC » que nous avons codée : 1 – Informations comptables, 2 – informations boursières, 3 – informations stratégiques, 4 – information prévisionnelles, 5- Informations économiques et 6- informations ratios financiers, selon la catégorie d'IFC qui a été la plus achetée par chaque répondant.

Ainsi, à l'aide de la macro « MODEPROBE » de Preacher et Hayes (2007) nous avons pu tester cet effet modérateur et les résultats obtenus sont résumés dans le tableau ci-dessous :

Test du modèle	F	Sign	Coefficient	Sign
Constante	5,7416	0,0009**	36,7855	0,000
VI = Type d'investisseur			0,6688	0,7943
VD= Importance accordée aux IFC			2,3828	0,2681
Interaction: VI*Z			-3,4978	0,0409*

Tableau 58 : Résultat de l'effet modérateur de la catégorie des IFC

Nous remarquons que le modèle global intégrant l'interaction entre la catégorie des IFC et le type d'investisseur est significatif au seuil de 1%, de même que le terme d'interaction qui est significatif au seuil de 5%. Afin de pouvoir mieux interpréter ces résultats et surtout dans quel sens cette modulation entre en jeu, nous avons établi le graphique plot suivant à l'aide des résultats « MODEPROBE » obtenu :

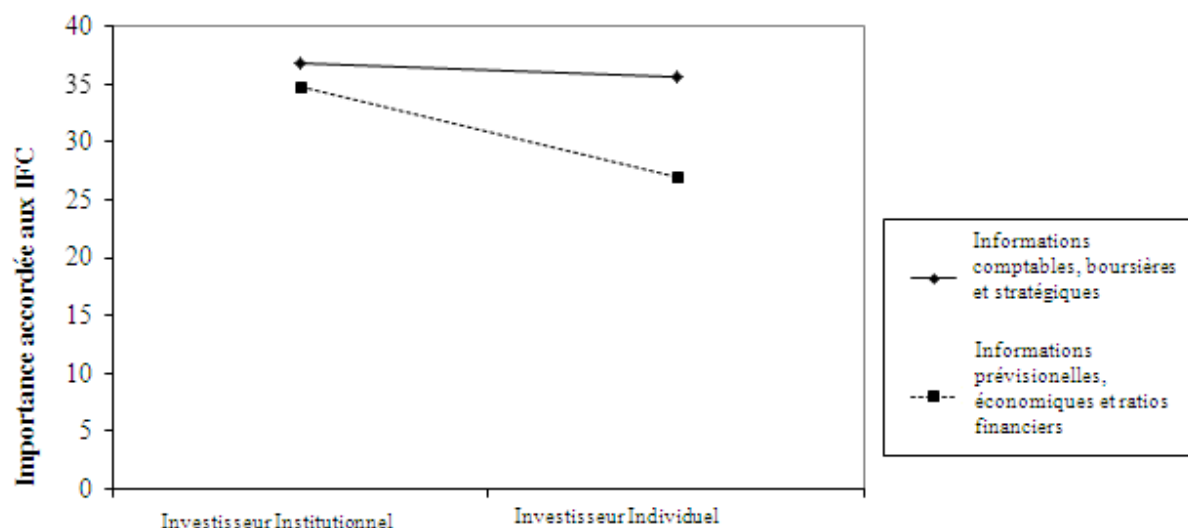


Figure 49 : Graphique plot de l'effet modérateur catégorie d'informations

Nous pouvons remarquer que les deux types d'investisseurs donnent plus d'importance aux informations comptables, boursières et stratégiques plutôt qu'aux autres typologies d'informations. Cependant, on remarque que si la différence entre les scores d'importance accordée aux deux différents groupements d'informations est peu significative chez l'investisseur institutionnel, elle est très importante chez l'investisseur individuel. En effet, on ne peut que constater l'écart important entre les deux courbes dans la partie investisseur individuel du graphique, démontrant que l'investisseur individuel accorde beaucoup plus d'importance aux informations comptables, boursières et stratégiques que les autres typologies d'informations.

En effet, les compétences techniques très sophistiquées des investisseurs institutionnels leur permettent d'utiliser des types d'IFC totalement différents afin de les recouper et d'optimiser leur décision d'investissement contrairement aux investisseurs individuels qui n'utilisent pas la totalité des types d'IFC pour leur prise de décision de placement. Ces résultats sont en accord avec ceux de Bence et al. (1995) qui démontraient que les investisseurs institutionnels utilisent un large éventail d'informations pour leur prise de décision d'investissement, mais également de Broihanne et al. (2005) et Thaler (1985) qui soulignent l'incapacité des investisseurs individuels à considérer les interactions possibles entre différentes IFC pour prendre leurs décisions de placement.

2.2.L'ordre d'achat des IFC

Dans notre protocole expérimental nous demandions aux participants de noter systématiquement l'ordre d'achat des IFC choisies. Ainsi, nous avons à notre disposition, assez d'éléments pour établir un ordre moyen d'achat et donc de préférence des IFC selon le type d'investisseur (2.2.1.) mais également selon le type de relation d'agence (2.2.2.).

2.2.1. L'ordre d'achat selon le type d'investisseur

Pour présenter un ordre moyen d'achat et de préférence des IFC selon le type d'investisseur, nous avons tout d'abord importé l'ensemble des ordres d'achat reportés dans notre base SPSS sur une feuille de calcul Excel, puisque le logiciel statistique ne nous permettait pas d'opérer les calculs nécessaires.

Nous avons obtenu les résultats suivants selon le type d'investisseur sans prendre en compte la relation d'agence dans laquelle le traitement expérimental les plaçait. Ce tableau indique l'ordre dans lequel les informations ont été achetées.

	Investisseur institutionnel	Investisseur individuel
1	Marché	Résultat
2	Activité	Activité
3	Perspectives économiques	Prix
4	PER	BPA
5	Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires
6	Management	Dettes
7	Cash-Flow	Prévision Résultat
8	Prévision Cash-Flow	Dividende
9	Résultat	Perspectives économiques
10	Prix	Capitaux propres

Tableau 59 : Liste des 10 premiers IFC moyennes achetées par type d'investisseur

Nous pouvons remarquer tout d'abord que la première IFC achetée par les deux types d'investisseurs est très différente. L'investisseur institutionnel s'intéresse à l'information relative au marché donc à une information d'ordre économique alors que l'investisseur individuel s'intéresse tout d'abord à connaître le résultat de l'entreprise donc à une information de typologie comptable. Le prix du titre financier est une information qui occupe la troisième place pour l'investisseur individuel alors qu'elle n'occupe que la dixième place pour

l'investisseur institutionnel, cependant il l'intègre dans son calcul du PER (3^{ème} position au tableau).

Ce résultat est en partie conforme à celui de Lawrence et Keczmar (1999) qui ont démontré, dans le contexte américain, que le cours de bourse était l'information la plus utilisée par les investisseurs individuels lors de leurs prises de décisions.

L'étude de Ho et Wong (2004) démontre également l'utilisation des informations de typologie stratégique par les investisseurs institutionnels et notamment les informations relatives au Marché (information classée en 1^{ère} position dans nos résultats, cf tableau 59 ci-dessus). Mavrillac et Siesfeld (1997) démontrent par le biais d'un questionnaire renseigné par environ 275 gérants de fonds, que les investisseurs institutionnels utilisent majoritairement l'information relative à la qualité du management ainsi qu'à la productivité de la société (donc des informations de type stratégique). Beattie et Prat (2001) concluent également comme le démontrent nos résultats, que les investisseurs institutionnels se focalisent beaucoup plus sur les informations économiques que ne le font les investisseurs non sophistiqués. Et enfin, Hellman (1996) qui démontre que l'action d'investissement des investisseurs institutionnels se déclenche plutôt par les informations financières données par le marché que par l'examen du contenu des rapports annuels.

Nos résultats sont néanmoins contradictoires avec ceux de Biggs (1984) qui relatent quant à eux que les investisseurs professionnels utilisent en priorité le résultat de l'entreprise pour prendre leurs décisions d'investissement. Ceci est contraire à nos résultats, puisque nous démontrons que cette information est utilisée en premier lieu par les investisseurs individuels (cf tableau ci-dessus.). Bouwman et al. (1995) suggèrent que les informations de type comptables sont les premières utilisées par les investisseurs professionnels suivies des informations stratégiques et enfin les informations prévisionnelles.

Cependant, Biggs (1984) et Bouwman et al. (1995) ont effectué leur étude avec des analystes financiers et non des gérants de fonds. De plus, ils se sont basés sur une analyse par protocole verbal d'une décision d'investissement proposée à respectivement 11 et 12 analystes financiers. Ainsi, la population utilisée dans cette étude n'est pas celle qui a participé à l'expérimentation et le nombre limité de l'échantillon de la méthode qualitative retenue (interview via protocole verbal) ne permet pas de généraliser ces résultats.

Les verbatim issus de notre étude qualitative permettent de constater l'importante utilisation déclarée des informations d'ordre économique :

« Quel est le dernier mouvement qu'on a fait ? C'est... on a allégé le secteur de luxe qui était surpondérée depuis le début d'année pour sur la thématique des émergents. A savoir qu'on est dans une période de crise mais que c'est un secteur qui a démontré une certaine résistance et sur lequel on était surpondéré et comme dernièrement on a eu des indications macro-économique qui laisseraient penser que le ralentissement dans les émergents et notamment la chine est un peu plus prononcé qu'anticipé du coup on a allégé notre surpondération. On est resté surpondéré mais on a allégé cette surpondération. »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 4,

« Donc nous avons un certain nombre de critères macro-économique que l'on ... une matrice de critères macro-économique qu'on suit en permanence. Certains critères sont des critères hebdomadaires, jusqu'à des critères mensuels voir trimestriels, et ces critères sont mis à jour et décident ou non de la couverture »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 11.

2.2.2. L'ordre d'achat selon le type de relation d'agence

Si l'on s'intéresse cette fois-ci, à détailler l'ordre d'achat des IFC selon le type d'investisseur et le type de relation d'agence dans lequel il se trouve, les résultats se présentent comme suit :

Investisseur institutionnel		
	Relation d'agence simple	Relation d'agence double professionnelle
1	PER	Marché
2	Marché	Activité
3	Perspectives économiques	Perspectives économiques
4	Dettes	Performance relative
5	Résultat	Chiffre d'affaires
6	Prix	Prévision Cash-Flow
7	Management	Management
8	EBITDA	Cash-Flow
9	Activité	Prix
10	Chiffre d'affaires	Résultat

Tableau 60 : Ordre d'achat des IFC par les investisseurs institutionnels selon la type de relation d'agence

Nous pouvons remarquer que l'ordre d'achat des IFC diffère selon le type de relation d'agence dans lequel se trouve l'investisseur institutionnel. Par exemple, la présence de l'information

relative aux dettes de l'entreprises et à son résultat (respectivement en 4^{ème} et 5^{ème} position) lorsque l'investisseur institutionnel n'a pas de compte à rendre à son client et la présence de l'information sur la performance relative du titre financier, qui permet de connaître la performance du titre par rapport à l'indice de référence en 4^{ème} position, lorsque l'investisseur institutionnel est dans une relation d'agence double professionnelle. Ceci lui permettra entre autre de justifier du rendement de son placement auprès de son client. L'information relative au prix du titre financier est classée en 6^{ème} position lorsque l'investisseur institutionnel est dans une relation d'agence simple, alors que l'ordre d'achat de cette information chute à la 9^{ème} place lorsqu'il est en situation de reddition. Ceci peut nous amener à penser que le prix à payer pour l'achat d'un titre financier est plus important pour l'investisseur institutionnel lorsqu'il le déboursa personnellement alors que s'il achète le titre financier pour son client, cette information lui importera moins.

Il apparait que dans la relation d'agence professionnelle, l'investisseur institutionnel utilise plus d'informations prévisionnelles, économiques et boursières que lorsqu'il est dans une relation d'agence simple. Ces informations demandant une certaine compétence pour être analysées et exploitées correctement dans l'évaluation du titre financier, peuvent être utilisées par l'investisseur institutionnel dans une situation de reddition afin de justifier la nécessité de sa présence pour la gestion des actifs de son bénéficiaire initial. En effet, on pourrait penser que l'investisseur institutionnel se doit de justifier son emploi auprès de son client par le biais de l'utilisation d'informations complexes.

Nous nous intéressons à présent aux résultats obtenus pour les différents types de relation d'agence de l'investisseur individuel :

Investisseur individuel		
	Relation d'agence simple	Relation d'agence double
1	Résultat	Résultat
2	Prix	Activité
3	Dettes	BPA
4	Activité	Prix
5	Chiffre d'affaires	Capitaux propres
6	BPA	Dividende
7	Prévision résultat	Chiffre d'affaires
8	Perspectives économiques	Dettes
9	Marché	Perspectives économiques
10	Dividende	Prévision Résultat

Tableau 61 : Liste d'ordre d'achat des IFC pour les investisseurs individuels par type de relation d'agence

Pour les investisseurs institutionnels, l'ordre mais également la nature d'achat des IFC sont fortement impactés par le type de relation d'agence.

Pour les investisseurs individuels, ce sont les mêmes IFC achetées que ce soit pour la relation d'agence simple que pour la relation d'agence double (excepté pour l'information relative au marché qui se retrouve seulement achetée par l'investisseur individuel en relation d'agence simple).

SECTION 3 – VERS UN NOUVEL ENRICHISSEMENT DU CADRE D'ANALYSE

Cette section est réservée à la discussion des résultats obtenus. La discussion d'un travail de recherche est l'un des travaux les plus complexes auquel doit faire face le chercheur (Geletkanycz et Tepper 2012). D'après ces auteurs, une discussion doit obligatoirement donner lieu à un questionnement plus profond des résultats obtenus.

Nous nous attardons dans un premier temps sur l'examen des résultats à l'aide de notre cadre théorique (1), nous poussons notre réflexion, par la suite, avec une ouverture de la revue de littérature pouvant expliquer les résultats obtenus (2.).

1. Asymétrie d'information, type d'investisseurs et de relation d'agence

Selon Ackert et Athanassakos (2009), le comportement des investisseurs institutionnels est fortement affecté par leur intérêt personnel mais également par les spécificités de leur contrat d'agence. Ainsi, nos résultats vont être discutés en les regroupant en deux thèmes principaux directement inspirés du cadre théorique mobilisé. Tout d'abord, il est clair qu'une partie de nos résultats notamment sur le coût d'acquisition des informations financières et comptables fait appel aux notions d'asymétrie d'information, d'asymétrie de pouvoir et d'aléa moral (1.1.) et que le reste de nos résultats peuvent trouver leurs explications dans la notion d'altruisme et d'intégration sociale, avancées par notre cadre théorique (1.2.).

1.1. Asymétrie d'information, de pouvoir et aléa moral

Nos résultats confortent clairement l'assomption d'asymétrie d'information existant entre les différents acteurs des relations d'agence (Hypothèse 4.2). Cependant, il est intéressant d'aller plus en détail et de réfléchir à la divergence entre l'asymétrie d'information présente dans le contrat avec une relation d'agence double professionnelle et celle présente dans une relation d'agence classique. En effet, les résultats démontrent bien que l'asymétrie d'information dans le contrat d'agence double professionnel de l'investisseur institutionnel est moins importante que celle présente dans un contrat d'agence de l'investisseur individuel mis en situation de reddition de comptes (Hypothèse H4.3).

Afin de mieux comprendre ces résultats, nous mobilisons la notion d'asymétrie de pouvoir et celle de l'aléa moral.

- *Asymétrie de pouvoir*

Rappelons que la notion d'asymétrie de pouvoir a été avancée par Sharma (1997) dans sa proposition conceptuelle du cadre d'agence double professionnel. Comme explicité précédemment, il s'agit de considérer que l'agent professionnel a plus de compétences techniques que le principal et donc un pouvoir considérable sur ce dernier. Dans ce cas de figure, le principal ne sait pas seulement ce que fait l'agent, mais il ne sait pas non plus comment fait l'agent. Cette asymétrie de pouvoir crée des coûts d'agence supplémentaires, et permet de comprendre quelques-uns de nos résultats. En effet, il s'agit d'une particularité propre au contrat d'agent professionnel car ce dernier dispose d'un pouvoir sur le principal par son expertise et leur indispensabilité pour effectuer la tâche qui lui est déléguée.

Ainsi, l'information n'est pas une matière première dans le cadre d'agence double professionnel, contrairement au cadre d'agence classique, car justement cette notion d'asymétrie de pouvoir donne lieu à ce que le principal ne puisse espérer acquérir une information simplement en l'achetant, mais seulement en devenant aussi compétent et connaisseur que son agent professionnel. Cette prémisse a été vérifiée via notre résultat démontrant que c'est seulement en présence d'une relation d'agence double professionnelle, que l'investisseur institutionnel achète plus d'IFC que l'individuel. Ce résultat démontre donc implicitement que pour l'investisseur individuel, l'information présente bien un coût d'acquisition plus élevé dans le cas de l'investisseur institutionnel.

Les verbatim suivants collectés de notre étude qualitative permettent d'illustrer que les gérants de fonds collectent des informations qu'ils n'intègrent pas dans leur processus de prise de décision mais l'utilisent seulement pour rendre compte à leur clients:

« alors on a un benchmark qui est le all qui est le cac all tradable, mais bon c'est pas fondamentale mais on a un benchmark, enfin de toute façon on est obligé d'avoir un benchmark pour nos clients »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 16,

« Alors on a un indice mais on essaye de pas trop regarder, mais on a un indice... C'est-à-dire on est quand même comparé à ça pour nos clients, pour nos concurrents etc.. mais nous on essaye d'avoir une approche pas trop benchmarkée, on gère notre portefeuille indépendamment »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 20,

« Donc vous avez une gestion qui prend en compte l'indice de référence ?

G : Pas vraiment, en fait ça n'influe pas du tout nos décisions d'investissement c'est vraiment juste un point de repère pour les clients... »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 26.

- *Aléa Moral*

L'une de nos hypothèses postulait qu'en raison de l'asymétrie d'information plus importante dans le contrat d'agence double professionnel, c'est uniquement l'investisseur institutionnel qui contrôlera les informations échangées avec le bénéficiaire initial. En effet, Sharma (1997) stipule que les agents professionnels contrôlent les connaissances échangées avec leur principal afin de s'assurer l'asymétrie de pouvoir. Les résultats infirment cette hypothèse. L'aléa moral présent dans toutes les relations d'agence semble donc prévaloir et expliquer ce résultat.

Anson (2012) ainsi que Schneider (2000) soulignent que la relation entre le bénéficiaire initial et l'investisseur institutionnel n'est qu'une extension de la relation d'agence prévue par Jensen et Meckling (1976), mais avec des spécificités importantes à prendre en compte. Selon Soughton (1993), dans cette relation, le principal ne peut observer ni les actions réalisées par l'agent ni les informations qu'il aurait consultées, car il existe une asymétrie d'information couplée avec un aléa moral.

Selon Milgrom et Roberts (1997), ces situations se traduisent par « *un opportunisme post-contractuel qui naît du fait que certaines actions requises ou souhaitées par un contrat ne sont pas directement observables* ». Dans notre cas de figure, les actions non observables sont illustrées par l'acquisition des informations par le gérant de fonds. Salanié (2005) précise que l'aléa moral intervient dès lors que : « *l'agent prend une décision qui impacte sa fonction d'utilité ainsi que celle du principal et que ce dernier ne peut qu'observer le résultat obtenu car l'action elle-même n'est pas observable* ». Il avance également que toutes les relations économiques souffrent de ce problème d'aléa moral. Ainsi, selon plusieurs chercheurs (Soughton 1993, Eisenhardt 1989, Barry et Starks 1984) à cause de cet aléa moral, deux problèmes surviennent dans cette relation entre le bénéficiaire initial et le gérant de fonds.

- L'effort fourni par le gérant de fonds afin d'acquérir les informations n'est pas observable,
- Le gérant de fonds est le seul à décider quelles informations ils décident de rapporter à son client.

Cette problématique de reddition d'informations financières et comptables aux bénéficiaires initiaux a été traitée dans la littérature sur la gestion d'actifs. Ainsi, selon Lambert (2001) bien que le principal ait accès aux informations par le biais d'un rapport de son agent, il peut y avoir un problème d'aléa moral qui altère la sincérité du reporting effectué. Bellando (2008) affirme quant à lui que l'investisseur institutionnel ne divulgue pas toutes les informations au principal afin de ne pas révéler son « *procédé de fabrication* ».

Nous pouvons remarquer par le verbatim suivant que l'un des gérants de fonds interviewé n'a pas voulu nous divulguer l'ensemble des IFC qu'il utilisait pour prendre sa décision d'investissement, il tentait de protéger son « *procédé de fabrication* » :

« Gérant : non on utilise beaucoup plus, mais là je ne vous dévoilerais pas l'ensemble des choses hein.

Chercheur : C'est beaucoup de choses ?

Gérant : Il y a un certain nombre de critères que l'on utilise nous, mais l'intérieur mais les critères que l'on utilise et la façon dont on les traite, là je ne peux pas en dire plus »

Retranscription entretien investisseur institutionnel 25.

Enfin, Dybvig et al. (2004) démontrent que la rétention d'informations par l'agent professionnel dépend du mode de sa rémunération. Ces résultats mettent en évidence que même si le mode de rémunération du gérant de fonds est en fonction de la rentabilité retirée par les informations qu'il a pu obtenir, il peut avoir tendance à les cacher s'il pense qu'elles pousseront le principal à faire les mauvais choix d'allocation de portefeuille, en l'exposant par exemple à un risque plus élevé.

1.2. Altruisme et intégration sociale

Ces deux notions sont présentes dans le cadre d'agence double professionnel proposé par Sharma (1997) et dénotent des dimensions organisationnelles et humaines complexes des investisseurs institutionnels. Nos résultats démontrent que le traitement des informations financières et comptables diffère selon le type d'investisseur avec comme médiateur le type de relation d'agence. Ainsi, on a pu noter que l'investisseur institutionnel dans le cadre d'une relation d'agence double, traitait plus d'IFC que l'investisseur individuel. Alors, que le comportement de traitement des IFC de ce dernier, n'était pas du tout impacté par le type de relation d'agence dans lequel il pouvait être placé.

Ces résultats démontrent la spécificité des investisseurs institutionnels comme typologie unique d'investisseurs, en raison de leur altruisme comme le souligne Sharma (1997). Le concept d'altruisme est particulier et a été tout d'abord utilisé par les sociologues tels que Eisenberg (1986) et Staub (1978) qui le définissent comme étant : « *des actions pro sociales destinées à bénéficier à d'autres personnes que soi* ». Eisenberg (1986) souligne que ce concept est complexe car il peut englober plusieurs incitations morales qui normalement sont contraires à la notion d'altruisme qui ne doit englober aucune incitation. Gates et Steane (2009) précisent ainsi que dans le monde économique, les agents doivent choisir entre plusieurs décisions en prenant un chemin intermédiaire entre l'altruisme pur et l'égoïsme. Il existe ainsi plusieurs niveaux d'altruisme. Dans notre cadre théorique, la notion de recherche d'intérêt personnel avancée par Jensen et Meckling (1976) par l'investisseur institutionnel est maintenue pour le contrat d'agent professionnel de l'investisseur institutionnel mais elle est couplée avec une notion d'altruisme particulière au sens de Sharma (1997). Ce dernier avance en effet, que les agents professionnels « *sont particulièrement fiers de leurs métiers et ont vocation à servir les bénéficiaires initiaux* ». Von Glinow (1988) ajoute également que « *La nature même du processus de socialisation au sein de la plupart des professions insuffle un sens de l'engagement, l'amour du travail, qui a très peu à voir avec les avantages liés à la profession* ».

En effet, la particularité des investisseurs institutionnels étant qu'ils recherchent la reconnaissance de leur travail et la justification de leur emploi auprès des bénéficiaires initiaux, ils traitent plus d'IFC que les investisseurs individuels. Ceci peut également être expliqué par l'avantage que procure ce type d'investisseur dans la gestion déléguée des actifs financiers. En effet, comme le soulignent Sharpe (1981) et Anson (2012), la spécialisation de ces acteurs rend leurs traitements d'informations presque automatique et bénéficient même d'économie d'échelle (Wilson 1975).

D'autre part, la psychologie sociale permet également de mieux comprendre ce comportement de traitement des IFC. Plusieurs auteurs (Shjven et Hitt 2012, Petty et Wegener 1999, Petty et Cacioppi 1986b) attestent qu'il existe deux « voies » distinctes formant des perceptions différentes, dont découlent des prises de décisions singulières :

- la « voie » centrale : « *qui implique un effort cognitif important par lequel l'individu traite soigneusement toutes les informations qui lui permettent de déterminer les avantages de la position étudiée* » ;
- et la « voie » périphérique qui implique que l'individu ne se basera que sur quelques heuristiques ou biais pour prendre sa décision d'investissement.

Nous pouvons donc dire que l'investisseur institutionnel prend la voie « centrale » pour prendre sa décision d'investissement, alors que l'investisseur individuel apparaît prendre la voie « périphérique ».

Le postulat d'altruisme de l'agent professionnel peut également expliquer l'importance accordée aux IFC par l'investisseur institutionnel et individuel. Les résultats soulignent que malgré que l'achat des informations comptables et boursières soit plus important chez les investisseurs individuels que chez les investisseurs institutionnels, ce sont bien ces derniers qui leur accordent le plus d'importance pour leurs prises de décision d'investissement. Plus particulièrement, l'investisseur institutionnel accorde toujours plus d'importance à l'information boursière lors de sa reddition au bénéficiaire initial, que lors de sa prise de décision d'investissement. Nous remarquons donc une recherche de justification de ses compétences financières et techniques pointues auprès de son client mais également une recherche de reconnaissance.

La notion d'intégration sociale évoquée par Sharma (1997) renvoie à l'appartenance de l'investisseur institutionnel à une organisation ayant des règles hiérarchiques strictes, et le poussant à avoir des obligations supérieures à ceux de n'importe quelles autres catégories d'investisseurs. Ainsi, il cherchera par son comportement une intégration sociale au sein de son organisation. Schneider (2000) évoque également cette notion dans son modèle d'agence élargi appliqué aux investisseurs institutionnels, en insistant sur les coûts d'agence supplémentaires dus aux contraintes réglementaires et organisationnelles des investisseurs institutionnels par rapport aux autres types d'investisseurs. Ces obligations auxquelles sont soumis les investisseurs institutionnels exigent un minimum de communication d'informations aux bénéficiaires initiaux. Ainsi les résultats contredisant notre hypothèse initiale et démontrant qu'en situation de reddition, l'investisseur institutionnel rapporte plus d'IFC à son client que le fait l'investisseur individuel, peuvent être expliqués par cette notion. En effet, la situation de reddition dans laquelle l'investisseur individuel a été mis dans notre protocole expérimental, ne permet de refléter qu'une situation d'agence double non professionnelle, dans la mesure où ce dernier rendait compte de façon « informative » seulement de ces actions à des amis membres de club d'investissement. Ainsi, aucune contrainte organisationnelle, ni obligations de moyens n'étaient présentes lors de cette simulation. Alors que l'investisseur institutionnel était bien mis en situation d'agence double professionnelle, dans laquelle il devait rendre compte à son client donc à l'apporteur de fonds. Ainsi, la reddition en situation d'intégration sociale devrait bien être plus importante et donc explique ce résultat inattendu au premier abord.

D'autre part, Sharma (1997) avance également la notion de contrôle de l'opportunisme de l'agent professionnel par le biais du groupe social auquel il appartient (groupe de gérants de fonds) qui peut également expliquer ce dernier résultat. Selon lui, l'agent professionnel devra rendre compte à son bénéficiaire initial afin de ne pas voir sa réputation de gérant de fond se dégrader par un comportement opportuniste.

2. Vers une nouvelle discussion des besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs

Après avoir mis en évidence le lien entre nos résultats et le cadre théorique qui a été mobilisé pour notre recherche, nous avons voulu aller plus loin et proposer un autre angle de vue pour lire ces résultats. En effet, comme le soulignent Pinsker et al. (2009), Koonce et al. (2005) et Lipe (1998), il existe en psychologie sociale plusieurs notions permettant d'expliquer des questions de comptabilité financière. Ainsi, notre démarche de recherche a depuis le début cherché à croiser le champ disciplinaire de la psychologie sociale avec celui des sciences de gestion. En effet, l'apport de la psychologie sociale à l'expérimentation économique ou encore aux sciences de gestion en générale a été largement souligné (Walliser 2008, Kahneman 2003, Rabin 1998, Lewin 1996). La psychologie sociale met dans son centre d'intérêt le comportement social, où l'individu tient un rôle important dans les phénomènes étudiés (Petit 2011). Ainsi, nous avons emprunté deux notions à ce champ disciplinaire pouvant expliquer les résultats expérimentaux obtenus : la dissonance cognitive (2.1.) et le phénomène de pression sociale (2.2).

2.1.La dissonance cognitive

En 1982, Akerlof et Dickens soulignaient déjà que les théories économiques et financières comprenaient des hypothèses inchangées depuis leurs créations alors que les théories psychologiques et sociales ont toujours travaillé à améliorer leurs hypothèses de départ afin d'accompagner les évolutions du monde. La plupart des travaux en psychologie sociale ont d'ailleurs démontré que les individus n'agissent pas de la manière attendue par les économistes et les financiers. C'est ainsi que ces auteurs ont proposé d'intégrer un des hypothèses de ce champ disciplinaire pour améliorer les modèles des théories économiques, à savoir, la dissonance cognitive.

La dissonance cognitive est la base d'une théorie développée par Festinger (1957), qui postule que l'individu a tendance à ajuster ses croyances afin de justifier ses actions passées. Ce

phénomène intervient dès lors qu'un individu reçoit simultanément deux connaissances totalement opposées qui le pousse à modifier ses croyances afin de justifier son choix (Thayer 2011, Goetzman et Peles 1997). Lorsque deux connaissances sont contradictoires on dit qu'il y a une dissonance (Konow 2000). Cette théorie a été, comme souligné plus haut, intégrée très tôt dans la théorie économique et a été très souvent mobilisée dans les expérimentations (Lester et Yang 2009, Beretti et al. 2009, Benabou et Tirole 2006, Bernheim et Thomsen 2005, Oxoby 2004, Haagsma et Koning 2002, Rabin 1994).

Pour Akerlof et Dickens (1982) et Konow (2000), cette théorie apporte un complément qui doit absolument faire partie intégrante des études traitant des prises de décision d'investissement. D'autant plus, que Lester et Yang (2009) avancent que ce phénomène survient toujours lorsqu'on doit faire un choix important entre deux alternatives car l'individu essaye de maximiser son utilité tout en minimisant sa dissonance cognitive.

En pratique, les réactions de dissonance cognitive surviennent souvent chez des personnes se considérant comme « intelligentes et agréables » (Akerlof et Dickens 1982). Les informations allant à l'encontre de cette image ont donc tendance à créer une dissonance. Ainsi, ces individus ayant pris une décision et ayant connaissance par la suite d'une information affirmant qu'il s'agissait d'une mauvaise décision auront tendance à l'écarter. En effet, la connaissance démontrant que la décision est mauvaise est contradictoire avec la « cognition d'ego » avançant que la personne est intelligente. Xiao et Houser (2009) avancent une autre stratégie employée pour réduire la dissonance cognitive, il s'agit de l'aveuglement en manipulant les croyances de l'autre partie pour que sa culpabilité ou sa honte disparaisse. A titre d'exemple, l'individu peut choisir de croire que si la situation avait été inversée, l'autre partie aurait agi similairement.

De manière générale, il existe quatre façons possibles pour réduire la dissonance cognitive chez un individu (Festinger 1957, Lester et yang 2009) :

- changer son comportement pour être en phase avec l'une des cognitions ;
- changer son environnement cognitif (fréquenter uniquement des personnes qui pensent qu'il a pris la bonne décision),
- chercher un nouvel élément cognitif confortant sa position,
- enfin, écarter l'information qui provoque une dissonance cognitive.

Les individus étant résistants au changement qui peut leur provoquer de la souffrance ou de la peine (Lester et Yang 2009, Rabin 1994), la 4^{ème} façon de réduire la dissonance cognitive est la plus utilisée par les individus (Lester et Yang 2009).

Dans le contexte de la prise de décision d'investissement, la dissonance cognitive survient dès lors que l'investisseur reçoit deux informations opposées (une bonne et mauvaise nouvelle) sur le titre financier sur lequel il doit opérer un choix. Les investisseurs institutionnels et individuels se trouvant dans une situation de reddition doivent ensuite justifier leur décision d'investissement. Nous avons prouvé empiriquement que les deux types d'investisseurs ne sont pas totalement fidèles dans le reporting qu'ils effectuent pour le principal. En effet, ils décident de ne pas divulguer les informations « négatives » au principal.

Cette décision est peut-être le fruit d'une volonté des individus de réduire la dissonance cognitive qu'ils ressentent. Selon Petit (2011) : « *la réduction de la dissonance se traduira par une tendance à justifier a posteriori le choix opéré en maximisant ses attraits et en minimisant ceux de l'alternative rejetée* ». Dans notre cas de figure, l'investisseur en divulguant au principal seulement les informations confortant le choix qu'il a opéré (acheter le titre financier) et en retenant les informations négatives, essaye de réduire la dissonance cognitive qu'il ressent. C'est ainsi que l'investisseur soit dans une relation d'agence double professionnelle ou dans une simple relation d'agence double, la dissonance cognitive est la même chez les deux types d'investisseurs et donc leurs besoins de la réduire est le même. Ceci explique d'une autre manière ce résultat contraire à nos prédictions en faisant appel à un champ disciplinaire autre que celui mobilisé dans notre cadre théorique.

Petit (2011) souligne « *en économie, son champ d'application est également très vaste en vertu de son fort pouvoir explicatif, la désutilité issue d'un conflit pouvant déboucher soit sur un comportement non dissonant soit sur une procédure de justification permettant de diminuer la dissonance.* » Ainsi ce phénomène est particulièrement répandu et peut expliquer de nombreuses situations différentes. Nous retrouvons donc une littérature abondante qui utilise cette dissonance cognitive pour expliquer différentes situations (Abbink et al. 2000, Konow 2000, Goetzman et Peles 1997).

Argentesi et al. (2009) ont étudié le lien entre le comportement d'acquisition d'information par des investisseurs individuels italiens, par le biais de l'acte d'achat d'un journal financier, et l'évolution des prix des titres financiers sur ce marché. Ils démontrent ainsi que ce comportement d'achat des informations par les investisseurs individuels a été effectué en présence d'une dissonance cognitive. En effet, dans le contexte de cette étude, l'investisseur va ressentir une dissonance cognitive dès lors qu'il apprend que le titre financier qu'il détient connaît une baisse de cours (la cognition de la baisse du titre financier est dissonante avec le fait qu'il le détienne dans son portefeuille). Afin de réduire cette dissonance, l'investisseur peut

choisir de garder le titre financier tout en écartant ou ignorant l'information lui apprenant que le cours du titre baisse (donc il n'achète pas le journal financier), ou alors il peut décider de le vendre. Ces résultats se trouvent donc confirmés.

Goetzman et Peles (1997) ont également étudié le comportement de certains investisseurs qui choisissent de garder les titres financiers des fonds de pension malgré leurs mauvaises performances. Ils expliquent ce phénomène par la dissonance cognitive que ressentent ces investisseurs qui se focalisent sur les performances passées du fond qui les ont poussés à acheter ces titres financiers au départ.

La prise en compte de cette dissonance cognitive permet de mieux cerner les environnements dans lesquels sont prises les décisions économiques rationnelles (Petit 2011).

2.2. La pression sociale et l'appartenance à un groupe

L'influence de la pression sociale sur le comportement des individus peut être d'une force exceptionnelle, telle que peut le montrer l'expérience de Milgram (1974). Le rôle que peut jouer la pression sociale sur les comportements économiques des acteurs, a été démontré par Fehr et Gächter (2002) et Elster (1989). L'influence des pairs ou la pression sociale exercée sur un individu peut engendrer des comportements bénéfiques (altruisme, tendance à l'équité....) pour toutes relations économiques (Petit 2011).

Il existe deux principales théories en psychologie sociale qui peuvent expliquer l'influence des pairs sur le comportement des individus : le conformisme et l'identité sociale.

Le conformisme survient dès lors « *qu'il y a, chez un individu, un changement dans son comportement, ses opinions ou ses perceptions, suscité par la présence, réelle ou imaginaire, d'une personne ou d'un groupe.* » (Sherif 1936). Les deux premières études s'intéressant à ce concept démontrent qu'il existe deux raisons principales menant les individus au conformisme : l'utilisation d'une information préalable qu'ils jugent comme pertinente (le conformisme informationnel) ou l'alignement sur ce qu'ils perçoivent comme une norme sociale (le conformisme normatif).

Le conformisme normatif a été avancé en économie des marchés financiers par plusieurs auteurs (Akerlof 1980, Jones 1984, Bernheim 1994), qui intègrent dans leur modèle économique de prise de décision d'un agent, une pénalité qui dépend de la différence entre le choix fait par l'individu et le choix fait par les autres membres du groupe. Des études expérimentales démontrent à quel point cette notion de conformisme est importante pour les

individus, en soulignant qu'ils sont prêts à falsifier leurs préférences pour présenter un comportement conforme aux attentes sociales (Kuran 1995).

Ainsi, l'investisseur institutionnel oppressé par ces obligations de moyens vis-à-vis du bénéficiaire initial et de son organisation mais également par la sauvegarde de sa réputation auprès de ses pairs, sera tenté de tout mettre en œuvre pour optimiser sa décision d'investissement. Ceci pourrait expliquer la tendance qu'a ce type d'investisseur à acheter plus d'IFC lorsqu'il est en situation de reddition que quand il ne l'est pas. En effet, en procédant à l'achat du maximum d'IFC possible, il s'assure d'avoir fait de son mieux (l'effort nécessaire) pour prendre la bonne décision et ainsi être conforme à la norme sociale de son organisation.

D'autre part, Tajfel et Turner (1986) ont proposé la théorie de l'identité sociale qui prétend que notre identité sociale découle du prestige et du statut du groupe auquel nous appartenons. Ainsi, les individus signalent leur statut social en se conformant au groupe social auxquels ils appartiennent (Bernheim 1994). Horst et al. (2007) avancent que les individus seraient tentés de façonner certains aspects de leurs personnalités ou de leurs actions afin de ressembler au plus aux membres du groupe social auxquels ils appartiennent ou même aspirent.

Dans une autre étude, Charness et al. (2007) démontrent que l'individu a une préférence marquée pour son groupe d'appartenance lorsqu'il doit leur rendre compte de sa décision et qu'il existe un feedback sur cette décision.

Ainsi, le résultat démontrant que l'investisseur institutionnel rapporte plus d'informations financières et comptables achetées à son client que l'investisseur individuel mis artificiellement dans une situation d'agence est cohérent avec ce concept. L'investisseur institutionnel est dans une situation de reddition de compte obligatoire de par son organisation, et sa décision aura un impact sur sa réputation « sociale », c'est ainsi qu'il se doit d'user de tous les moyens nécessaires à sa disposition pour prendre cette décision. Ici, acheter le plus d'IFC en situation d'agence double qu'en situation d'agence simple.

Les travaux d'Arkelf et Kranton (2005) ont permis de modéliser l'identité sociale au sein de l'entreprise et des institutions en se reposant sur les piliers de la théorie d'identité sociale de Tajfel et Turner (1986), à savoir : l'existence de catégories sociales, la recherche de chaque individu à s'identifier à ces catégories et enfin l'internalisation des normes du groupe social. Le but de ces travaux est de prendre en compte ces concepts novateurs afin de les modéliser en cohérence avec la notion de maximisation d'utilité des agents économiques. Ce modèle propose qu'un salarié d'une institution a le choix entre deux identités sociales différentes : se conformer

aux normes attendues par son institution, « insider », ou de ne pas s'y identifier, « outsider ». Ces derniers démontrent que la déviation d'un groupe social donne lieu systématiquement à une perte de « réputation sociale ».

Le modèle proposé par Akerlof et Kranton (2005) a été la base d'une étude expérimentale menée par Mittone et Ploner (2011) qui a permis d'étudier l'impact de l'influence des pairs sur les décisions d'investissement. L'influence des pairs a été appréciée dans cette expérience par le fait que l'action entreprise par l'agent est observée par son groupe social. L'étude expérimentale permet de distribuer à chaque agent et principal une somme d'argent. Le principal a ensuite le choix entre 4 sommes à allouer à son agent (de 0 au maximum). L'agent doit ensuite choisir un montant à retourner au principal sans pour autant avoir connaissance du montant que le principal a choisi de lui allouer. Les résultats de cette étude démontrent que l'influence des pairs a un impact significatif sur les montants retournés par l'agent au principal (l'agent retourne plus d'argent lorsqu'il est observé par des pairs).

C'est ainsi que l'appartenance à un groupe social requiert un certain comportement afin de se faire voir accepté (Akerlof et Kranton 2005) par son groupe. L'investisseur institutionnel, véritable expert et professionnel de la finance de marché, se doit de traiter plus d'IFC que l'investisseur individuel afin d'être reconnu par son groupe social qui peut être sa société tout simplement ou encore la communauté des gérants de fonds. Ce phénomène d'appartenance au groupe social peut expliquer ainsi les résultats obtenus pour le traitement des IFC qui se trouve médiatisé par le type de relation d'agence mais également pour le coût d'acquisition des IFC.

CONCLUSION DU CHAPITRE 5

L'objectif de ce chapitre était de démontrer empiriquement que les besoins en informations financières et comptables différaient selon le type d'investisseurs et selon le type de relation d'agence.

Nous avons présenté les différents résultats obtenus. Nous les avons mis en perspective avec les résultats obtenus par le biais de notre étude qualitative et avec la revue de littérature.

Ainsi, nous avons démontré qu'en présence d'une relation d'agence double professionnelle, les investisseurs institutionnels achètent plus d'IFC que les investisseurs individuels et particulièrement les informations de type boursières. De plus, la situation de reddition des IFC au bénéficiaire initial change selon le type d'investisseur. En effet, l'investisseur individuel mis en situation d'agence double rapporte moins d'IFC au bénéficiaire initial que ne le fait l'investisseur institutionnel dans une relation d'agence professionnelle. Cependant, le comportement de reddition des informations « négatives » est le même quel que soit le type d'investisseur.

Les résultats ont démontré également que le traitement des IFC est médiatisé par le type de relation d'agence dans lequel se trouve l'investisseur. Ainsi, le traitement des IFC par l'investisseur individuel est le même quel que soit la relation d'agence dans laquelle il se trouve, alors que l'investisseur institutionnel traite plus d'IFC lorsqu'il est en situation de reddition.

Ensuite, nous avons démontré que bien que l'achat des informations de type comptables soit plus important chez l'investisseur individuel, c'est bien l'investisseur institutionnel qui leur accorde la plus grande importance dans sa prise de décision d'investissement. De plus, nous avons remarqué que l'investisseur institutionnel accorde plus d'importance à l'information boursière, lors de son rapport au bénéficiaire initial que lors de sa prise de décision d'investissement.

Des tests complémentaires ont été opérés et nous ont permis de proposer un ordre hiérarchique d'utilisation des IFC lors de la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels et individuels. Ainsi, il apparaît que l'investisseur institutionnel utilise principalement l'information économique en premier temps pour prendre sa décision d'investissement, alors que l'investisseur individuel se base plus sur l'information de type

comptable. Nous avons également détecté un effet modérateur de la catégorie d'information sur l'importance accordée par les deux types d'investisseur.

Enfin, la dernière section a ouvert la discussion de nos résultats. Tout d'abord, à la lumière du cadre théorique mobilisé. Ainsi, l'asymétrie d'information couplée à l'asymétrie de pouvoir et l'aléa moral d'une part, et l'altruisme et l'intégration sociale de l'agent professionnel d'autre part, permettent de justifier les résultats obtenus. Et enfin, nous avons proposé de faire appel à la psychologie sociale afin d'expliquer autrement les résultats obtenus.

CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE

Cette deuxième partie a été consacrée à l'étude empirique des besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs individuels et institutionnels.

Le chapitre 4 a permis d'introduire la deuxième étude empirique, l'expérimentation. Cette étude quantitative des besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs a permis de répondre à nos questions de recherches. Nous avons ainsi présenté, les différents choix méthodologiques que nous avons réalisés et l'élaboration de notre protocole expérimental. Ce dernier nous a permis de finaliser notre démarche de formulation des hypothèses de recherche en y ajoutant des assomptions issues de notre méthode expérimentale. Ainsi, notre design expérimental a pris la forme d'une prise de décision d'investissement dans le titre d'une entreprise selon les seules informations financières et comptables fournies aux participants afin d'étudier leur utilisation selon le type d'investisseur et selon le type de relation d'agence dans lequel ils se trouvaient. Les participants de cette étude expérimentale ont été des étudiants sélectionnés en fonction de critères précis, permettant de les considérer comme proxies de nos véritables investisseurs individuels et institutionnels. Les traitements expérimentaux ont permis de mettre les investisseurs individuels et institutionnels dans différentes situations simulant différents cadre d'agence.

Le dernier chapitre a quant à lui été consacré à la présentation et à la discussion des résultats empiriques obtenus (Chapitre 5). Il apparaît au vu de la dernière étude empirique que les besoins en informations financières et comptables diffèrent selon le type d'investisseur et de relation d'agence dans laquelle il se trouve. En effet, seuls les investisseurs institutionnels se trouvant dans une relation d'agence double professionnelle, achètent plus d'IFC que les investisseurs individuels. D'autre part, le lien entre le traitement des IFC et le type d'investisseur se trouve médiatisé par le type de relation d'agence. Enfin, la reddition des IFC est plus importante chez l'investisseur institutionnel que chez l'investisseur individuel, et quel que soit le type d'investisseur, ils ne rapportent pas les « informations négatives » au bénéficiaire initial. Nous expliquons ces résultats en les recoupant avec ceux de notre étude qualitative et en les confrontant au cadre théorique mobilisé au départ. Enfin, nous proposons une alternative inspirée de la psychologie sociale pour mieux comprendre les résultats inattendus obtenus.

CONCLUSION GENERALE

Ce travail de recherche porte sur les besoins en informations financières et comptables des investisseurs examinant le cas particulier des investisseurs institutionnels. Le point de départ de ce travail doctoral a été le constat suivant : depuis plusieurs années, nous assistons à la montée en puissance des investisseurs institutionnels et au déclin relatif des investisseurs individuels sur les marchés financiers développés alors que les recherches académiques persistent à ne s'intéresser qu'aux besoins informationnels des investisseurs individuels, et ce malgré les appels à contribution des normalisateurs comptables. Ainsi, nous avons cherché à déterminer si les besoins en IFC de ces deux types d'investisseurs sont différents, si ce sont les caractéristiques propres à ces deux catégories d'investisseurs qui expliquent leurs besoins informationnels financiers et comptables divergents ou s'il s'agit plutôt du type de relation d'agence dans lequel ils se trouvent.

Nous rappelons tout d'abord les objectifs et la démarche de cette recherche (1), les principaux résultats obtenus (2) ainsi que les apports de ce travail (3), ses limites (4) et enfin nous finirons par suggérer quelques pistes d'améliorations et d'investigations supplémentaires (5).

1. Les objectifs et la démarche de la recherche

Nos objectifs de recherche sont triples :

- identifier les besoins en IFC des investisseurs institutionnels ;
- les comparer à ceux des investisseurs individuels ;
- et enfin, mettre en évidence que le type de relation d'agence dans lequel se trouve les investisseurs impacte ces divergences.

Afin de répondre à ces objectifs de recherche qui ont fait émerger trois questions de recherches, nous avons adopté une démarche en deux parties. La première partie a consisté à présenter le cadre d'analyse des besoins en informations financières et comptables des investisseurs. Le premier chapitre a concerné la présentation des investisseurs institutionnels et individuels. Il a démontré leur émergence dans le paysage financier français et leur évolution jusqu'à nos jours. Ensuite, nous avons présenté les différences qui existent entre ces deux catégories d'investisseurs. Le second chapitre s'est attardé à présenter le concept d'informations financières et comptables et à introduire le cadre théorique mobilisé pour notre travail de recherche.

C'est ainsi que quatre hypothèses principales issues du cadre théorique quant aux besoins en IFC des investisseurs institutionnels et individuels ont été formulées. La revue de la littérature a permis de révéler, d'une part, la rareté des études s'étant intéressées aux besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs institutionnels, et d'autre part les limites des méthodes qualitatives ou quantitatives basées sur le déclaratif pour déterminer les IFC utilisées par les investisseurs individuels dans leurs décisions d'investissement.

Devant ce manque de recherches académiques, et afin de finaliser notre cadre d'analyse nous avons terminé cette première partie de notre thèse par la présentation de notre étude exploratoire qualitative. Elle s'est basée sur des entretiens semi-directifs effectués avec des gérants de fonds et des investisseurs individuels. Elle nous a permis d'approfondir nos connaissances du processus d'évaluation des titres financiers qui est effectué par les deux types d'investisseur, de dresser une liste d'IFC les plus utilisées pour prendre leurs décisions d'investissement mais également de déterminer des spécificités liées à leur style d'investissement telles que l'horizon de placement, la diversification de portefeuille ou encore les sources d'informations financières et comptables les plus consultées. A la lumière de ces résultats, nous avons pu compléter nos hypothèses principales issues du cadre théorique à l'aide de sous hypothèses induites par notre étude qualitative.

Notre deuxième partie a été consacrée à l'étude expérimentale réalisée pour tester l'impact du type de relation d'agence sur les besoins en IFC des investisseurs. Nous avons élaboré, notre protocole expérimental qui a été alimenté en grande partie par les résultats de notre étude qualitative. Ainsi, 160 étudiants de différents niveaux ont participé à notre étude expérimentale en tant que proxies d'investisseurs institutionnels et individuels. L'expérimentation permettait de mettre les participants dans différentes situations d'agence (classique, double ou double professionnelle) afin d'étudier leurs besoins informationnels financiers et comptables lors de la prise de décision d'investissement dans le titre d'une société donnée. Le dernier chapitre permet d'exposer l'analyse des relations causales (effet médiateur et modérateur du modèle) et les résultats obtenus par l'expérimentation, de les rapprocher avec ceux de la première étude et de les discuter. Les principaux résultats de notre étude seront résumés ci-après.

2. Principaux résultats obtenus

- 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 démontraient que les investisseurs institutionnels utilisaient en majorité l'information de type comptable pour prendre leurs décisions de placement et les informations de type économique et stratégique. Les investisseurs individuels quant à eux, avouaient ne pas comprendre les informations comptables diffusées par les entreprises et se rabattaient 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. L'étude qualitative nous a donc permis de dresser une liste de 25 IFC déclarées être les plus utilisées pour la prise de décision des deux types d'investisseurs et nous les avons intégrés dans notre protocole expérimental.

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. En effet, les investisseurs institutionnels déclaraient utiliser majoritairement les états financiers des entreprises, alors que les investisseurs individuels déclaraient se reposer essentiellement sur la recherche externe (presse, site internet) pour trouver les IFC qui les intéressaient.

- Les résultats de notre deuxième étude (étude expérimentale) sont de deux ordres. D'abord, ils 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 » quel que soit le type d'investisseur et de relation d'agence (double ou double professionnel).

Ensuite, ces résultats font 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 relation d'agence double professionnelle alors que le traitement d'IFC ne diffère pas pour l'investisseur individuel, quel 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.

Des résultats complémentaires ont pu également émerger et démontrent que certes 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 vraiment 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.

3. Les apports de la recherche

Ce travail de recherche apporte trois contributions qui seront successivement abordées : académiques (3.1.), méthodologiques (3.2) et réglementaire (3.3.).

3.1. Les apports académiques : théoriques et empiriques

Cette thèse a la particularité d'adopter un cadre théorique original, très peu mobilisé jusqu'à présent. En effet, la théorie d'agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels telle que proposée par Schneider (2000), couplée avec la notion d'agent professionnel avancée par Sharma (1997) sont certes des extensions de la théorie d'agence classique de Jensen et Meckling (1976) mais constituent néanmoins un cadre théorique unique de par les hypothèses particulières sur lesquelles ils reposent.

Ainsi, prendre en compte les spécificités des investisseurs institutionnels et tester les hypothèses avancées par ce cadre théorique original sont des apports conséquents pour la communauté académique.

De plus, nous avons mobilisé un champ disciplinaire différent pour opérationnaliser l'une de nos variables et pour discuter nos résultats de recherche. Ainsi, nous avons démontré que la psychologie sociale cognitive pourrait éventuellement faire partie des études ayant pour objectifs d'analyser des besoins de différents acteurs.

Sur le plan empirique, nous contribuons à l'amélioration du cadre théorique proposé par Schneider (2000) en testant les hypothèses avancées par Sharma (1997) et en améliorant nos connaissances des besoins en IFC des investisseurs institutionnels.

3.2. Les apports méthodologiques

Nos apports méthodologiques sont doubles : la combinaison d'une étude qualitative pour cerner les besoins en IFC des investisseurs et l'utilisation d'une méthodologie expérimentale.

Tout d'abord, la pluralité des méthodes empiriques utilisées ayant des objectifs de recherche différents reste un apport important. En effet, notre première étude a été qualitative et d'ordre exploratoire et nous a permis d'alimenter notre protocole expérimental, mais également de mieux cerner les besoins en IFC de différents acteurs (investisseurs individuels et institutionnels). Notre deuxième étude a consisté en une expérimentation et a permis de dégager les résultats empiriques soulignés ci-dessus. Bien que largement conseillé par la communauté scientifique, aucune étude n'a, à notre connaissance, réalisé une combinaison de ces deux méthodologies afin de déterminer les besoins en IFC des investisseurs et leurs sources d'influence.

Notre deuxième apport méthodologique et qui reste à notre sens le plus important, est l'utilisation de la méthode expérimentale. En effet, peu d'études en comptabilité adoptent cette typologie d'étude malgré ces nombreux avantages (Brownell 1995). De plus, elle a été la mieux appropriée pour répondre à nos objectifs de recherche. Ainsi, en proposant un protocole expérimental permettant de mesurer les besoins en IFC des investisseurs, on contribue à la littérature sur ce sujet.

Notons que si cette recherche est l'une des premières en France à coupler deux méthodologies dont l'une expérimentale pour répondre à ces objectifs de recherche, elle est également l'une des premières à proposer une échelle de classification des IFC.

3.3.L'apport réglementaire

Cette thèse permet également de répondre aux besoins des normalisateurs comptables nationaux et internationaux. En effet, l'IASB et le FASB en remaniant leur cadre conceptuel, font divers appels à projet afin de déterminer les besoins en IFC des investisseurs institutionnels. Ainsi, cette recherche permet d'atteindre cet objectif et de mettre en lumière la pluralité des besoins en IFC des utilisateurs des états financiers.

Ces divergences doivent être connues et prises en compte afin de permettre une normalisation comptable mieux orientée vers les besoins des utilisateurs. Nous contribuons, à travers nos résultats et notre démarche méthodologique, à la réflexion sur les éléments à normaliser et à intégrer dans les états financiers des entreprises.

Cette recherche pourrait également avoir une portée managériale, dans le sens, qu'elle permet aux dirigeants des entreprises d'être conscient de la différence qui existe entre les investisseurs institutionnels et individuels au-delà de leurs simples caractéristiques, et donc d'en prendre note pour leurs stratégies de divulgation des informations financières et comptables.

Cette recherche dénombre cependant quelques limites malgré les contributions majeures qu'elle a pu apporter.

4. Les limites de la recherche

Les limites de cette thèse portent essentiellement sur trois points, que nous évoquerons successivement ci-après : l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels (4.1), les limites inhérentes à l'étude qualitative (4.2.) et celles inhérentes à l'étude expérimentale (4.3).

4.1.L'hétérogénéité des investisseurs institutionnels

Comme nous l'avons précisé au début de ce travail de recherche, une des spécificités de la typologie des investisseurs institutionnels, est la présence de différences importantes au sein même des organismes institutionnels la composant. Ainsi, nous avons pu voir que les hedge funds, les fonds de pensions, les assurances, les banques et les OPC ont des horizons de placement et des styles d'investissement différents. On peut alors penser que la catégorie d'investisseur « investisseur institutionnel » ne serait pas non plus homogène au regard de ces besoins en informations financières et comptables. Ainsi, une des limites de notre recherche est de n'avoir pas pu, vérifier si les besoins informationnels des investisseurs institutionnels sont homogènes ou non.

Cependant, cette limite a essayé d'être contrecarrée à travers une étude qualitative menée avec 30 investisseurs institutionnels d'organismes institutionnels distincts. Nous avons ainsi, mené des entretiens semi-directifs avec 10 gérants de fonds d'OPC, 7 gérants de fonds d'assurance, 6 gérants de fonds de banques, 6 de hedge funds et enfin 2 gérants de portefeuille de fonds de pension. Nous avons analysé les résultats obtenus grâce à la même démarche adoptée pour l'analyse de notre étude qualitative présentée dans ce travail de recherche. Ainsi, les résultats démontrent bien que les typologies d'informations financières et comptables utilisées par les différents organismes institutionnels sont différentes. Les gérants de fonds de pension ont déclaré utiliser de l'information macroéconomique et ceux des organismes de placement collectif de l'information qualitative pour leur prise de décision. Les hedge funds déclaraient utiliser principalement l'information issue des états financiers. Les banques et assurances ont déclaré, quant à elles, utiliser l'information qualitative et l'information issue des états financiers dans des proportions différentes.

Ces résultats suggèrent ainsi l'existence de besoins informationnels différents au sein même de la catégorie d'investisseurs « investisseurs institutionnels », mais reste néanmoins très exploratoire en raison notamment du nombre restreint de gérants de fonds dans chaque catégorie d'organismes institutionnels. Malheureusement, les contraintes de notre méthodologie expérimentale, nous ont conduit à ne pas explorer ce volet concernant les investisseurs institutionnels. En effet, afin d'avoir un protocole expérimental robuste tant au niveau interne qu'externe, il nous fallait adopter une méthode d'administration de traitement en inter-sujet. Cette dernière, comme explicité précédemment, requiert un plus grand nombre de participants. Ainsi scinder notre catégorie d'investisseur institutionnel en 5 organismes institutionnels distincts, nous aurait contraints à élargir notre échantillon de 320 individus supplémentaires (40 individus par traitement expérimental et par organisme institutionnel). Ce nombre nous auraient freiné ou en tout cas aurait retardé énormément notre travail d'investigation, alors même que nous voulons avoir, en temps opportun, un apport réglementaire en aidant les normalisateurs comptables dans leur élaboration du cadre conceptuel.

4.2. Les limites de l'étude qualitative

Notre étude qualitative exploratoire a été menée auprès de 61 investisseurs individuels et institutionnels et a pris la forme d'entretiens semi-directifs. Ces derniers ont été analysés manuellement et à l'aide d'un logiciel informatique (NVIVO).

Généralement une critique faite aux études qualitatives est leur subjectivité ainsi que la taille de leurs échantillons. En effet, la catégorisation opérée des besoins en IFC des investisseurs individuels et institutionnels pourrait paraître subjective. Cependant, nous avons entrepris des tests de fiabilité externe (double codeur avec calcul du coefficient de Kappa de Cohen) en plus d'avoir demandé à un échantillon de nos interviewés si les résultats obtenus reflétaient bien le contenu de notre échange. Les résultats de ces tests ont été satisfaisants.

La taille de notre échantillonnage pourrait également être sujette à critique. En effet, interroger 31 investisseurs institutionnels et 30 investisseurs individuels ne permet en aucun cas d'avoir une représentativité globale de la totalité de ces acteurs. Cependant, comme le soulignent Bardin (2007) et Evrard et al. (2003), l'étude qualitative ne cherche pas à avoir une validité externe élevée, mais simplement à lever le voile sur des connaissances encore inconnues aux chercheurs et ne cherche pas à atteindre une représentativité au sens statistique du terme. Nous assumons donc la subjectivité de cette méthodologie comme la contrepartie de sa richesse intrinsèque en apport de connaissances nouvelles.

4.3. Les limites de l'étude expérimentale

Notre protocole expérimental a été élaboré après notre étude qualitative et après une large revue de la littérature sur la méthodologie expérimentale. Cependant, il aurait pu être perfectionné notamment en ajoutant à notre questionnaire post-test, des questions psychologiques qui permettent de mieux expliquer les résultats obtenus à l'aide de la psychologie sociale cognitive.

Nous avons décidé d'utiliser l'expérimentation afin de pouvoir éviter l'aspect déclaratif qu'apportent les autres méthodologies telles que le questionnaire ou encore l'observation. Ainsi, la plupart des mesures des besoins informationnels financiers et comptables ont pu être objectivement observés ou mesurés (achat d'IFC et traitement des IFC). Cependant, l'importance accordée aux différentes IFC n'a pu être mesurée que par les déclarations des participants. Ceci constitue une limite de notre protocole expérimental qui mériterait d'être améliorée.

Enfin, le cas conçu pour l'étude expérimentale pourrait porter sur des informations comptables issues de comptes consolidés (en IFRS), ce qui permettrait de faire varier son degré de technicité et de vérifier les résultats obtenus sur les investisseurs individuels.

5. Voies et pistes d'améliorations et d'investigations

Les limites explicitées précédemment peuvent inspirer d'autres voies de recherches. Tout d'abord, les prochaines études devraient sans aucun doute prendre en compte les différences de besoins en IFC des différents organismes institutionnels composant la catégorie d'investisseur « investisseur institutionnel ». En effet, ces spécificités pourraient donner lieu à une source d'informations nécessaires pour poursuivre notre connaissance de ces puissants acteurs économiques. Ensuite, les prochaines études expérimentales qui seront déroulées devront palier l'aspect déclaratif de la mesure de l'importance accordée aux IFC lors de la prise de décision d'investissement. En effet, cette dernière a toujours fait l'objet d'une mesure basée sur les déclarations des répondants que ce soit dans le cadre d'étude par questionnaire ou par interview. Ainsi, les recherches futures pourraient penser à un protocole expérimental permettant de mesurer réellement l'importance accordée, comme par exemple les protocoles verbaux, à l'image de l'étude de Lawrence et Keczar (1999) ou encore l'analyse par caméra des participants à l'étude expérimentale.

Enfin, une étude comparative par pays pourrait donner des informations extrêmement intéressantes en prenant en compte les facteurs contextuels et réglementaires de l'activité de gestion d'actifs des investisseurs institutionnels.

BIBLIOGRAPHIE

- Abbink, K., Irlenbusch, B., Renner, E. (2000). The moonlighting game: An experimental study on reciprocity and retribution. *Journal of Economic Behavior and Organization* 42: 265-277.
- Abbott, A. (1988). *The system of professions: An essay on the division of expert labor*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ackert, L., Church, B., Shehata, M. (1997). An Experimental Examination of the Effects of Forecast Bias on Individuals' Use of Forecasted Information. *Journal of Accounting Research* 35 (1): 25-42.
- Ackert, L., Athanassakos, G. (2009). Visibility, Institutional Preferences and Agency Considerations. *The Journal of Psychology and Financial Markets* 2 (4): 201-209.
- Adam, J.M., Revaz, F. (1996). *L'analyse des récits*. Paris: Seuil.
- Aiken, L. S., West, S. G. (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. Newbury Park, CA: Sage.
- Aivazian, S., Enukov, I., Mechalkine, L. (1986). *Eléments de modélisation et traitement primaire des données*. Moscou: MIR.
- Akerlof, G.A. (1980). A theory of social custom, of which unemployment may be one consequence, *Quarterly Journal of Economics*. 94: 749-775.
- Akerlof, G.A, Dickens, W.T. (1982). The Economic Consequences of Cognitive Dissonance. *American Economic Review* 72:307-319.
- Akerlof, G.A., Kranton, R.E. (2005). Identity and the Economics of Organizations. *Journal of Economic Perspectives* 19 : 9-32
- Alexandre, H., Paquerot, M. (2000). Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants. *Finance Contrôle Stratégie* 3 (2) : 5-29.
- Alhakami, A.S., Slovic, P. (1994). A psychological study of the inverse relationship between perceived risk and perceived benefit. *Risk Analysis* 14 (6): 1085-1096.
- Allegret, J.P., Le Merrer, P. (2007). *Economie de la mondialisation*. Bruxelles : Collection Ouverture Economiques, De Boeck.
- Allen, F., Santomero, A.M. (1998). The theory of financial intermediation. *Journal of Banking and Finance* 21: 1461-1485.
- Alpert, B. (1967). Non-Businessmen as Surrogates for Businessmen in Behavioral Experiments. *Journal of Business* 40: 203-207.
- Alphonse, P., Desmuliers, G., Grandin, P., Levasseur, M. (2013). *Gestion de portefeuille et marchés financiers*. 2^{ème} Edition : Pearson Education.
- Alphonse, P., Grandin, P., Levasseur, M. (2009). Utilité de l'analyse financière pour la gestion de portefeuille ? *Revue du Financier*.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance* 23 (4): 589-609.
- AMF (2014). Les chiffres clés de la gestion d'actifs. N° 15 septembre.
- Amir, E., Lev, M. (1996). Value-Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communication Industry. *Journal of Accounting and Economics* 22(1): 3-30.
- ANC (2014). *Lettre de réponse au DP de l'IASB concernant le nouveau cadre conceptuel*.
- Anderson, M.J. (1988). A Comparative Analysis of Information Search and Evaluation Behavior of Professional and Non-Professional Financial Analysts. *Accounting Organizations and Society* 13 (5): 431-466.
- Anderson, R. H., Epstein, M. (1996). *The usefulness of corporate annual reports to shareholders in Australia, New Zealand and the United States: An international comparison*. Greenwich.
- Anson, M. (2012). Asset Owners versus Asset Managers: Agency Costs and Asymmetries of Information in Alternative Assets. *The Journal of Portfolio Management* (Spring): 89-101.

- Argentesi, E., Lütkepohl, H., Motta, M. (2009). Acquisition of Information and Share Prices : An Empirical Investigation of Cognitive Dissonance. *German Economic Review* 11 (3): 381-396.
- Arnold, J., Moizer, P. (1984). Share Appraisal by Investment Analysts-Portfolio vs. Non-Portfolio Managers. *Accounting and Business Research* 14 (56): 341-348.
- Arnold, V., Bedard, J. C., Phillips, J., Sutton, S. G. (2009). Understanding professional and non-professional investors' information requirements. *Papier de Recherche*: Université de Floride.
- Aronson, E., Ellsworth, P.C., Carlsmith, J.M., Gonzales, M.H. (1990). *Methods of research in social Psychology*. New York: McGraw-Hill.
- Arrondel, L., Masson, A. (2011). *L'épargnant dans un monde en crise: Ce qui a changé*. Presses de l'Ecole Normale Supérieure, Cepremap.
- Asch, S. E. (1952). *Social psychology*. Prentice-Hall: Englewood Cliffs N.J.
- Ashton, R.H., Kramer, S.S. (1980). Students as Surrogates in Behavioral Accounting Research: Some Evidence. *Journal of Accounting Research* 18 (1): 1-15.
- Badrinath, S.G., Kale, J. R., Ryan, H.E. (1996). Characteristics of Common Stock Holdings of Insurance Companies. *Journal of Risk and Insurance* 63: 49-76.
- Baiman, S. (1982). Agency Research in Managerial Accounting: A Survey. *Journal of Accounting Literature* 1: 121-154.
- Baker, H.K., Haslem, J.A. (1973). Information Need of individual investor. *Journal of Accountancy* 136 (5): 64-69.
- Ball, R., Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* autumn: 159-178.
- Banque de France (2013). *Grandes tendances de l'épargne des ménages français au bilan des banques et des assurances : juin 2012-juin 2013*. Rapport de la banque de France (24).
- Barber, B.M, Lee, Y-T, Liu, Y-J, Odean, T. (2009). Just how much do individual investors lose by trading? *Review of Financial studies* 22 (2): 609-632.
- Barber, B.M, Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies* 21 (2): 785-818.
- Barberis N., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics* 49: 307-343.
- Barclay, M.J., Pearson, N.D., Weisbach, M.S. (1995). *Open- End Mutual Funds and Capital-Gains Taxes*. New- York: Université de Rochester.
- Bardin, L. (2007). *L'analyse de contenu*. Paris: Quadrige. 1ère édition.
- Barker, R. (2001). *Institutional Investors, Accounting Information and the ASB*. Edinburgh, U.K.: ICAS.
- Barker, R. G. (1998). The market for information—evidence from finance directors, analysts and fund managers. *Accounting and Business Research* 29(1): 3–20.
- Barker, R. G. (1999). Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings valuation models. *Journal of Business Finance and Accounting* 26(3/4): 393–418.
- Barker, R. G. (2000). FRS3 and analysts' use of earnings. *Accounting and Business Research* 30(2) : 95–109.
- Barker, R. G., Imam, S. (2008a). Analysts' perceptions of 'earnings quality'. *Accounting and Business Research* 38(4): 313-329.
- Barker, R. G., Imam, S. (2008b). The use of valuation models by UK investment analysts. *European Accounting Review* 17 (3): 503-535.
- Baron, R. M., Kenny, D. A. (1986). The Moderator–Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations. *Journal of Personality and Social Psychology* 51 (6): 1173-1182.

- Barreda-Tarrazona, I., Matallín-Sáez, J., Balaguer-Franch, M. (2011). Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103 (2): 305-330.
- Barron, O. E., Kile, C.O., O'Keefe, T. B. (1999). MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research* 16(1): 75–109.
- Barry, C.B., Starks, L. (1984). Investment Management and Risk Sharing With Multiple Managers. *The Journal of Finance* 34 (2): 477-491.
- Bathke, A. (2004). The ANOVA F test can still be used in some balanced designs with unequal variances and nonnormal data. *Journal of Statistical Planning and Inference* 126 : 413 – 422
- Battalio, R. H., Mendenhall, R. R. (2005). Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements. *Journal of Finance and Economics* 77(2): 289-319.
- Baudru, D., Lavigne, S. (2001). Investisseurs Institutionnels et gouvernance sur le marché financier français. *Revue d'Economie Financière* 63: 91-105.
- Beattie, V.A, Pratt, K. (2001). *Business Reporting: harnessing the power of the Internet for Users*. Edinburg: Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Beaver, W. (1969). The Information Content of Annual Earning Announcement. *Journal of Accounting Research* 6 (3) : 67-92.
- Bellando, R. (2008). Le conflit d'agence dans la gestion déléguée de portefeuille : une revue de littérature. *Revue d'économie politique* 118 (3) : 317-339.
- Belze, L., Spieser, P. (2005). *Histoire de la finance : Le temps, le calcul et les promesses*. Paris : Vuibert.
- Ben m'barek, N. (2008). L'hétérogénéité du comportement de contrôle des investisseurs institutionnels français. *Revue d'Economie Financière* 91: 231- 254.
- Benabou, R., Tirole, J. (2003). Intrinsic and Extrinsic Motivation. *Review of Economic Studies* 70 (3): 489-520.
- Benabou, R., Tirole, J. (2006). Belief in a just world and redistributive politics *Quarterly Journal of Economics* 121: 699-746.
- Benartzi, S., Kahneman, D., Thaler, R. (1999). Optimism and overconfidence in asset allocation decision. *News.morningstar.com*.
- Benartzi, S., Thaler, R. (2001). Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. *American Economic Review* 91 (1): 79-98.
- Bence, D., Hapeshi, K., Hussey, R. (1995). Examining Investment Information Sources for Sophisticated Investors Using Cluster Analysis. *Accounting and Business Research* 26 (1): 19-26.
- Benkraiem, R. (2007). *L'influence des investisseurs institutionnels sur les choix comptables des dirigeants d'entreprises : approches théoriques et empirique sur le marché boursier français*. Thèse de doctorat en science de gestion, université de Toulouse.
- Benkraiem, R. (2010). Contrôle Institutionnel et Valorisation des Résultats Comptables. *Revue Sciences de Gestion* 71 : 97-110.
- Berelson, B. (1954). *Content Analysis*. Harvard University Press : Handbook of Social Psychology.
- Berle, A.A., Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Berg, J., Coursey, D., Dickhaut, J. (1990). Experimental Methods in Accounting Research: A discussion of recurring issues. *Contemporary Accounting Research* 6 (2): 825-849.
- Berg, J. (1994). Using Experimental Economics to Resolve Accounting Dilemmas. *Contemporary Accounting Research* 10 (2): 547-556.
- Bergen. M., Dutta, S., Walker, O. (1992). Agency relationships in marketing: A review of the implications and applications of agency and related theories. *Journal of Marketing* 56: 1-24.
- Bernard, V. (1992). *Stock Price Reactions to Earning Announcements*. Advances in Behavioral Finance, Thaler R., Russell Sage Foundation: New York.

- Bernard, V. L., Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement): 1–36.
- Bernard, V. L., Thomas, J. K. (1990). Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings. *Journal of Economics and Accounting* 13 (December): 305–340.
- Beretti, A., Grolleau, G., Mzoughi, N. (2009). How Cognitive Biases Can Affect the Performance of Eco-Labeling Schemes *Journal of Agricultural and Food Industrial Organization* 7 (2): 1-13.
- Bernheim, B. D. (1994). A theory of conformity. *Journal of Political Economy* 102: 841-877.
- Bernheim, B. D., Thomadsen, R. (2005). Memory and Anticipation. *Economic Journal* 115: 271-304.
- Bhattacharya, U., Hackethal, A., Kaesler, S., Loos, B., Meyer, S. (2012). Is unbiased financial advice to retail investors sufficient? Answers from a large field study. *Review of Financial Studies* 25: 975-1032.
- Bianchi, M., Enriques, L. (2001). Corporate Governance in Italy after 1988 Reform: What role for Institutional Investors? *Papier de Recherche*.
- Biggs, S. F. (1984). Financial analysts' information search in the assessment of corporate earning power. *Accounting, Organizations and Society* 9 (3/4): 313-323.
- Binmore, K. (1999). Why Experiment in Economics? *The Economic Journal* 109 (453): 16-24.
- Birnberg, J., Nath, R. (1968). Laboratory Experimentation in Accounting Research. *The Accounting Review* 43 (1): 38-46.
- Bissell, G.S. (1972). A Professional Investor Looks at Earnings Forecasts. *Financial Analysts Journal*. 28 (3): 73- 74.
- Black, F.S. (1974). International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers. *Journal of Financial Economics* 1: 337-352.
- Black, B. (1992). Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice. *UCLA Law Review* 39: 811-893.
- Blanchet A., Gotman A. (2005). *L'enquête et ses méthodes : L'entretien*. 2ème edition, Paris: Colin.
- Blume, M., Friend, I. (1975). The Asset Structure of Individual Portfolios and Some implication for Utility Function. *Journal of Finance* 5: 585-603.
- Boatright, J.R. (1992). *Conflict of Interest: An Agency Analysis*. In *Ethics and Agency Theory* (Edition : N.E. Bowie and R.E. Freeman), New York: Oxford University Press : 187–203.
- Bonner, S.E., Young, S.M., Hastie, R. (1996). Financial Incentives and Performance in Laboratory Tasks: The Effects of Task Type and Incentive Scheme Type. *Papier de Recherche*.
- Bonner, S. E., Hastie, R., Sprinkle, G. B., Young, S. M. (2000). A review of the Effects of Financial Incentives on Performance in Laboratory Tasks: Implications for Management Accounting. *Journal of Management Accounting Research* 13: 19-64.
- Boubel, A., Pansard, F. (2004). *Les investisseurs institutionnels*. Paris: collection repères.
- Boulier, J.F, Prado, C. (2005). Mini Guide de la gestion pour compte de tiers ou tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs. *Revue d'Economie Financière* 79: 35-60.
- Bouwman, M. J. (1983). Human diagnostic reasoning by computer: an illustration from financial analysis. *Management Science* 29(6): 653-672.
- Bouwman, M.J., Frishkoff, P.A, Frishkoff, P. (1987). How Do Financial Analysts Make Decisions? A Process Model of the Investment Screening Decision. *Accounting Organizations and Society* 12 (1): 1 - 29.
- Bouwman, M., Frishkoff, P. and Frishkoff, P. (1995). The relevance of GAAP-based information; a case study exploring some uses and limitations. *Accounting Horizons* 9 (4): 22-47
- Boolell-Gunesh, S. (2008). Un portrait de l'investisseur individuel français. *Papier de Recherche* 12, LARGE.
- Bradley, J. V. (1977). A common situation conducive to bizarre distribution shapes. *The American Statistician* 31: 147–150.

- Brancato, C., (1997). *Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value*. Irwin: Chicago.
- Brandouy, O. (2011). Laboratory incentive structure and control-test design in an experimental asset market. *Journal of Economic Psychology* 22: 1-26.
- Brennan, N. (2013). *Discourse Analysis in Corporate Narrative Reporting Research*. Présentation à l'atelier de recherche du laboratoire de gestion et de contrôle organisationnel de Toulouse.
- Brenčič, V. (2014). Search online: Evidence from acquisition of information on online job boards and resume banks. *Journal of Economic Psychology* 42(Juin):112-125.
- Bricker, R., Chandra, N. (2000). Where Berle and Means went wrong: a reassessment of capital market agency and financial reporting. *Accounting Organizations and Society* 25: 529-554.
- Bricker, R., Debrune, M. (1993). The Effects of Information Availability and Cost on Investment Strategy Selection: An Experiment. *Behavioral Research in Accounting* 5: 30-57.
- Brickley, J., Lease, R., Smith, C. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20:267-292.
- Brophy, D.J., Ouimet, P., Sialm, C. (2009). Hedge funds as investors of last resort? *The review of financial studies* 22:541-572.
- Broihaune, M.H., Merli, M., Roger, P. (2005). Le Comportement des investisseurs individuels. *Revue Française de Gestion* 157: 145-168.
- Brownell, P. (1995). *Research Methods in Management Accounting*. Australie: Coopers et Lybrand.
- Brucks, M. (1985). The Effects of Product Class Knowledge on Information Search Behavior. *Journal of Consumer Research* 12: 1-16.
- Bryan, S. H. (1997). Incremental information content of required disclosures contained in Management Discussion and Analysis. *Accounting Review* 72(2) : 285- 301.
- Bryant, S., Hunton, J., Stone, D. (2004). Web experiments: Prospects and possibilities for behavioral accounting research. *Behavioral Research in Accounting* 16: 107- 129.
- Burlaud, A., Colasse, B. (2010). Normalisation Comptable Internationale : Le retour du politique ? *Comptabilité Contrôle Audit*, 16 (3) : 153-175.
- Burkhardt, K., Strausz, R. (2009). Accounting Transparency and the Asset Substitution Problem. *The Accounting Review* 84 (3): 689-712.
- Bushee B.J. (1998). The influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour. *The accounting Review* 73 (3): 207-246.
- Bushee, B., Noe, C. (2000). Corporate disclosure practices, II, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38: 171-202.
- Bushee, B.J (2004). Identifying and attracting the “right” investors: Evidence on the behaviour of institutional investors. *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (4): 28-35.
- Calder, B., Lynn, W.P., Tybout, A. (1981). Designing Research for Application. *Journal of Consumer Research* 8: 197-207.
- Camerer, C.F., Hogarth, R.M. (1999). The Effect of Financial Incentives in Experiments: A review and Capital-Labor-Production framework. *Journal of Risk and Uncertainty* 19 (1): 7-42.
- Campbell, D.T., Stanley, J.C. (1963). *Experimental and Quasi-Experimental Designs for Research*. Boston: Houghton Mifflin.
- Capéraà, P., Van Cutsem, B. (1988). *Méthodes et modèles en statistique non paramétrique - Exposé fondamental*. Presses de l'Université de Laval : Dunod.
- Capocci, D. (2009). *Introduction aux Hedge Funds*. 2ème Edition Economica: Paris.
- Carleton, W.T., Nelson, J. M., Weisbach, M.S. (1998). The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAACREF. *Journal of Finance* 53: 1335-1362.

- Carmichael, J., Pomerleano, M. (2002). *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*. Washington, DC: World Bank.
- Carricano, M., Poujol, F., Bertrandias, L. (2010). *Analyse de données avec SPSS*. Paris: Pearson.
- Carte, T.A., Russel, C.J. (2003). In Pursuit of Moderation: Nine Common Errors and Their Solutions. *MIS Quarterly* 27 (3) : 479-501.
- Cascino, S., Clatworthy, M., Garcia-Osma, B., Gassen, J., Imam, S., Jeanjean, T. (2013). *The Use of Information by capital providers Academic Literature Review*. Rapport EFRAG.
- Casey, C. J. (1980). The usefulness of accounting ratios for subjects' predictions of corporate failure: Replication and extensions. *Journal of Accounting Research* 18 : 603-613.
- Caumont, D. (2007). *Les études de Marché*. 3ème Edition, Paris: Dunod.
- Caverni, J.P. (1998). Pour un code de conduite des chercheurs dans les sciences du comportement humain. *L'Année psychologique*, 98 (1) : 83-100
- Chamberlain, T.W., Gordon, M.J. (1991). The Investment, Financing and Control of the Firm: A Long-Run Survival View. *Cambridge Journal of Economics* 15: 393-403.
- Chamberlin, E.H. (1948). An Experimental Imperfect Market. *Journal of Political Economy*. 56 (2): 95-108.
- Chan, C., Landry, S., Troy, C. (2011). Examining External Validity Criticisms in the Choice of Students as Subjects in Accounting Experiment Studies. *Journal of Theoretical Accounting Research* 7 (1): 53-78.
- Chan, M., Ng, J., Yu, K. (2008). The Influence of Analyst and Management Forecasts on Investor Decision Making: An Experimental Approach. *Australian Journal of Management*: 47-65
- Chan, K., Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics* 80: 115-147
- Chandar, N. (1996). Investment Company Reporting: Earning Management and Valuation Implications of Closed-End Fund Restricted Security Investments. *Papier de Recherche*, Université de Case Western Reserve.
- Chandra, G. (1975). Information Need of Security Analyst. *The journal of accountancy* 140 (6): 65-70.
- Chang, L.S., Most, K.S., Brain, C.W. (1983). The utility of annual reports: an international study. *Journal of International Business Studies* 14 (1): 63-84.
- Chang, H. Wand, L., Liu, H.W. (2012). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from Taiwan SMEs. *Review of Economics and Finance* 1: 43-58.
- Chaganti, R., Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal* 12: 479-491.
- Charness, G., Rigotti, L., Rustichini, A. (2007). Individual Behavior and Group Membership, *American Economic Review* 97: 1340-1352.
- Charpentier, F. (1997). *Retraites et fonds de pension : l'état de la question en France et à l'étranger*. 3ème édition Paris : Economica.
- Charreaux, G. (1997). *Le gouvernement de l'entreprise*. Encyclopédie de Gestion. Editions Economica, 1652-62.
- Charreaux, G. (1999). *La théorie positive de l'agence : lecture et relecture, De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*. Paris: Editions Economica, 61-141.
- Chatterjee, B., Mirshekary, S., Al Farooque, O., Safari, M. (2010). Users' Information Requirements and Narrative Reporting: The Case of Iranian Companies. *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 4 (2): 76-96.
- Chevalier, J., Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others? Cross sectional patterns in behavior and performance. *Journal of Finance* 54(3): 875-899.
- Chernoff, H., Savage, R. (1958). Asymptotic Normality and Efficiency of Certain Nonparametric Test Statistics. *The Annals of Mathematical Statistics* 29 (4): 972-994.

- Church, B.K, Lynn, H.R., Xi, K. (2014). Information Acquisition and Opportunistic Behavior in Managerial Reporting. *Contemporary Accounting Research* 31 (2) 398- 419.
- Ciric, J., Njegomir, V. (2012). The reasons for lesser success of institutional investors in the Serbian financial market. *Economic Themes* 50 (1): 121-136.
- Clarkson, P. M., Kao, J. L., Richardson, G. D. (1999). Evidence That Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package. *Contemporary Accounting Research* 16(1): 111-134.
- Clarkson, M.B.E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review* 20(1): 92–117.
- Clatworthy, M. (2005). *Transnational equity analysis*. Chichester: John Wiley and Sons.
- Coën, A., (1999). *Analyse du phénomène de préférence pour les titres nationaux et implication en gestion de portefeuille international*. Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Grenoble. UPMF.
- Coffee, J.C. (1991). Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor *Columbia Law Review* 91: 1277-1368.
- Cohen J. (1968). Weighted kappa: Nominal scale agreement with provisions for scaled disagreement or partial credit. *Psychological Bulletin* 70: 213-220.
- Cohn, R., Lewellen, R., Lease, R., Schlarbaum, G. (1975). Individual Investor Risk Aversion and Investment Portfolio Composition. *Journal of Finance* 5: 605-620.
- Colasse, B., (2006). *Projet de rapport du groupe "Cadre conceptuel"*. Conseil National de la Comptabilité : N° 31L_06_01.
- Collins, L. M., Graham, J. W., Flaherty, B. P. (1998). An alternative framework for defining mediation. *Multivariate Behavioral Research* 33: 295–312.
- Connelly, B., Hoskisson, R. H., Tihanyi, L., Certo, S. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies* 47: 1561–89
- Constantinescu, D. (2012). The Lessons of the crisis on pension funds portfolio management. *Theoretical and Applied Economics* 12 (577): 23-36.
- Cook, T.C, Campbell, D.T. (1976). *Quasi-Experimentation: Design and Analysis Issues for Field Settings*. Chicago: Rand McNally.
- Coram, P. J. (2010). The effect of investor sophistication on the influence of nonfinancial performance indicators on investors' judgments. *Accounting and Finance* 50(2): 263-280.
- Cordella, T., Yeyati, E.L. (2002). Financial opening, deposit insurance, and risk in a model of banking competition. *European Economic Review* 46 (3): 471-485.
- Corley, K.G., Gioia, D.A. (2011). Building Theory about Theory Building: What constitutes a theoretical contribution? *Academy of Management Review* 36 (1): 12-32.
- Cortina, J. M. (1993). Interaction, Nonlinearity, and Multi-collinearity: Implications for Multiple Regression. *Journal of Management* (19): 915-922.
- Cready, W. (1988). Information Value and Investor Wealth: The Case of Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* 26 (1): 1-27.
- Cready, W. (1994). Determinants of Relative Demand for Common Stocks. *Journal of Accounting Auditing and Finance* :487-507.
- Dahlquist, M., Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics* 59(3): 413-440.
- Damasio, R. (1994). *Descartes' error: emotion, reason, and the human brain*. New York: Putman.
- Darras-Barquissau, N. (2011). *Comment classer les actionnaires des entreprises cotées*. 10^{ème} Conférence Internationale de Gouvernance, Montréal.
- David, P., Kochhar, R., Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal* 41: 200-208.

- Davidson, B. I., Stevens, D. E. (2013). Can a Code of Ethics Improve Manager Behavior and Investor Confidence? An Experimental Study. *Accounting Review*, 88 (1) : 51-74.
- Davis, D., Holt, C. (1993). Experimental Economics: Methods, problems, and promise. *Estudios Economicos* 8 (2): 179- 213.
- Davis, E.P. (1995). *Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*, Oxford University Press.
- Davydoff, D., Fano, D., Qin, L. (2013). *Who owns the European Economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*. Rapport pour l'Observatoire de l'épargne européenne.
- Das, D.K (1989). Brady Plan and the International Banks: A Cautious Reception. *The Business Standard* August (24) :6.
- Das, D.K (2006). Globalization in the World of Finance: An Analytical History. *Global Economy Journal*, 6 (1): 1- 26.
- De Bondt, W. (1993). Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of Forecasting* 9 (3): 355-371.
- De Bondt, W., Zurstrassen, P., Arzeni, A. (2002). Portrait Psychologique de l'Investisseur Individuel en Europe. *Revue d'Economie Financière* 64 : 131.143.
- De Bonville J. (2000). *L'Analyse de contenu des médias. De la problématique au traitement statistique*. Bruxelles: De Boeck Université.
- Deaton, A. (2010). Instruments, Randomization, and Learning about Development. *Journal of Economic Literature* 48 (2): 424– 455.
- Deaves, R., Dine, C., Horton, W. (2006). How are investments decisions made? *Papier de Recherche*, Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada.
- Deb, S.G., Banerjee, P.S., Banerjee, P. (2013). Institutional Preference for Firm Attributes: Evidence from India. *Journal of Applied Finance* 19 (2): 27-44.
- Del Guercio, D., Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics* 52: 293-340.
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L., Waldmann, R. (1990). Noise trader risk in Financial markets. *Journal of Political Economy* 98 (4) : 703-738.
- Dehaene, S. (1997). *La méthode de soustraction*. In *Le cerveau en action* (Ed S. Deheane) Paris : Presses Universitaires de France :97-123.
- Demargny, F. (1994). Les investisseurs institutionnels : des actionnaires neutres ? *Revue d'économie financière*, Numéro d'hiver : 109-118.
- Demazière, D., Dubar, C. (1997). *Analyser les entretiens biographiques. L'exemple des récits d'insertion*. Paris: Nathan.
- Dhar, R., Nowlis, S.M. (1999). The effect of time pressure on consumer choice deferral. *Journal of Consumer Research* 25 (4): 369-384.
- Dhar, R., Nowlis, S.M., Sherman, S.J. (2000). Trying hard or hardly trying: an analysis of context effects in choice. *Journal of Consumer Psychology* 9 (4): 189-200.
- Di Mauro, C., Maffioletti, A. (2000). Reaction to Uncertainty and Market Mechanisms: Experimental Evidence. *Dept of Economic*, Université de Toronto.
- Diez-Esteban, J., Garcia Gomez, C., Lopez-de-Foronda Perez, O. (2014). Corporate Risk Taking and Financial Crisis: The Role of Institutional Investors. *Transformations in Business and Economics* 13(1):124-142.
- Dinh, T.H., Gajewski, J-F. (2005). Une étude Expérimentale des prévisions des Analystes et de l'efficience informationnelle des marchés. *Revue Française de Gestion* 157: 189-202.
- Doinea, O., Lepadat, G., Tomita, V., Daniasia, I. (2011).The Role of Accounting Information in Decision-Making Strategies and Processes. *Economic, Management and Financial Markets* 6 (2): 188-193.

- Donders, F. C. (1969). *On the speed of mental processes*. Edition W. G. Koster, Amsterdam: Northland Publishing Company.
- Draper, D.W., Hoage, J.W. (1978). Financial Intermediation and the Theory of Agency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 13(4): 595–611.
- Duncan, K., Moores, K. (1988). Usefulness of CCA Information for Investor Decision Making: A Laboratory Experiment. *Accounting and Business Research* 18 (70): 121-132.
- Dwyer, J.H. (1974). Analysis of Variance and the Magnitude of Effects: A General Approach. *Psychological Bulletin* (Octobre): 731-737.
- Dybvig, P., Farnsworth, H., Carpenter, J. (2004). Portfolio performance and agency. *Papier de Recherche*, Université de New York.
- Easterby-Smith, M., Golden-Biddle, K., Locke, K. (2008). Working with pluralism: determining quality in qualitative research. *Organizational Research Methods* 11(3): 419-429.
- Easton, P.D., Harris, T.S., Ohlson, J.A. (1992). Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Term Return Intervals. *Journal of Accounting and Economics* Juin: 119-142.
- Eber, N., Willinger, N. (2005). *L'économie expérimentale*. Paris: La découverte.
- Eccles, R. (1985) Transfer pricing as a problem of agency. In *Principals and agents: The structure of business* (Edition Pratt & R. Zeckhauser). Boston: Harvard Business School Press: 151-186.
- Eccles, R.G. Kahn, H.D. (1998). *The Information Reporting Gap in the U.S. Capital Markets*. PricewaterhouseCoopers
- Eccles, R., Mavrinac, S. (1995), Improving the Corporate Disclosure Process. *Sloan Management Review* 36 (4): 11-25
- Edwards, J.R., Lambert, L.S. (2007). Methods for Integrating Moderation and Mediation: A General Analytical Framework Using Moderated Path Analysis. *Psychological Methods* 12 (1) : 1 -22.
- EFRAG (2014). *A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- Eisenberg, N. (1986). *Altruistic Emotion, Cognition and Behavior*. Lawrence Erlbaum Associates, Hillsdale: NJ.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review* 14 (1): 57-74.
- El Akremi, A., Roussel, P. (2003). *Analyse des variables modératrices et médiatrices par les méthodes d'équations structurelles : applications en GRH*, Actes du 14e congrès de l'Association Francophone de Gestion des Ressources Humaines, Grenoble.
- Elleuch, S. (2003). L'impact des informations comptables sur les rendements boursiers. *Comptabilité Contrôle Audit* 2 (9) : 137-150.
- Elliot, W.B, Hodge, F.D, Kennedy, J.J., Pronk, M. (2007). Are M.B.A Students a Good Proxy for Nonprofessional Investors? *The Accounting Review* 8 (1): 139-168.
- Elliot, W.B, Hodge, F.G Jackson, K. (2008). The Association between Nonprofessional Investors' Information Choices , and Their Portfolio Returns: The Importance of Investing Experience. *Contemporary Accounting research* 25 (2): 476-498.
- Elster, J. (1989). *The Cement of Society: A Study of Social Order*. Cambridge, UK : Cambridge University Press.
- Epstein, M. J., Palepu, K.G. (1999). What financial analysts want? *Strategic Finance* 80 (10): 48–52.
- Epstein, M. J., Pava, M. L. (1993). *The shareholder's use of corporate annual reports*. Greenwich: JAI Press.
- Ercerg-Hurn, D., Mirosevich, V. (2008). Modern Robust Statistical Methods- An Easy Way to Maximize the Accuracy and Power of Your Research. *American Psychologist* 63 (7): 591-601.
- Erkens, D., Hung, M., Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance* 18(2): 389-411

- Escaffre, L. Bernheim, Y. (1999). Evaluation à la juste valeur : Un nouveau modèle comptable ? *Comptabilité Contrôle Audit* 5 (2) : 25-45.
- Escaffre, L., Ramond, O. (2007). Analyse de l'impact des normes IFRS sur l'estimation du risque de défaillance des groupes cotés. *Comptabilité Contrôle Audit* Décembre : 269-296.
- Escaffre, L. (2010). *The accounting impacts of financial crisis on the volatility of banks securities : Evidence from France, Italy and Germany*, Conférence annuelle de l'American Accounting Association, 31 juillet au 04 août, Californie: San-Francisco.
- Estep, T. (1987). Security analysis and stock selection: Turning financial information into return forecasts. *Financial Analysts Journal* 43 (4): 34-43.
- Etchart-Vincent, N. (2007). Expérimentation de laboratoire et économie : contre quelques idées reçues et faux problèmes. *L'Actualité économique* 83 (1) : 91-116.
- Evrard Y., Pras B. et Roux E. (2003). *Market Etudes et recherches en Marketing*. 3^{ème} édition, Paris : Dunod.
- Falkenstein, E.C. (1996). Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *Journal of Finance* 51 (1): 111-135.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25 (2):383-417.
- Feltoch, N. (2003). Nonparametric tests of differences in medians: comparison of the Wilcoxon-Mann-Whitney and robust rank-order tests. *Experimental Economics* 6 (3): 273-297.
- Fehr, E., Gächter, S. (2002). Altruistic punishment in humans. *Nature* 415 : 137- 140.
- Fenneteau, H. (2007). *Enquête: Entretien et questionnaire*. 2^{ème} édition, Paris : Dunod.
- Fern, E.F. (1982). The use of focus groups for idea generation: the effects of group size, acquaintanceship, and moderator on response quantity and quality. *Journal of Marketing Research* 19 (1): 1-13.
- Ferreira, M., Matos, P. (2007). The Colors of Investors' Money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88: 499-533.
- FESE (2007). *Share Ownership Structures in Europe*. Rapport de la fédération européenne de bourse.
- Festinger, L. (1957). *A theory of cognitive dissonance*. Evanston: Row & Peterson
- Finucane, M., Alhakami, A., Slovic, P., Johnson, S.M. (2000). The affect heuristic in judgments of risks and benefits. *Journal of Behavioral Decision Making*. 13: 1-17.
- Firat, D., Fettahoglu, S. (2011). Investors' Purchasing Behaviour via a Behavioural Finance Approach. *International Journal of Business and Management* 6 (7): 153- 163.
- Firth, M.A. (1978). Study of the Consensus of the Perceived Importance of Disclosure of Individual Items in Corporate Annual Report. *International Journal of Accounting Education and Research*.
- Fisher, K., Statman, M. (1997). Investment Advice from Mutual Fund Companies. *Journal of Portfolio Management* 24 (1): 9-25.
- Fleiss, J.L. (1969). Estimating the Magnitude of Experimental Effects. *Psychological Bulletin* (mars): 314-320.
- Fleuriet, M. (2007). *Banques d'investissement et de marché : Les métiers des banques d'affaires*. Paris: Economica.
- Fontana A., Frey J.H. (2000). *The interview: From structured questions to negotiated text*. In. *Handbook of Qualitative Research* (Edition Denzin N.K. et Lincoln Y.S.). 2^{ème} édition, California: Sage Publications, Thousand Oaks.
- Fraser, I., Tarbert, H., Tee, K.H. (2009). Do the financial statements of intangible-intensive companies hold less information content for investors? *Applied Financial Economics* 19 (17): 1433-1438
- Frazier, P.A., Tix, A.P., Barron, K.E. (2004). Testing Moderator and mediator effects in counseling psychology research. *Journal of Counseling Psychology* 51: 115-134.

- Frederickson, J.R., Miller, J.S. (2004). The effect of pro-forma earnings disclosure on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments. *The Accounting Review* 79 (3): 667-686.
- Frieder, L., Subrahmanyam, A. (2005). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review* 81 (2): 222-248.
- Friedman, D., Sunder, S. (1994). *Experimental Methods: a Primer for Economists* New York : Cambridge University Press.
- Frishkoff, P., Frishkoff, P., Bouwman, M. (1984). Use of accounting data in screening by financial analysts. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8(1): 44-53.
- Gabaix, X., Laibson, D., Moloche, G., Weinberg, S. (2006). Costly Information Acquisition: Experimental Analysis of a Boundedly Rational Model. *The American Economic Review* (Septembre): 1044-1068.
- Ganguly, A. R., Kagel, J.H., Moser, D. (1994). The effects of biases in probability judgments on market prices. *Accounting, Organizations and Society* 19 (8): 675-700.
- Garnier, O. (2002), *La place des actions dans le patrimoine des ménages Mesure et comparaisons internationales*, Commissariat Général du Plan.
- Garten, H. (1992). Institutional Investors and the New Financial Order. *Rutgers Law Review* 44(3): 585-674.
- Gassen, J., Schwedler, K. (2010). The decision usefulness of financial accounting measurement concepts: Evidence from an online survey of professional investors and their advisors. *European Accounting Review* 19(3): 495-509.
- Gates, D., Steane, P. (2009). Altruism - an alternative value in policy formation and decision making. *International Journal Of Social Economics*, 36 (9/10) : 962-978.
- Gavard-Perret, M.L, Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A., Aubert, B., Avenier, M.J., Duymedjian, R. (2012). *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion : réussir son mémoire ou sa thèse*. 2^{ème} édition, Pearson : Montreuil.
- Gélard, G. (2013). Révision du cadre conceptuel des IFRS. *Revue Française de Comptabilité*, 470: 33.
- Geletkanycz, M., Tepper, B.J. (2012). From the Editors. Publishing in AMJ-Part 6: Discussion the Implications. *Academy of Management Journal* 55 (2): 256-260.
- Ghewy, P. (2010). *Guide Pratique de l'analyse de données, questionnez, analysez et décidez*. Bruxelles: De Boeck.
- Gillan, S. L., Starks, L.T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics* 57: 275- 301.
- Gilovich, T., Griffin, D., Kahneman, D. (2002). *Heuristics and Biases- The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge University Press.
- Giordano-Spring, S., Lacroix, M. (2007). Juste valeur et reporting de la performance : Débats conceptuels et théoriques. *Comptabilité Contrôle Audit*, 13 (3) : 77-95.
- Gitman, L., Joehnk, M. (2003). *Fundamentals of Investing*. 11^{ème} edition Pearson.
- Glaser, B.G., Strauss, A.L. (1967). *The discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. New York: Aldine de Gruyter.
- Glass, G.V., Peckham, P.D., Sanders, J.R. (1972). Consequences of failure to meet assumptions underlying fixed effects analyses of variance and covariance. *Review of Educational Research* 42: 237-288.
- Glaum, M. Friedrich, N. (2006). After the "bubble": valuation of telecommunications companies by financial analysts, *Journal of International Financial Management and Accounting* 17(2): 160- 174.
- Gneezy, U., Rustichini, A. (2000). Pay Enough or Don't Pay At All. *Quarterly Journal of Economics* 115 (3): 791-810.
- Gniewosz, G. (1990). The Share Investment Decision Process and Information Use: An Exploratory Case Study. *Accounting and Business Research* 20 (79): 223-30.

- Godowski, C., Maque, I. (2009). L'intégration de la dimension qualitative dans l'évaluation du risque crédit des PME. *Revue française de gestion* 35 (191) : 109-122.
- Goetzman, W., Pelez, N. (1997). Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors. *The Journal of Financial Research* 20 (2): 145-158.
- Goleman, D. (1995). *Emotional Intelligence*. New-York: Bantam.
- Gompers, P., Metrick, A. (2001). Institutional Investors and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 116 (1): 229-259.
- Gordon, M., Slade, L.A, Schmitt, N. (1986). The Science of the Sophomore revisited: From Conjecture to Empiricism. *Academy of Management Review* 11:191-207.
- Gordon, J.N. (1994). Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting. *Columbia Law Review* 94(Mars): 124-192.
- Graves, S., Waddock, S. (1990). Institutional Ownership and Control: Implications for long-term Corporate Strategy *Academy of Management Executive* 4 (1):75-83.
- Green, D., Ha, S., Bullock, J. (2010). Enough Already about "Black Box" Experiments: Studying Mediation Is More Difficult than Most Scholars Suppose. *Annals of the American Academy of Political and Social Science* 628: 200-208.
- Greenwald, A.G. (1976). Within-Subjects Designs: To Use or Not to Use? *Psychological Bulletin* Mars: 314-320.
- Grether, D.M, Plott, C.R. (1979). Economic Theory of Choice and the Preference Reversal Phenomenon. *American Economic Review* 69 (4): 623-638.
- Griffin, A., Hauser, J.R. (1993). The voice of the customer. *Marketing Science* 12 (1): 1-27.
- Grinblatt, M., Keloharju, M. (2000). The Investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics* 55: 43-67.
- Guiso, L., Haliassos, M., Jappelli, T. (2001). Le profil des détenteurs d'actions en Europe. *Revue d'Economie Financière* 64 (4): 169-178.
- Gurley, J.G., Shaw, E.S. (1960). *Money in a Theory of Finance*. Brookings Institution: Washington, D.C.
- Haagsma, R., Koning, N. (2002). Endogenous mobility-reducing norms. *Journal of Economic Behavior and Organization* 49: 523-547
- Hales, J., Kuang, X., Venkataraman, S. (2010). Who Believes the Hype ? An Experimental Examination of How Language Affect Investor Judgments. *Journal of Accounting Research* 49 (1): 223-255.
- Halderson, J.S., Glasnapp, D.R. (1972). Generalized Rules for Calculating the Magnitude of an Effect in Factorial and Repeated Measures ANOVA Designs. *American Educational Research Journal* (Hiver): 301-310.
- Hamon, J. (1997). *Microstructures des marchés*. In *Encyclopédie des Marchés Financiers* 56: 1140-1163.
- Hand, J. (1990). A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis. *Accounting Review* 65: 740-763.
- Hand, J.R., Green, J. (2012). The Importance of Accounting Information in Portfolio Optimization. *Journal of Accounting Auditing and Finance* 26 (1): 2-32.
- Harsha, P.D., Knapp, M. (1990). The Use of Within- and Between-subjects in Experimental Designs in Behavioral Accounting Research: A Methodological Note. *Behavioral Research in Accounting* 2: 50-62.
- Harwell, M.R., Rubinstein, E.N., Hayes, W.S, Olds, C.C. (1992). Summarizing Monte Carlo results in methodological research: the one- and two-factor fixed effects ANOVA cases. *Journal of Education and Statistics* 17: 315-339.
- Havas-Paris-CSA. (2014). *Actionnaires individuels: Cassons les idées reçues*.

- Hays, W.L. (1973). *Statistics for the Social Sciences*. 2ème édition, New-York: Holt Rinehart et Winston.
- Heath, C., Tversky, A. (1991). Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* 4: 5-28.
- Heckman, J. J., Smith, J. A. (1995). Assessing the Case for Social Experiments. *Journal of Economic Perspectives* 9 (2): 85–110.
- Heidhues, E., Patel, C. (2008). *Convergence of accounting standards in Germany: biases and challenges*. 10ème conférence internationale de management et de comptabilité, Chine : Université des Sciences et Technologies.
- Hellman, N. (1996). What causes investor action? *The European Accounting Review* 5 (4): 671-691.
- Henderson, S., Peirson, G., Brown, R. (1992). *Financial Accounting Theory: Its Nature and Development*. 2ème édition: Australie.
- Henderson, J. C., Nutt, P.C. (1980). The influence of decision style on decision making behavior. *Management Science* 26: 371-386.
- Henrich, J. (2001). Challenges to Everyone: real People, Deception, One-Shot Games, Social Learning and Computers. *Behavioral and Brain Sciences* 24 (3): 414-415.
- Henry, G.M. (2008). *Les Hedge Funds*. Paris: Organisation.
- Heraud, J.M., Michel, H. (2007). *Comment vêtir sa blouse blanche lorsqu'on est gestionnaire ? Mise en place de l'expérimentation en Sciences de Gestion*. 16^{ème} Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal : 6 et 7 juin.
- Herring, H.C, Scheiner, J., William, J.R. (1989). The development in education research in Accounting. *Issues in Accounting Education* 4(1): 48-57.
- Hertwig, R., Ortmann, A. (2001). Experimental practices in Economics: A Methodological Challenge for Psychologists? *Behavioral and Brain Sciences* 24 (3): 414-415.
- Heyman, D., Inghelbrecht, K., Pauwels, S.P. (2012). *Technical Trading Rules in Emerging Stock Markets*. Papier de Recherche.
- Hill, C.W.L., Jones, T.M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies* 29(2): 131-154
- Hilton, D.J. (2001). Is the Challenge for Psychologists to Return to Behaviourism? *Behavioral and Brain Sciences* 24 (3): 415-416.
- Hirsch, P.M, Friedman, R., Koza, M.P. (1990). Collaboration or Paradigm Shift?: CAVEAT Empor and The Risk of Romance With Economic Models For Strategy and Policy Research. *Organization Science* 1 (1): 87-97.
- Ho, S.S.M., Wong, K.S. (2004). Investment analysts' usage and perceived usefulness of corporate annual reports. *Corporate ownership and control* 1 (3): 61-71.
- Hodge, F. (2001). Hyperlinking Unaudited Information to Audited Financial Statements: Effects on Investor Judgments. *The Accounting Review* 76 (October): 675-691.
- Hodges, J. L., Lehman, E. L. (1956). The efficiency of some nonparametric competitors of the *t* test. *Annals of Mathematical Statistics* 27: 324-335.
- Holland, J. (2006). *A Model of Corporate Financial Communications*. Edinburgh, U.K.: ICAS.
- Holland, J. (1998a). Private voluntary disclosure, financial intermediation and market efficiency. *Journal of Business Finance and Accounting* 25(January, March): 29–68
- Holland, J. (1998b). Private disclosure and financial reporting. *Accounting and Business Research* 28(4) : 255–269.
- Holmbeck, G. N. (1997). Toward terminological, conceptual, and statistical clarity in the study of mediators and moderators: Examples from the child-clinical and pediatric psychology literatures. *Journal of Consulting and Clinical Psychology* 65: 599–610.

- Holsti, O.R. (1969). *Content Analysis for the Social Sciences and Humanities*. Addison Wesley Publishing Company
- Hope, O-K. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research* 41 (2): 235-272.
- Horst, U., Kirman, A., Teschl M. (2007). *Changing Identity : The Emergence of Social Groups, Institute for Advanced Study, Papier de recherche*.
- Howell, D. (1988). *Méthodes statistiques en sciences humaines*. Bruxelles: De Boeck.
- Huberman, G. (2001). Familiarity Breeds Investment. *Review Of Financial Studies* 14 (3) : 659-680
- Husser, J. (2002). *Le pilotage du changement par l'encadrement intermédiaire : Le cas de l'accréditation à l'hôpital*. Thèse de doctorat en science de gestion, université de Bordeaux 4.
- Hutchins, H. (1994). Annual Reports: Earning Surprising Respect from institutional Investors. *Public Relations Review* 20(4): 309-317.
- IASB. (1989). *Cadre conceptuel comptable*.
- IFRS 10 (2012). *Etats financiers consolidés*.
- Imai, K., Keele, L., Tingley, D., Yamamoto, T. (2011). Unpacking the Black Box of Causality: Learning about Causal Mechanisms from Experimental and Observational Studies. *American Political Science Review* 105 (4): 765-789.
- Ionascu, M., Ionascu, I. (2012). The Use of Accounting Information By Financial Analysts in Emergent Markets: The Case of Romania. *Accounting and Management Information System* 11 (2): 174-186.
- IPSOS (2011). *Les Investisseurs Individuels des Marchés Financiers*.
- Jacoby, J, Morrin, M., Johar, G., Gürhan, Z., Kùss, A., Mazursky, D. (2001). Training novice investors to become more expert: The role of information accessing strategy. *The Journal of Psychology and Financial Markets* 2 (2): 69-79.
- Jacoby, J., Troutman, T., Kuss, A., Mazursky, D. (1986). Experience and Expertise in Complex Decision Making. *Advances in Consumer Research*, 13: 469-472.
- James, H. S. (2005). Why Did You Do That? An Economic Examination of the Effect of Extrinsic Compensation on Intrinsic Motivation and Performance. *Journal of Economic Psychology* 26 (4): 549-566.
- Jeanjean, T. (2001). Incitations et Contraintes à la Gestion du résultat. *Comptabilité, Contrôle, Audit* 7 (1) : 61-76.
- Jeffers, E., Plihon, P. (2002). *Importance et diversité des investisseurs institutionnels: La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises ?* Paris: La documentation française, 17-27.
- Jenkins, G.D., Mitra, A., Gupta, N., Shaw, J.D. (1998). Are Financial Incentives Related to Performance? A Meta-Analytic Review of Empirical Research. *Journal of Applied Psychology* 83: 777-787.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management* 7 (3): 297-317.
- Jensen, M. C. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance* 22 (1): 32-42.
- Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *Accounting Review* 58 (2): 319-339.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior Agency cost and Ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, R. (1966). An Experimental Design for Study of Effects of Accounting Variations in Decision Making. *Journal of Accounting Research* Autumn: 224-237.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2002). Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research* 19: 117-45.

- Jick, T. (1979). Mixing Qualitative and Quantitative Methods: Triangulation in Action. *Administrative Science Quarterly* 24 (4) : 602-611.
- Jolibert, A., Jourdan, P. (2006). *Marketing Research- Méthodes de recherché et d'études en Marketing*. Paris: Dunod.
- Jones, S. R. (1984). *The economics of conformism*. B. Blackwell: Oxford
- Jones, M., Xiao, J., Lymer, A. (2001). *Trends in Internet Financial Reporting*. London, U.K.: ICAEW.
- Kahn, A., Rayner, G.D. (2003). The Robustness to Non-Normality of Common Tests for The Many-Sample Location Problem. *Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences* 7 (4): 187-206.
- Kahn, B.E., Baron, J. (1995). An Exploratory Study of Choice Rules Favored for high-stakes decision. *Journal of Consumer Psychology* 4: 305-328.
- Kachelmeier, S.J., King, R. (2002). Using Laboratory Experiments to Investigate Accounting Policy Issues. *Accounting Horizons* 16: 219-232.
- Kahneman, D., Tversky, A. (1996). On the reality of cognitive illusions. *Psychological Review* 103: 582- 591.
- Kahneman, D. (2003). A Psychological Perspective on Economics. *American Economic Review* 93: 162-168.
- Kang, J.K., Stulz, D. (1997). Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics* 46: 3-28.
- Kaniel, R., Saar, G., Titman, S. (2008). Individual investor trading and stock return. *The Journal of Finance* 63(1): 273-310.
- Katz, D., Kahn, R.L. (1978). *The Social Psychology of Organizations*. New York: John Wiley & Sons.
- Ke, B., Petroni, K. (2004). How Informed Are Actively trading Institutional Investors? Evidence From Their Trading Behavior Before a Break in a String of Consecutive Earnings Increases. *Journal of Accounting Research* 42 (5): 895-927.
- Kelton, A.S., Yang, Y. (2008). The impact of corporate governance on Internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 27: 62-87.
- Keloharju, M., Knupfer, S., Linnainmaa, J. (2012). Do investors buy what they know? Product market choices and investment decisions. *Review of Financial Studies* 25(10): 2921-2958.
- Kennedy, J.J., Bush, A.J. (1985). *An Introduction to the Design and Analysis of Experiments in Behavioral Research*. University Press of America: New-York.
- Kenny, D. A., Kashy, D. A., Bolger, N. (1998). *Data analysis in social psychology*. In *The handbook of social psychology* (4ème edition 1: 233–265). New York: McGraw-Hill.
- Keppel, G. (1982). *Design and Analysis: A researchers' Handbook*. New-jersey: Prentice-Hall.
- Kerlinger, F. (2000). *Foundation of Behavioral Research*. 4ème edition, Harcourt College publishers.
- Keselman, H. J., Huberty, C., Lix, L. M., Olejnik, S., Cribbie, R. A., Donahue, R. A. B. (1998). Statistical practices of educational researchers: An analysis of their ANOVA, MANOVA, and ANCOVA analyses. *Review of Educational Research* 68: 350–386.
- Kinnear, P., Gray, C. (2006). *SPSS 14 Made Simple*. New-York: Psychology Press.
- Kinney, W. (1986). Empirical Accounting Research Design for Ph.D Students. *The Accounting Review* 61 (2): 338-350.
- Kolb, R.W. (1994). *Investments*. 3ème edition, Kolb Publishing Co: Miami.
- Konow, J. (2000). Fair Shares: Accountability and Cognitive Dissonance in Allocation Decisions. *American Economic Review* 90: 1072-1091
- Koonce, L., McAnally, M. L., Mercer, M. (2005). How do investors judge the risk of financial items? *The Accounting Review* 80(1): 221-241.
- Koonce, L., Williamson, M. G. and Winchel, J. (2010). Consensus information and nonprofessional investors' reaction to the revelation of estimate inaccuracies. *The Accounting Review* 85(3): 979-1000.

- Kraemer, H. C., Wilson, G T., Fairburn, C. G., Agras, W. S. (2002). Mediators and moderators of treatment effects in randomized clinical trials. *Archives of General Psychiatry* 59: 877–883.
- Krishnan, R., Booker, M. (2002). Investors' use of analysts' recommendations. *Behavioral Research in Accounting* 14: 129-56.
- Kruskal, W. H., Wallis, W. A. (1952). Use of ranks in one-criterion variance analysis. *Journal of the American Statistical Association* 47: 583–621
- Kumar, A., Lee, C. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. *The Journal of Finance* 61(5): 2451-2486.
- Kunreuther, H., Meyer, R., Zeckhauser, R., Slovic, P., Schwartz, B, Schade, C. (2002). High-stakes decision making: Normative; descriptive and prescriptive considerations. *Marketing Letters* 13 (3): 259-268.
- Kuran, T. (1995). *Private truths, public lies : the social consequences of preference falsification*. Presse de l'université d'Harvard: Cambridge, Massachusetts.
- Lafont-Deaber, A.L. (2003). *Influence des investisseurs institutionnels sur la politique financière des entreprises françaises*. Thèse de doctorat en science de gestion. Université de Montpellier.
- Lakonishok, J., Maberly, E. (1990). The weekend effect: Trading patterns of individual and institutional investors. *Journal of Finance* 40: 231–243.
- Lallement, J. (2010). L'impact de la pression temporelle sur le traitement des informations. *Recherche et Applications en Marketing* 25 (4): 45-68.
- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics* 32(1): 3-87.
- Lande, E. (2005). La réforme des cadres comptables conceptuels de l'IASB et du FASB : Quelles évolutions ? Quels enjeux ? *Revue Française de Comptabilité*, 380 : 36-41.
- Lang, M., McNichols, M. (1997). Institutional trading and corporate performance. *Papier de Recherche*: Stanford university.
- Langer, R., Roth, J. (1975). Heads I win, Tails it's chance: the illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology* 32: 951-955.
- Larson, M. S. (1977). *The rise of professionalism: A sociological analysis*. Berkeley, CA: Presse de l'université de Californie.
- Larson, M. (2008). Statistical primer for cardiovascular research. *Circulation* : 117.
- Lavigne, S. (2004). *L'industrie des fonds de pension*. Paris: collection l'esprit économique.
- Lawrence, R., Kerckmar, J. (1999). Accounting information utilization and judgment quality in a stock investment task. *American Business Review* 17 (1): 7-17.
- Lease, R.C, Lewellen, W.G., Schlarbaum, G. (1974). The individual investor: attributes and attitudes. *Journal of Finance* 29 (2): 413-433.
- Léauté, N., Pergament, M., Séblain, B. (2013). *Le Baromètre de l'épargne, vague 17*. Rapport par la Banque Postale.
- Lee, M. C. (2001). Market Efficiency and Accounting Research: A Discussion of Capital Market Research in Accounting. *Journal of Economics and Accounting* 31 (September): 233–253.
- Lee, J., Lin, Q. (2004). Consumer information search when making investment decisions. *Financial Services Review* 13 (4): 319-332.
- Lee, T.A., Tweedie, D.P. (1981). *The Institutional Investor and Financial Information*. The Institute of Chartered Accountants in England and Wales: London.
- Leech, N. L., Onwuegbuzie, A. J. (2002). *A call for greater use of nonparametric statistics*. Annual Meeting of the Mid-South Educational Research Association, November.
- Legros, P., Legros, M. (2009). *Etude de Marché: Approche socio-marketing*. Paris : Ellipses.

- Lehmann, E., Warning, S., Weigand, J. (2004). Governance Structures, Multidimensional Efficiency and Firm Profitability. *Journal Of Management And Governance* 8(3) : 279-304
- Lemaire, P. (1999). *Psychologie Cognitive*. Bruxelles : De Boeck.
- Lesage, C. (2000). L'expérimentation de laboratoire en sciences de gestion. *Comptabilité-Contrôle-Audit* Numéro Spécial: 69-82.
- Lester, D., Yang, B. (2009). Two sources of human irrationality: Cognitive dissonance and brain dysfunction *Journal of Socio-Economics* 38: 658-662.
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions for two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research* 27: 153-92.
- Lev, B., Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research* 37 (2): 353-385.
- Lewellen, W., Taewoo, W.G., Ro, B.T. (1996). Self-Serving Behavior in Manager's discretionary information disclosure decision. *Journal of Accounting and Economics* 21 (2): 227-251.
- Lewin, S.B. (1996). Economics and Psychology: Lessons for Our Own Day to From the Early Twentieth Century *Journal of Economic Literature* 34: 1293-1323.
- Li, W., McDowell, E. (2011). Investor affect, investor status and the influence of analyst report. *Journal of Finance and Accountancy* 8 (11).
- Liang, B. (1999). On the Performance of Hedge Funds. *Financial Analysts Journal*, 55 (July/Aug) : 72-85.
- Libby, R., Bloomfield, R., Nelson, M.W. (2002). Experimental Research in Financial Accounting. *Accounting, Organizations and Society* 27 (8): 775-810.
- Lim, M., Mackinlay (1998). Designing the annual reports of burton PLC from 1930 to 1994. *Accounting Organizations and Society* 12(1):89-11.
- Lipe, M. G. (1998). Individual investors' risk judgments and investment decisions: The impact of accounting and market data. *Accounting, Organizations and Society* 23(7): 625-640.
- Lix, M.L., Keselman, J.C., Keselman, H.J. (1996). Consequences of assumption violations revisited: A quantitative review of alternatives to the one-way analysis of variance F test. *Review of Educational Research* 66: 579-619
- Lo, A.W., Repin, D.V. (2001). The psychophysiology of real-time financial risk processing. *Papier de Recherche: NBER*.
- Locke, E.A. (1986). *Generalizing from Laboratory to Field Settings*. Lexington: MA Lexington Book.
- Loewenstein, G.F. (1999). Experimental Economics from the Vantage-Point of Behavioural Economics. *Economic Journal* 109: 25-34.
- Loibl, C., Hira, T.K. (2009). Investor Information Search. *Journal of Economic Psychology* 30 (1): 24-41.
- Lombard, E., Mucherie, M. (2010). *Veut-on faire de l'épargne longue une espèce en voie de disparition ? Investissements et investisseurs de long terme*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, Direction de l'information légale et administrative.
- Loomis, C. (1966). *The Jones Nobody Keeps Up With*. Fortune: 237-247.
- MacGregor, D.G., Slovic, P., Dreman, D., Berry, M. (2000). Imagery, affect, and financial judgment. *Journal of Psychology and Financial Markets* 1 (2): 104-110.
- MacKinnon, D.P., Warsi, G., Dwyer, J.H. (1995). A simulation Study of mediated effect measures. *Multivariate Behavioral Research* 30: 41-62.
- MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., Hoffman, J. M., West, S. G., Sheets, V. (2002). A comparison of methods to test mediation and other intervening variable effects. *Psychological Methods*, 7: 83–104.
- MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., Williams, J. (2004). Confidence limits for the indirect effect: Distribution of the product and resampling methods. *Multivariate Behavioral Research* 39: 99–128.

- Maines, L.A., McDaniel, L.S. (2000). Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation format. *The Accounting Review* 75 (2): 179-207.
- Maines, L.A., Salamon, G., Sprinkle, G. (2006). An Information Economic Perspective on Experimental Research in Accounting. *Behavioral Research in Accounting* 18: 85-102.
- Malhotra, N., Decaudin, J.M., Bouguerra, A., Bories, D. (2011). *Etudes Marketing*. 6ème édition, Paris: Pearson Education.
- Mallette, P., Fowler, K. L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *Academy of Management Journal* 35: 1010-1035.
- Mann, H.B., Whitney, D.R. (1947). On a Test of Whether One of Two Random Variables is Stochastically Larger than the other. *Journal of Statistical Computing and Simulation* 13: 41-48.
- Mancotii, A., Massa, M., Yasuda, A. (2012). The role of institutional investors in propagating the crisis of 2007-2008. *Journal of Financial Economics*. 104(3): 491-518.
- Mangot, M. (2008). *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers*. Paris : Dunod.
- Maria, A.C. (2012). Investment funds performance and economic growth. *Annals of Faculty of Economics* 1 (1): 638-643.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7: 77-91.
- Marston, C. (2004). *A Survey of European Investor Relations*. Edinburgh, U.K.: ICAS.
- Mard, Y., Marsat, S. (2007). *Rôle de l'influence sociale sur l'interprétation comptable : une expérimentation*. 28ième congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers, 23-25 mai.
- Masood, O., Sergi, B. S. (2009). Behavioural Aspects Influencing the Performance of Turkish Fund Managers. *Economic and Business Review* 11(4): 301-320.
- Mavrinac, S., Siesfeld, T. (1997). Measures that matter: An exploratory Investigation on Investors' Information Needs and Value Priorities. *Papier de Recherche*: Richard Ivey School of Business, University of Western Ontario.
- McClelland, J.L. (1979). On the time relations of mental processes: An Examination of systems of processes in cascade. *Psychological Review* 86: 287-330.
- McDaniel, L., Hand, J. (1996). The Value of Experimental Methods for Practice-Relevant Accounting Research. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 339-351.
- McInnes, B., Beattie, V., Pierpoint, J. (2007). *Communication between Management and Stakeholders: A Case Study*. London, U.K.: ICAEW.
- Menkhoff, L. (2002). Institutional Investors: The External Costs of a Successful Innovation. *Journal of economic issues* 36 (4): 907-932.
- Merton, R. C., Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial environment, The Global Financial System - A Functional Perspective. *Papier de Recherche*: Harvard Business School Press.
- Mezick, E. (2001). Investing wisely: Individual Investors as Information Seekers. *Journal of Business and Finance Librarianship* 7 (1): 3-21.
- Micceri, T. (1989). The unicorn, the normal curve, and other improbable creatures. *Psychological Bulletin*, 105 (1) : 156-166.
- Michelat, G. (1975). Sur l'utilisation de l'entretien non-directif en sociologie. *Revue française de sociologie* XVI : 229 – 247.
- Miles, M., Huberman, M. (2003). *Analyse des données qualitatives*. Méthodes en Sciences Humaines, Bruxelles: De boeck.
- Milgram, S. (1974). *Obedience to Authority: An experimental view*, New York: Harper.
- Milgrom, P., J. Roberts. (1992). *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

- Miller, J. (1988). A warning about median reaction time. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 14: 539–543.
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around Organizations*. Englewood cliffs: Prentice Hall.
- Mittone, L., Ploner, M. (2011). Peer pressure, social spillovers, and reciprocity : an experimental analysis. *Experimental Economics* 14 (2): 203- 222.
- Moizer, P., Arnold, J. (1984). Share appraisal by investment analysts—portfolio vs. non-portfolio managers. *Accounting and Business Research* 14(4): 341–348.
- Monks, R., Minow, N. (1995). *Corporate Governance*. Cambridge, MA: Blackwell.
- Mtanos, R., Paquerot, M. (1999). Structure de propriétés et sous-performance des firmes: Une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché. *Finance Contrôle Stratégie* 2 (4) : 157-179.
- Mucchielli, R. (1990). *La conduite des réunions: connaissance du problème, applications pratiques*. Libr. techniques, Paris : ESF-Entreprise moderne.
- Mucchielli, R. (1998). *L'analyse de contenu : des documents et des communications*. Paris : Formation permanente en sciences humaines, ESF.
- Muller, D., Judd, C., Yzerbyt, V.Y. (2005). When Moderation is Mediated and Mediation is Moderated. *Journal of Personality and Social Psychology* 89 (6): 852-863.
- Naggy, R.A., Obenberger, R. (1994). Factors Influencing Individual Investor Behavior. *Financial Analysts Journal* Juillet-Août: 63-68.
- Neenan, W.B. (1959). Review of Institutional Activity in the Equity Market, 1951-54. *Journal of Finance*, decembre 468- 90.
- Neuberger, D. (2005). *What's Common to Relationship Banking and Relationship Investing? Reflections within the Contractual Theory of the Firm*. Papier de Recherche, Université de Rostock.
- Nilakant, V., Rao, H. (1994). Agency Theory and Uncertainty in Organizations: An Evaluation. *Organization Studies* 15 (5): 649-672.
- Nilsson, J., Nordvall, A.-C., Isberg, S. (2010). The information search process of socially responsible investors. *Journal of Financial Services Marketing* 15(1): 5–18.
- Njegomir, V., Marovic, B., Maksimovic, R. (2010). The economic crisis and the insurance industry: Evidence from the Ex-Yugoslavia region. *Economic Annals* LV (185): 129-161.
- Nofsinger, J.R. (2001). The Impact of public information on investors. *Journal of Banking and Finance* 25: 1339-1366.
- Noorderhaven, N.G. (1992). The Problem of Contract Enforcement in Economic Organization Theory. *Organization Studies* 13(2): 229–243.
- Obert, R. (2011). Le nouveau cadre conceptuel de l'IASB. *Revue Française de Comptabilité*, 439 : 26-30.
- OCDE (2014). *Statistiques de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels 2005-2012-2013*. OCDE.
- OCDE (2000). *Perspectives Economiques de l'OCDE*. OCDE
- Odean, T. (1999). Do Investors trade too much? *American Economic Review* 89: 1279-1298.
- Oehler, A., Rummer, M., Walker, T., Wendt, S. (2005). Are Investors Home Biased? - Evidence from Germany. In *Diversification and Portfolio Management of Mutual Funds*. UK: Palgrave Macmilan.
- Olbert, L. (1994). Stock valuation methods of financial analysts in a thin stock market in Sweden, with comparisons to the United Kingdom and the United States. *International Journal of Accounting* 29: 123-135.
- Orne, M. (1962). On the Social Psychology of Psychological Experiment: With Particular Reference to Demand Characteristics and Their Implications. *American Psychologist* Novembre: 776-783.
- Ou, J., Penman, S. (1989). Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics* 11: 295-329.

- Oxoby, R. J. (2004). Cognitive dissonance, status and growth of the underclass. *Economic Journal* 114: 727-749.
- Pankoff, L., Virgil, R.L. (1970). Some Preliminary Findings from a Laboratory Experiment on the Usefulness of Financial Accounting Information to Security Analysts. *Journal of Accounting Research* Supplement: 1-48.
- Parrino, R., Kidwell, D., Bates, T. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* 2ème Edition, John Wiley and Sons: U.K.
- Patzer, G.L. (1996). *Experiment-research methodology in marketing: types and applications*. Westport, Qorum.
- Payne, T.H., Millar, J.A., Glezen, G.W. (1996). Fiduciary Responsibility and Bank-Firm Relationships: An Analysis of shareholder voting by banks. *Journal of Corporate Finance* 3: 75-87.
- Payne, J.W., Bettman, J. R., Johnson, E.J. (1993). *The adaptive decision maker*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pelham, B. W., Neter, E. (1995). The Effect of Motivation on Judgment Depends on the Difficulty of the Judgment. *Journal of Personality and Social Psychology* 68: 581–594.
- Pellet, J. (1998). Teachers expands its curriculum. *Chief Executive* 139: 44-49.
- Penman, S. H. (2009). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill/ Irwin.
- Perkins, W.S., Rao, R.C. (1990). The Role of Experience in Information Use and Decision Making. *Journal of Marketing Research* 27 (1): 1–10.
- Perreault W.D., Leigh L.E. (1989). Reliability of nominal data based on qualitative judgments. *Journal of Marketing Research* 26 (2): 135-148.
- Platet-Perriot, F. (2009). *L'information financière à la lumière d'un changement de cadre conceptuel et comptable : Etude du message du président des sociétés cotées françaises*. Thèse de doctorat en Sciences de gestion, Université de Montpellier 1.
- Perrow, C. (1986). *Complex Organization : A Critical Essay*. New York: McGraw-Hill
- Petit, E. (2011). L'apport de la psychologie Sociale à l'analyse Economique. *Revue d'Economie Politique* 121 (6) : 797-837.
- Petty, R. E., Cacioppo, J. T. (1986a). The elaboration likelihood model of persuasion. *Advances in Experimental Social Psychology* 19: 123-205.
- Petty, R. E., Cacioppo, J. T. (1986b). *Communication and persuasion: Central and peripheral routes to attitude change*. New York: Springer-Verlag.
- Petty, R.E., Wegener, D.T. (1999). *The elaboration likelihood model: current status and controversies*. In *Dual- Process Theories in Social Psychology* (Edition: Chaiken S, Trope Y). New York: Guilford: 41–72.
- Pfeffer, J. (1981). *Power in Organizations*. Cambridge: Ballinger.
- Pfeffer, J., Salancik, G.R. (1978). *The External Control of Organizations: A resource Dependence Perspective*. New-York: Harper et Row.
- Pfeiffer, D. (1984). Sociétés d'assurances et fonctionnement des marchés financiers. *Finance* 5 (2):279-283.
- Pike, R., Meerjanssen, J., Chadwick, L. (1993). The appraisal of ordinary shares by investment analysts in the UK and Germany. *Accounting and Business Research* 23(92): 489-499.
- Pinsker, R., Pitre, T. J., Daigle, R. (2009). An investigation of nonprofessional investors' qualitative materiality judgments incorporating SEC listed vs. non-listed events. *Journal of Accounting and Public Policy* 28(5): 446-465.
- Piotroski, J. D. (2000). Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers. *Journal Of Accounting Research* 38(3): 1-41.
- Plihon, D. (1996). *La montée en puissance de la finance spéculative*. Paris : Economica.

- Plihon, D. (2009). *Le nouveau capitalisme*. Collection Repères, La découverte : Paris.
- Plihon, D., Ponsard, J.P. (2002). *Introduction : La montée en puissance des fonds d'investissements : Quels enjeux pour les entreprises ?* Paris: Editions La documentation française, 13-14.
- Ponsard, F., Demartini, A., Grillet-aubert, L. (2005). *Un état des lieux de la gestion institutionnelle aux Etats-Unis et en Europe*. Les entretiens 2005 de l'Autorité des Marchés Financiers : 5-19
- Porter, M. (1992). Capital disadvantage: America's failing Capital Investment System. *Harvard Business Review* Sept-Oct: 65-83.
- Posner, M. I., Abdullaev, Y. G. (1996). *What to image? Anatomy, circuitry, and plasticity of human brain function*. In *Brain mapping: The methods*. San Diego: Academic Press: 407-421.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Pouget, S. (2001). Finance de marché expérimentale : une revue de littérature. *Finance* 22 (1).
- Pourtier, F. (2010). Utilité Comparée des Comptes Consolidés Pro Forma: Approche Théorique et Normative. *Comptabilité Contrôle Audit* 16 (3) : 41-78.
- Preacher, K. J., Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, and Computers* 36: 717– 731.
- Preacher, K.J., Hayes, A.F. (2007). Addressing Moderated Mediation Hypotheses: Theory, Methods, and Prescriptions. *Multivariate Behavioral Research* 42 (1): 185-227.
- Preiato, J.P., Brown, P.R., Tarca, A. (2012). *Mandatory Adoption of IFRS and Analysts' Forecasts: How Much Does Enforcement Matter?* UNSW Australian School of Business Research Paper.
- Prendergast, C. (1999). The provision of incentives in firms. *Journal of Economic Literature* 37: 7- 63.
- Previts, G. J., Bricker, R. J., Robinson, T. R., Young, S. J. (1994). A content analysis of sell-side financial analyst company reports. *Accounting Horizons* 8(2): 55–70.
- Prevost, A.K., Rao, R. P. (2000). Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds? *Journal of Business* 73: 177-204.
- Proshare (1999). *Managing Relationships with private investors*, Proshare: Londres.
- Py, J. (2008). *Ethique et déontologie dans les sciences du comportement*. Présentation au colloque Recherche, éthique et déontologie, Grenoble, 25 avril.
- Quagli, A., Riva, P. (2009). Do financial websites meet the users' information needs? A survey from the Italian context. *7^{ème} workshop on Empirical Research in Financial Accounting*, 18 et 29 novembre, Espagne.
- Quivy, R., Campenhoudt, L. (2009). *Manuel de recherche en sciences sociales*. 3^{ème} édition Paris: Dunod.
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature* 36: 11-46.
- Rabin, M. (1994). Cognitive dissonance and social change, *Journal of Economic Behavior and Organization* 23: 177-194.
- Ramalingegowda, S., Ke, B. (2005). Do institutional investors exploit the post-earnings announcement drift? *Journal of Accounting and Economics* 39: 25–53.
- Rehfeld, B. (1998). A suite victory for shareholders. *Institutional Investor* 32(7): 37-44.
- Reips, U-D. (2000). *The Web experiment method: Advantages, disadvantages, and solutions*. In *M.H. Psychological Experiments on the Internet*. (Edition Birnbaum) San Diego: Academic Press: 89-117.
- Remus, W. (1996). Will Behavioral Research on Managerial Decision-Making Generalize to Managers? *Managerial and Decision Economics* 17: 93-101.
- Rikhardsson, P, Holm, P. (2008). The Effect of Environmental Information on Investment Allocations Decisions – An Experimental Study. *Business Strategy and Environmental* 17: 382-397.
- Ritter, J.R. (1988). The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the turn of the Year. *The Journal of Finance* 43 (3): 701-717.

- Rizzo, J.R., House, R.J., Lirtzman, S.I. (1970). Role Conflict and Ambiguity in Complex Organizations. *Administrative Science Quarterly* 15: 150–163.
- Robert-Demontrond, P. (2004). *Méthodes d'observation et d'expérimentation*. Edition Apogée, collection Méthodes de recherche en sciences humaines et sociales.
- Roberts, J., Sanderson, P., Barker, R., Hendry, J. (2006). In the mirror of the market: The disciplinary effects of company/fund manager meetings. *Accounting, Organizations and Society* 31: 277–294.
- Rodgers, W. (1992). The Effects of Accounting Information on Individuals' Perceptual Processes. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 7(1): 67-95.
- Rodgers, W. (1988). Decision makers' forecasting ability analyzed in a covariance structural model. *International Journal of Management* 6: 5-12
- Rogers, R. K., Grant, J. (1997). Content analysis of information cited in reports of sell-side financial analysts. *Journal of Financial Statement Analysis* 3(1): 14–30.
- Rosenfield, P. H. (1994). AICPA issues report on information needs of investors and creditors. *Journal of Accountancy* 177(1): 21.
- Roth, A. (1988). Laboratory Experimentation in Economics: A Methodological Overview. *Economic Journal* 98: 974-1031.
- Roussel, P., Wacheux, F. (2005). *Management des Ressources Humaines : Méthodes de Recherche en Sciences Humaines et Sociales*. Bruxelles: De Boeck.
- Rowbottom, N., Lymer, A. (2009). Exploring the Use of Online Corporate Reporting Information. *Journal of Emerging Technologies in Accounting* 6: 27-44.
- Rubinstein, A. (2001). A Theorist's View of Experiments. *European Economic Review* 45: 615-628.
- Ryan, B., Scapens, R.W., Theobald, M. (1992). *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*. Londres: Academic Press
- Ryan, L.V, Schneider, M. (2002). The Antecedents of Institutional Investor Activism. *Academy of Management Review* 27 (4): 554-573.
- Ryden, J., Alm, S. (2010). The effect of interaction and rounding error in two-way ANOVA: example of impact on testing for normality. *Journal of Applied Statistics* 37 (10): 1965-1701.
- Saboly, M. (2003). La prudence comptable: perspectives historiques et théorique. *Comptabilité Contrôle Audit* 9 (1) :153-170.
- Salanié, B. *The Economics of Contracts: a primer*. 2ème édition, Londres: MIT Press.
- Sawilowsky, S.S., Clifford, B. R. (1992). A more realistic look at the robustness and type II error properties of the t test to departures from population normality. *Psychological Bulletin* 111: 352-360.
- Scheffé, H. (1967). *The Analysis of Variance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Schipper, K. (1994). Academic Accounting Research and the Standard Setting process. *Accounting Horizons* 8 (4): 61-73.
- Schmider, E., Ziegler, M., Danay, E., Beyer, L., Bühner, M. (2010). Is it really robust? Reinvestigating the robustness of ANOVA against violations of the normal distribution assumption. *Methodology* 6: 147–151
- Schneider, M. (2000). When Financial Intermediaries are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership. *Journal of Management and Governance* 4: 207-237.
- Schulz, A. (1999). Experimental research method in a Management Accounting Context. *Accounting and Finance* 39: 29-51.
- Séville, M. (2006). *Doit-on renoncer à l'expérimentation en Stratégie ?* 25^{ème} conférence internationale de Management Stratégique, Annecy, Genève.
- Shadish, W.R., Galindo, R., Wong, V.C., Steiner, P., Cook, T.D. (2011). A Randomized Experiment Comparing Random and Cutoff-Based Assignment. *Psychological Methods* 16 (2): 179–191.
- Shanteau, J. (1992). How Much Information Does an Expert Use? Is it Relevant? *Acta Psychologica*, 81: 75–86.

- Sharma, A. (1997). Professional as Agent: Knowledge Asymmetry in Agency Exchange. *Academy of Management Review* 22 (3): 758-798.
- Sharma, S., Durand, R. M., and Gur-Aire, O. (1981). Identification and Analysis of Moderator Variables. *Journal of Marketing Research* (18): 291-300.
- Shafraan, S., Benzion, U. (2009). Investors' Decision to Trade Stocks- An Experimental Study. *The Journal of Behavioral Finance* 10: 81-88.
- Sharpe, W., Alexander, G. (1990). *Investments*. Prentice Hall: Englewood.
- Sharpe, W. (1981). Decentralized Investment Management. *Journal of Finance* 36 (2): 217-234
- Sherman, H., S. Beldona, M.P. Joshi (1998). Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions, *Corporate Governance: An International Review* 6 (3): 166-174.
- Sherif, M. (1936). *The psychology of norms*. New York : Harper.
- Shiller, R. J. (2002). Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion. *Financial Analysts Journal*, 58(3): 18- 31.
- Shiller, R., Pound, J. (1989). Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior and Organization* 12(1): 47-66.
- Shrout, P. E., Bolger, N. (2002). Mediation in experimental and nonexperimental studies: New procedures and recommendations. *Psychological Methods*, 7: 422-445
- Siegel, S., Castellan, J. (1988). *Nonparametric Statistics for the Behavioral Sciences*. 2ème edition, New-York: McGraw-Hill Humanities.
- Simon, H. A. (1945). *Administrative Behavior*. New York: Free Press.
- Slovic, S., Fishhoff, P., Layman, B., Combs, B. (1978). Judged frequency of lethal events. *Journal of Experimental Psychology: Human learning and memory* 4: 551-578.
- Slovic, P. (1972). Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making. *Journal of Finance* 27 (Septembre): 779-798.
- Smith, M. P. (1996) Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance* 51: 227-252.
- Smith, K.V., Goudzwaard, M.B. (1970). Survey of Investment Management: Teaching versus Practice. *Journal of Finance* 25: 329-347.
- Smith, V.L. (1962). An Experimental Study of Competitive Market Behavior. *Journal of Political Economy* 70 (2): 111-137.
- Smith, V.L. (1976). Experimental Economics Induced Value Theory. *American Economic Review* 66: 274-279.
- Smith, V. L., Walker, J. (1993). Monetary Rewards and Decision Cost in Experimental Economic. *Economic Inquiry* 31: 245-261.
- Sobel, M. E. (1982). *Asymptotic confidence intervals for indirect effects in structural equations models*. In *Sociological methodology* (Edition S. Leinhardt). San Francisco: Jossey-Bass.
- Soughton, N.M. (1993). Moral Hazard and the Portfolio Management Problem. *The Journal of Finance* 125 (5): 2009-2027.
- Spaarkman, G., Ibrahim, M. (1998). Cost-economizing superiority of operational audit findings to financial audit findings. *Internal Auditing* 13(5): 34-43
- Staub, E. (1978). *Positive Social Behavior and Morality: Social and Personal Influences*. New York: Academic.
- Sternberg, S. (1969). Memory-scanning: Mental processes revealed by reaction-time experiments. *American Scientist* 57: 421-457.
- Stigler, G.J. (1966). *The Theory of Price*. 3ème edition Mac Millan: New-York.
- Street, D.L. (1995). Controlling extraneous variables in experimental research: a research note. *Accounting Education* 4 (2): 169-188.

- Stulz, R.M. (1981). On the Effects of Barriers to International Investment. *Journal of Finance* 36: 923-934.
- Subrahmanyam, A. (2005). A Cognitive Theory of Corporate Disclosures. *Financial Management*, 34(2), 5-33.
- Swieringa, R., Weick, K. (1982). An Assessment of Laboratory Experiments in Accounting. *Journal of Accounting Research* 20 (supplement): 56-101.
- Tajfel, H., Turner, J. (1986). *The social identity theory of intergroup behavior*. In *The psychology of intergroup relations* Chicago: Nelson-Hall: 7- 24.
- Tanizaki, H. (1997). Power comparison of non-parametric tests: Small-sample properties from Monte Carlo experiments. *Journal of Applied Statistics* 24 (5): 603- 632
- Taylor, D. H. (1965). Latency models for reaction time distributions. *Psychometrika* 30 : 157–163.
- Teiletche, J.(2009). *Les Hedge Funds*. Collections Repères, Paris : Edition La découverte.
- Thaler R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choices. *Marketing Science* 4: 199-214.
- Thayer, J. (2011). Determinants of Investors' Information Acquisition: Credibility and Confirmation. *The Accounting Review* 86 (1): 1-22.
- Thiéart R.A. (2007). *Méthodes de recherche en management*. 3ème édition, Paris : Dunod.
- Thornton, T.K. (1994). The Corporate Pension Fund as a Strategic Business Unit, *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (4): 98-102.
- Thurstone, L.L. (1931). The indifference function. *Journal of Social Psychology* 2: 139- 206.
- Tong, Y. H. (2007). Financial reporting practices of family firms. *Advances in Accounting* 23: 231- 261
- Trotman, K.T. (1996). *Research methods for judgment and decision making studies in auditing*. Coopers et Lybrand et Association de Comptabilité d'Australie et de Nouvelle-Zélande.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science* 185: 1124-1131.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica* 47 (2): 263-292.
- Tversky, A., Kahneman, D. (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, UK: Cambridge University Press
- Useem, M. (1996). *Investor capitalism*. New York: Basic Books.
- Usunier J-C., Easterby-smith, M., Thorpe, R. (1993). *Introduction à la recherche en gestion*. Paris: Economica.
- Van Maanen, J. (1979). Reclaiming Qualitative Methods for Organizational Research: A Preface. *Administrative Science Quarterly* 24(4):520-526.
- Varian, H.R. (1990). Monitoring Agents with Other Agents. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 146: 153–174.
- Vaughan, G.M., Corballis, M.C. (1969). Beyond Tests of Significance: Estimating Strength of Effects in Selected ANOVA Designs. *Psychological Bulletin* (Septembre):204-213.
- Vera-Munoz, S.C. (1998). The Effects of Accounting Knowledge and Context on the Omission of Opportunity Costs in Resource Allocation Decision. *The Accounting Review* 73 (1): 47-72.
- Vergoosen, R. G. A. (1993). The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherland. *European Accounting Review* 2: 219-44.
- Vishny, R., Shleifer, A. (1989). Management Entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics* 25: 123-140.
- Von Glinow, M.A. (1988). *The New professionals: Managing today's high-tech employees*. Cambridge: Mallinger.
- Wahal, S. (1996). Pension fund activism and firm performance. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 31: 1-23.

- Walker, G., Weber, D. (1984). A transaction cost approach to make-or-buy decisions. *Administrative Science Quarterly* 29: 373-391.
- Waller W.S., Shapiro B., Sevcik, G. (1999). Do cost-based pricing biases persist in laboratory markets? *Accounting, Organization and Society* 24: 717-739.
- Walliser, B. (2008). *Economie et Cognition*. Édition de la Maison des sciences de l'homme, Paris : Ophrys.
- Weber, M., Welfens, F. (2011). The Follow-On Purchase and Repurchase Behavior of Individual Investors. *Die Betriebswirtschaft* :139-154
- Wee, T., Tan, Y.J. (2011). An Exploratory investigation of the investment information search behavior of individual domestic investors. *Telematics and Information* 29: 187-203.
- Whittington, G. (2008). Harmonization or discord? The critical role of the IASB conceptual framework review. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27: 495-502.
- Wilcox, R. R. (2001). *Fundamentals of modern statistical methods*. New-York: Springer.
- Wilcoxon, F. (1945). Individual Comparisons by Ranking Methods. *Biometrics Bulletin* 1 (6): 80-83.
- Williams, P. A., Moyes, G. D., Park, K. (1996). Factors affecting earnings forecast revisions for the buy-side and sell-side analysts. *Accounting Horizons* 10(3): 112–121.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. New York: Free Press.
- Wilson, R. (1975). Information economics of scale. *Bell Journal of Economics* 6: 658-667.
- Wilson, T.D., Hull, J., Johnson, J. (1981). Awareness and self-perception: verbal reports on internal states. *Journal of personality and social psychology* 40: 53-71.
- Winch, G., Schneider, E. (1993). Managing the knowledge-based organization: The case of architectural practice. *Journal of Management Studies* 30: 923-937.
- Winsen, J. (1976). Investor Behavior and Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 13-37
- Wood, B.J., Kosedag, A., Stephens, M. (2007). Gold or Pyrite: The importance of information to the professional investor. *The Journal of Investing* 4: 190-197.
- Wu, A.D., Zumbo, B. (2008). Understanding and Using Mediators and Moderators. *Social Indicators Research* 87: 367-392.
- Xiao, E., Houser, D. (2009). Avoiding the sharp tongue: Anticipated written messages promote fair economic exchange. *Journal of Economic Psychology* 30: 393-404
- Xue, Y., Zhang, M. H. (2011). Fundamental Analysis, Institutional Investment, and Limits to Arbitrage. *Journal of Business Finance & Accounting* 38(9/10): 1156-1183.
- Yin, R. K. (1990). *Case Study Research: Design and Methods, Applied Social Research Methods*. CA: Sage, Newbury Park.
- Yuan, R., Xiao, J., Milonas, N., Zou, J. (2009). The Role of Financial Institutions in the Corporate Governance of Listed Chinese Companies. *British Journal of Management*, 20(4): 562-580.
- Yovits, M.C, Foulk, C.R. Experiments and Analysis of Information Use and Value in Decision-Making Context. *American Society for Information Science*, 36 (2): 63-81.
- Zhu, N. (2002). The local bias of individual investors. *Papier de Recherche: Université de Yale*.
- Zimmerman, D. W. (1998). Invalidation of parametric and nonparametric statistical tests by concurrent violation of two assumptions. *Journal of Experimental Education* 67: 55–68.

Liste des Annexes

ANNEXE 1: SYNTHÈSE DE LA REVUE DE LITTÉRATURE ÉTABLIE SUR LES BESOINS EN IFC DES INVESTISSEURS.....	331
ANNEXE 2 : MAILS DE PRISE DE CONTACT AVEC LES INVESTISSEURS	343
ANNEXE 3 : FICHE SIGNALÉTIQUE DU PROJET	344
ANNEXE 4 : ÉCHANTILLON FINAL POUR LES ENTRETIENS SEMI-DIRECTIFS	345
ANNEXE 5 : NŒUDS HIERARCHIQUES NVIVO	347
ANNEXE 6 : TABLEAU DE CALCUL DU COEFFICIENT KAPPA	348
ANNEXE 7 : MONTANT DU PORTEFEUILLE DÉCLARÉ PAR LES INVESTISSEURS	349
ANNEXE 8 : DIFFÉRENTS FORMATS DE PRÉSENTATION DES IFC DISPONIBLES À L'ACHAT	350
ANNEXE 9 : QUESTIONNAIRE POST-TEST	351
ANNEXE 10 : PROCÉDURE STANDARD D'INSTRUCTIONS	353
ANNEXE 11 : PROTOCOLES EXPÉRIMENTAUX.....	354
ANNEXE 12 : LISTE DES INFORMATIONS DISPONIBLES À L'ACHAT.	367

Annexe 1: Synthèse de la revue de littérature établie sur les besoins en IFC des Investisseurs

Années	Auteur	Questions de recherche	Méthodologie	Résultats	Cadre théorique mobilisé
1973	Baker et Haslem	(1) Comprendre le besoin informationnel des investisseurs individuels et expliquer les déterminants de leurs choix d'investissement. (2) Déterminer le support informationnel le plus utilisé par les investisseurs individuels	Enquête auprès des investisseurs individuels investissant massivement sur le NYSE - 1623 Questionnaire incluant 33 facteurs utilisé dans l'analyse de l'investissement- 851 questionnaires complétés et exploitables	(1) Informations les plus importantes : Les investisseurs sont plus intéressés par les informations futures, prévisionnelles. Les investisseurs individuels sont aussi concernés par les informations historiques (croissance, profitabilité) information qu'ils vont utiliser pour faire leurs propres prévisions. Les investisseurs individuels s'intéressent au secteur de l'entreprise, qualité du management. (2) Support : Les courtiers ou agents de change et les services de conseil	Aucun
1974	Lease et al.	Qui est l'investisseur individuel ? comment il prend ces décisions ? Comment son portefeuille se constitue ? quelles sont ces relations avec l'intermédiaire financier ?	Questionnaire (40 investisseurs) pour déterminer les caractéristiques des investisseurs individuels, les composants de la stratégie d'investissement, les sources d'informations, détention d'actifs, perception de la croissance du marché, idées sur les relations des investisseurs individuels avec les intermédiaires financiers.	L'investisseur individuel est un analyste fondamentaliste ; se percevant comme détenant un portefeuille de titre équilibré et diversifié (investit sur le LT). Ils perçoivent l'information privée qu'ils acquièrent des managers et l'information publique dans la presse financière de la même manière : même qualité et crédibilité. Ils achètent les titres (majorité d'actions ordinaires) par le biais de leurs courtiers de valeurs mobilières (intermédiaires financiers).	Aucun
1975	Chandra	Déterminer les besoins d'informations financières des analystes financiers	Questionnaire	Les analystes financiers accordent plus d'importance aux informations du CPC (Résultats) que ceux du bilan. Ils sont moins attentifs aux prévisions parce qu'ils sont sophistiqués donc ils font leurs propres prévisions...	Théorie de prise de décision

1976	Winesh Joseph	Expliquer l'avantage informationnel des Investisseurs sophistiqués par rapports aux investisseurs communs. (Cherche à démontrer par un modèle que ce n'est pas vrai et que le marché est toujours efficient)	Analyse des différents modèles proposés auprès d'entreprises cotées sur le NYSE.	Les actions des investisseurs individuels sur le marché sont dues à leur perception de l'information qui est publiquement disponible sur les entreprises.	Aucun
1981	Lee et Tweedie	Déterminer quelles sources d'informations les investisseurs consultent et connaitre quelles informations jugent-ils utiles pour leurs décisions d'investissement	Questionnaire avec 136 gérants de fonds et analystes financiers et 61 analystes financiers d'une société de brokage et une période d'un mois d'observation	Source d'informations: Cpc (résultat et BPA), tableau de flux de trésorerie, Bilan + Méthode d'évaluation (plus celle basée sur le CPC que celle basée sur les infos du bilan) PER plus que le DCF (car il est difficile d'avoir des prévisions fiables)	Aucun
1983	Chang et al.	Etudier l'utilité des états financiers pour les décisions d'investissement	Questionnaire aux institutionnels et analystes financiers	Sources d'informations: Etats financiers, prospectus et la communication du management	Aucun
1984	Arnold et Moizer	Décrire les procédures d'évaluations utilisées pour l'évaluation des titres financiers et comparer les différences entre USA et UK	Questionnaire avec analystes financiers américains et anglais	Méthodes d'évaluation: analyse fondamentale (90%) suivie de l'analyse technique (16%). Utilisation du PER et prévisions	Aucun
1984	Biggs	Examiner le comportement de recherche d'informations lors de l'évaluation du pouvoir d'achat des entreprises	Protocole d'analyse verbal avec 11 analystes financiers	Les analystes financiers utilisent le résultat principalement.	Aucun
1984	Frishkoff et al.	Déterminer l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers lors de leurs évaluations des titres financiers	Protocole d'analyse verbal avec 12 analystes financiers	Les analystes financiers utilisent les informations sectorielles principalement, BPA, retour sur investissement et liquidités.	Aucun
1984	Moizer et Arnold	Comparer la procédure d'analyse des titres financiers entre les gérants de fonds et les intermédiaires financiers	Questionnaire avec 304 analystes financiers (92 gérants de fonds et reste intermédiaires financiers)	sources d'informations principales pour les deux intermédiaires financiers: CPC + Il existe une différence dans l'analyse des titres financiers faites par les II et par les analystes financiers	Théorie d'agence

1988	Duncan et Moore	(1) Comprendre l'impact du changement de norme (information en valeur actuelle au lieu de coût historique) impacte la décision d'un investisseur? (2) dans quel sens? (3) Est-ce que cette information est plus représentative de la réalité?	Etude expérimentale : avec des étudiants en comptabilité comme des investisseurs afin d'opérer un choix d'investissement entre deux entreprises,	L'information en CCA donne des informations plus pertinentes aux investisseurs et influence leur prise de décision	Aucune
1989	Pound et Shiller	Comment le comportement d'investissement des différents investisseurs émerge?	Questionnaire	Les II s'appuient sur des analyses poussées opérées sur un éventail d'actions présentant les mêmes caractéristiques avant de choisir d'acheter une action X. Ils ne prêtent pas attention aux rumeurs... etc... mais s'appuient sur les recommandations des agences de notation et des analystes financiers.	Modèle de contagion d'une maladie de Kermack and McKendrick (1927)
1990	Gniewosz	comprendre l'utilisation d'information dans le processus décisionnel d'investissement des investisseurs institutionnels	Observation des comportements d'investissement des investisseurs pendant 12 mois	Usage de plusieurs sources d'information pour prendre une décision (rapport annuel, rapport des analystes et journaux, mais aussi visite et rencontre avec le manager). Le rapport annuel permet de cerner l'historique de la société. Il a trois fonctions : primaire, de confirmation et de stimulus.	Aucune
1993	Vergoossen	Etudie l'utilisation et la perception du rapport annuel par les analystes financiers	Questionnaire avec 175 analystes financiers	Sources principales d'informations: Rapport annuel, la communication du management, rapports semestriels.	Aucun
1993	Pike et al.	Examiner les changements depuis les résultats d'Arnold et Moizer (84) et comparer les méthodes d'évaluation et les sources d'informations.	Questionnaire avec 139 analystes financiers	Peu de changement dans les sources d'informations utilisées, à part que le contact avec le management devient également important. Les gérants de fonds anglais ne sont plus court termiste que les allemands	Aucun
1994	Hutchins	Le rapport annuel est-il vraiment inutile pour les investisseurs institutionnels?	Questionnaire : 96 gérants de fonds	source d'information: rapport annuel, rencontres avec le management, et logiciel d'informations	Aucun

1994	Cready	Quels sont les spécificités des entreprises qui attirent les investisseurs?	Etude empirique (Régression)	Investisseur individuel: la demande pour titre risqué de grandes entreprises ayant un taux de distribution de dividende faible augmente avec la richesse de ces investisseurs. Investisseur Institutionnel: préfèrent les titres de grandes entreprises, membre du S&P 500 index et ayant un taux de distribution de dividende bas.	Aucun
1994	Olbert	Etudier quelles sources d'informations est important pour l'évaluation des titres financiers	Questionnaire : 273 analystes financiers	Sources d'informations: Etats financiers, les rapports semestriels, les annexes.	Aucun
1994	Previts et al.	Déterminer les besoins en informations des analystes financiers sell-side	Analyse de contenu de 479 rapports d'analystes	Analystes se basent principalement sur une analyse du résultat à partir du bilan et du tableau de cash flow, l'information sectorielle, BPA, utilisent de l'information non financière comme la stratégie de la société, positionnement ou management	Aucun
1995	Bence et al.	Evaluer le besoin des utilisateurs en documents financiers et en d'autres sources d'information dans leur prise de décision d'investissement	Interview puis analyse typologique.	Source information pour Analyste financiers: informations routinière (rapport intérimaire...) et centré sur du Court terme (CT) Source information pour II: moins de nature CT, ils cherchent l'information activement- interview avec le dirigeant, rapport annuel...	Revue littérature
1995	Bouwman et al.	Etudier les informations utilisées pour le choix du titre financier dans le processus d'évaluation	Protocole d'analyse verbal avec 12 analystes financiers	Les informations comptables interviennent en premier pour le choix de la société dans laquelle investir. Puis l'information qualitative et prévisionnelle est utilisée	Aucun
1995	Eccles et Mavrinac	Comment améliorer la divulgation d'informations par les sociétés	Questionnaire aux analystes financiers et gérants de fonds	Les investisseurs professionnels ne donnent pas d'importance aux informations non financières. Les informations les plus utilisées sont: le résultat, le cash flow et la performance sectorielle	Aucun

1996	Williams et al.	Examiner l'impact des compétences professionnelles des analystes financiers dans le choix d'informations pertinentes à prendre en compte dans la révision d'une recommandation (comparaison buy et sell side)	Questionnaire avec 370 analystes financiers	Les analystes financiers sell-side donnent plus d'importance aux informations privées données par le management que les buy side.	Aucun
1997	Marvinac et Siesfeld	Quelles mesures de performance financière est importante pour les investisseurs?	Questionnaire 275 gérants de fonds	Les informations relative à la qualité du management et la croissance du marché sont les plus importantes. Ils concluent que les mesures les mieux évaluées par les investisseurs professionnels sont ceux relatant la productivité et la créativité du management	Aucun
1997	Rogers et Grant	Examiner l'importance donnée à chaque information par les analystes financiers sell-side	Analyse de contenu de 187 rapports d'analystes financiers	Source principale d'information: rapport annuel. Principales informations : financière et comptable (PER et marge) puis descriptive (management, activité...)	Aucun
1998	Barker	Examine s'il existe un mécanisme d'équilibre qui permette que la décision d'investissement d'un gérant de fond soit entièrement informée	Questionnaire: 42 analystes financiers	Sources d'informations: Informations directes de la société, rencontres avec des analystes, annonces de résultats, rapport annuel	Aucun
1998	Lipe	Déterminer les facteurs expliquant le jugement du risque financier par les investisseurs individuels	Etude expérimentale	Les investisseurs individuels utilisent les variables comptables plus que les variables de marchés dans leurs mesures du risque de leur décision de placement.	Théorie du portefeuille
1998a	Holland	Etudier la communication des sociétés avec les institutions financières	Entretiens avec les dirigeants de 33 sociétés	Deux grandes parties de discussions: la première consiste à revoir les états financiers avec plus de détails et la deuxième consiste à discuter de la gouvernance et d'informations qualitatives comme la stratégie de la société	Théorie des coûts de transactions et de légitimité

1998b	Holland	Décrire comment les sociétés communiquent avec leurs actionnaires institutionnels et démontrer le lien existant entre la communication privée et le reporting financier	Entretiens avec les dirigeants de 33 sociétés	Démontre l'importance de la visite des sociétés et des informations privées dans les décisions d'investissement et surtout le contact direct	Aucun
1998	Eccles et Kahn	Existe-t-il un gap informationnel pour les investisseurs?	Questionnaire 31 analystes financiers et 50 investisseurs institutionnels	Il existe un gap informationnel	Aucun
1999	Lawrence et Kercksmar	Objectif : Examiner dans quelle mesure les informations reposant sur la comptabilité, sur le marché de l'action et sur les analystes financiers affectent la qualité de décision d'investissement de l'investisseur.	Etude expérimentale	Information les plus utilisées : Le cours historique de l'action ; Le PER de l'entreprise, L'opinion des analystes sur l'entreprise, le résultat et le résultat par action de l'entreprise, les dividendes. Les informations qui n'ont pas été utilisées : le fond de roulement de l'entreprise et price adjusted earnings information.	Arbitrage coût-bénéfice
1999	Barker	Examiner la préférence des analystes financiers entre les méthodes d'évaluation PER et prévision dividendes	Entretiens, questionnaire et études empiriques historique (459 société en 1996)	Objectif investisseurs professionnels: maximiser le rendement. Et le choix entre les deux méthodes d'évaluation se fait en fonction du secteur des sociétés	Aucun
1999	Proshare	Déterminer l'utilisation du rapport annuel par les investisseurs individuels	Entretien téléphonique	Informations les plus utilisées: les dividendes, Compte de résultat, bilan...	Aucun
2000	Barker	Examiner l'utilisation de l'information sur le résultat par les analystes financier	Observation des comportements et entretiens avec 32 analystes financiers	Les annonces de résultats sont traitées immédiatement par les analystes financiers mais ils n'ont qu'un rôle limité dans leurs prises de décision+ traitement de l'information pour extraire le résultat "normal" ou récurrent	Aucun
2001	Beattie et Pratt	Déterminer l'importance des informations narratives dans les prises de décisions d'investissement	Questionnaire à 538 investisseurs individuels, professionnels auditeurs et DAF	Informations financières sont les plus utilisées pour les prises de décisions. Les investisseurs professionnels donnent plus d'importance aux données économiques (secteur, plans ..) et les plans du management que les investisseurs non sophistiqués.	Aucun

2001	Nofsinger et al	Expliquer le comportement d'investissement des investisseurs individuels et institutionnels autour des annonces des entreprises dans le wall street journal et les annonces macro-économique	étude de transactions avec les annonces dans les journaux correspondants	les investisseurs institutionnels réagissent aux nouvelles concernant les dividendes et résultats. De plus, les investisseurs institutionnels réagissent aussi bien aux bonnes qu'aux mauvaises nouvelles alors que les investisseurs individuels ne réagissent qu'aux bonnes nouvelles.	Aucun
2001	Mezick, E.	Déterminer la source d'information préférée des investisseurs individuels : Impact d'internet sur le processus d'acquisition d'information de ces investisseurs	99 Questionnaires distribué aux Investisseurs membre d'une association	Les investisseurs individuels préfèrent les sources "papier" d'information plutôt qu'internet qui est utilisé de manière additionnelle. Ils utilisent les rapports des entreprises, les journaux, et les revues spécialisées.	Aucun
2002	Menkhoff	Démontrer que le succès micro-économique des investisseurs institutionnels est accompagné à des coûts macro-économiques.	Revue de la littérature	Les II préfèrent investir dans les titres volatiles et risqués. Ils ont des portefeuilles de grande taille et diversifiés	Aucun
2002	Krishnan et Booker	Est-ce que la présence des recommandations diminue la tendance des investisseurs à commettre l'erreur de la disposition « disposition error » - vendre un titre performant trop tôt ou détenir un titre perdant trop tard ?	Etude Expérimentale	Diminution de l'effet de disposition pour les titres performants mais pas pour les titres perdants. (loosing stock) + La force des informations révélées par les analystes financiers affectent la tendance des investisseurs à vendre les titres performants trop rapidement ou trop tôt et de retenir les titres perdants trop longtemps	Théorie des perspectives
2002	Zhu	Etudie le biais de comportement des investisseurs individuels concernant les sociétés proches	Utilisation des transactions financières de 27 189 investisseurs individuels d'une société de brokage	Les informations comptables et l'asymétrie d'information importent moins aux investisseurs individuels concernant le biais local que les investisseurs institutionnels + Les investisseurs individuels préfèrent investir dans des sociétés locales (ce qui importent c'est la proximité plus que les chiffres)	Aucun

2003	Sarra Elleuch	Identifier la réaction des investisseurs suite à la publication d'informations comptables des entreprises françaises. Analyser, sur le marché français, le contenu informatif de trois événements comptables : l'annonce des résultats semestriels, L'annonce des résultats annuels et la publication des états financiers complets.	Etudes statistiques - Etudes d'événement, qui analyse l'évolution des rentabilités boursières autour des dates d'annonce. Echantillon : Société coté en bourse de 96 à 98- 197 annonces des résultats semestriels, 172 annonces de résultats annuels et 259 publications d'états financiers.	Effets significatifs résultats semestriels et annuels mais peu significatif pour les comptes annuels. Etats financiers n'a pas de contenu informatif. Démontre l'utilité de l'information comptable publiée par les entreprises française dans la prise de décision des investisseurs.	Aucun
2004	Martinez Conesa et Martinez Ortiz	Etudie comment diversité des normes comptables peut-elle être résolu pour aider les analystes financiers sur les marchés financiers	Questionnaires: 46 analystes financiers	Sources d'informations: CPC Consolidé, contact avec le management, rapport annuel + Méthode d'évaluation: fondamentale	Aucun
2004	Ke et petroni	Etudie si les investisseurs "transient" (court termiste et spéculatif) disposent d'un avantage informationnel afin de prédire une cassure dans la tendance haussière des annonces de résultat	Etude des transactions effectuées sur le marché américain entre 86 et 97	Démontre que ces investisseurs prédisent la cassure un semestre avant sa survenue par le biais d'informations privées communiquées par le management	Aucun
2005	Clatworthy	Examiner comment les analystes financiers anglais travaillent avec les différences internationales dans le reporting financier	Questionnaire: 380 analystes et gérants de fonds	Sources d'informations: Rencontres avec le management, visite de sociétés, rapport annuel	Aucun
2005	Koonce	Etudier l'impact des nouvelles normes exigeant une réconciliation des estimations faites avec les vrais résultats obtenus sur les investisseurs non professionnels	Expérimentation avec 100 étudiants (4 design)	L'incapacité des individuels de faire du recoupement d'informations afin de prendre une décision d'investissement.	Théorie d'attribution (psychologie)

2006	Glaum et Friedrich	Comprendre leurs processus d'évaluation (choix des sources d'informations...) et voir si leur comportement de recherche d'information a changé depuis la bulle internet	Entretiens avec 25 analystes financiers	Sources d'informations: Contact avec le management, états financiers (CPC), conférences avec les analystes, visite des sociétés. + Utilisation des méthodes fondamentales pour l'évaluation. Ratio financier utilisé: Ventes/ Croissance des ventes et EBITDA. Pour les infos non qualitatives: stratégie et positionnement de la société qui priment	Aucun
2007	Ferreira et Matos	Examiner qu'est-ce qui attirent les II dans les sociétés et quel est leur rôle dans ces sociétés	Etude empirique de détentions institutionnelles dans le NYSE.	Les investisseurs institutionnels préfèrent les titres financiers des grandes sociétés et celles avec une bonne gouvernance mais avec un actionnariat assez dispersé, mais les II étrangers tendent à sur classer les sociétés listées dans les indices.	Aucun
2007	Wood, Kosedag et Stephens	Comprendre la perception des gérants d'action des fonds de pension concernant les indicateurs économiques mis en place par le gouvernement et émis par les médias et leur importance dans leur prise de décision d'investissement.	Questionnaire 116 gérants d'action de fonds de pension en 2005 Questions = demander aux participants de hiérarchiser l'importance des différents éléments de chaque groupe d'informations publiques dans leur prise de décision d'investissement.	L'indicateur économique le plus important dans la prise de décision des investisseurs professionnels : Philadelphia FED index (index mis en ligne mensuellement et qui résume pour les entreprises présentes en Philadelphie les changements dans leur business, les heures travaillées, prix des actions, inventaire...)- Presses financière la plus importante : Wall Street Journal- programme télé : CNBC's Squawk Box. Les investisseurs professionnels n'utilisent que peu d'informations publiques dans leur prise de décision. Les investisseurs individuels devraient en utiliser moins également pour avoir une meilleure efficacité sur le marché.	Aucun
2008a	Barker et Imam	Etudier la perception de la qualité des résultats par les analystes financiers	Méthode inductive : interviews avec des analystes financiers + Analyse de contenu des rapports	Investisseurs institutionnels suppriment les éléments non récurrents de leurs analyses. Les analystes financiers utilisent beaucoup plus d'informations non financières pour apprécier la qualité des résultats.	Aucun

2008	Loibl et Hira	Analyser les stratégies de recherche d'information des Investisseurs et utiliser cette stratégie pour comprendre leur comportement d'investissement,	Etude exploratoire et transversale du comportement de recherche d'information des investisseurs américains - questionnaire	Typologie de recherche d'information par les investisseurs : Identification de cinq catégorie : Les investisseurs équilibrés (stratégie agressive de recherche d'information), les investisseurs connectés (cherchent sur internet et fréquemment), les investisseurs modérés (stratégie modérée de RI), les investisseurs workplace et les investisseurs réticents (Faible stratégie de RI).	Stigler : Arbitrage coût-bénéfice + Revue littérature
2008b	Barker et Imam	Etudier la perception de la qualité des résultats par les analystes financiers	Interviews avec analyste financier	Modèles d'évaluation fondamentales utilisés par les investisseurs professionnels : PER et DCF	Aucun
2008	Elliot et al.	Comment l'information influence le choix d'investissement des investisseurs non professionnels (en examinant le retour sur investissement de leur portefeuille).	Questionnaire pour 414 investisseurs individuels (marché USA) – retour sur investissement de leur portefeuille, le type d'information qu'ils utilisent et leur expérience en investissement	Les investisseurs non professionnels ont des retours sur investissement plus bas lorsqu'ils utilisent des informations non filtrées par rapport aux informations filtrées. Cependant l'expérience des investisseurs atténue cette relation négative (plus l'investisseur est expérimenté, plus il a la capacité à utiliser l'information non filtrée pour augmenter le retour sur investissement de son portefeuille).	Revue de la littérature
2009	Fraser et al.	Comparer le contenu informationnel (relatif aux actifs incorporels) des rapports financiers d'entreprises de secteur différent et ayant un Market to Book ratio différent	Etude d'évènement	Les résultats démontrent qu'il existe des différences entre les secteurs industriels quant à la réaction des prix de l'action après la publication de rapports financiers et que cette réaction semble être beaucoup moins importante dans les secteurs où l'investissement dans des actifs incorporels est relativement élevé.	Aucun
2009	Rowbottom et Lymer	Qui sont les utilisateurs des sites internet des entreprises ? Est-ce que le profil des utilisateurs des informations contenues dans les rapports financiers périodique est différent de ceux utilisant l'information contenue dans le site internet de la société ?	Analyse des requêtes formulées sur le site internet de 12 entreprises cotées sur le LES par le biais d'un logiciel qui permet de remonter à l'adresse IP de l'utilisateur et donc le définir	1- Les utilisateurs du site internet des entreprises : personnes de l'entreprise (employés), suivi par investisseurs individuels- investisseurs professionnels (II)- 2- Les investisseurs institutionnels sont plus demandeurs d'information concernant les rapports annuels (les états financiers, annexes et les analyses par segment) mais également le prix des titres et les actualités de l'entreprise dans la presse.	Aucun

2009	Shafran et al.	Examiner l'effet de la performance passée d'un titre sur le comportement d'investissement des investisseurs sous différentes conditions (selon restrictions au trading)	Etude expérimentale : simulation de situation d'investissement avec trois groupes ayant accès à différentes informations et ayant différentes restrictions quant à leur comportement d'investissement	Lorsque les investisseurs n'ont aucune restriction pour investir, aucun effet de disposition n'est relevé. Mais lorsqu'ils sont obligés d'opérer un choix – ils préfèrent garder les titres gagnants trop longtemps et vendre les titres perdants trop rapidement Les investisseurs ont tendance à acheter les nouveaux titres gagnants et à vendre les nouveaux titres perdants.	Théorie des perspectives
2009	Arnold et al.	Déterminer les besoins en informations dans le rapport du management des investisseurs professionnels et non professionnels	Entretiens de groupes + questionnaire	Les investisseurs individuels attachent beaucoup plus d'importance aux discussions du management que les investisseurs institutionnels. (préfèrent l'information narrative)	Aucun
2010	Gassen et Schwedler	Examiner l'utilité décisionnelle des états financiers	Questionnaire: 242 analystes financiers	Sources d'informations: Etats financiers, contact direct avec le management, annexes	Aucun
2010	Nilsson et al.	(1) Quels sont les informations prises en compte par les SRI dans leurs prises de décision (financière ou éthique social) (2) Quel est l'impact de ces besoins sur le processus externe de recherche des SRI par les entreprises?	Questionnaire	Les SRI sont plus attentifs aux informations éthiques et sociales que financières. La catégorie d'information la plus recherchée est les critères d'exclusion d'une action du portefeuille du fonds de pension (guidée par le SRI de la société); En informations financières les SRI recherchent : le niveau de risque du fond, les secteurs dans lesquels le fond investit, et les honoraires du fond à ces clients; source d'information numéro un : <conseillers financiers	Aucun
2011	Wee et Tan	Etudier l'impact des informations disponibles online sur l'activité de recherche d'information des investisseurs individuels	Questionnaire	Les résultats démontrent que les sources online d'informations sont utilisées moins que les sources offlines traditionnels dans la prise de décision. Ce sont les investisseurs individuels les plus jeunes qui profitent de leur capacité technologique afin d'avoir des informations des deux sources. (donc mieux informés).	Théorie d'efficience informationnelle

2011	Firat et Fettahoglu	Examiner les profils d'investisseur et déterminer des groupes d'investisseurs selon leurs perspectives du marché des titres et de facteurs sociaux-culturels – Evaluer l'importance de ces facteurs dans le processus d'investissement des investisseurs.	Questionnaire	<p>Les facteurs influençant la prise de décision d'investissement : la performance passée des titres, amélioration des marchés financiers et le niveau de risque des instruments financiers.</p> <p>Les jeunes investisseurs utilisent mieux et plus la bourse que les vieux.</p> <p>Les investisseurs célibataires font des placements plus risqués que les investisseurs mariés. Normal ils préfèrent les investissements pas risqués.</p>	Théorie effcience des marchés et finance comportementale.
2011	Thayer	Examine l'impact des premières informations favorables reçues par les investisseurs sur leur acquisition d'informations supplémentaires (est-ce qu'il va prendre des infos confortant sa position de départ ou différentes informations)	Expérimentation par internet: 92 étudiants pour 4 design	Démontre que les investisseurs cherchent des informations complémentaires qui confortent leurs décisions initiales et qu'ils sont prêt à crédibiliser certaines sources d'informations (manipulation rapport analyste pas connu) afin d'aller dans le même sens que leur décision.	Théorie de psychologie
2012	Hand, J, Green J	Quel est l'importance économique des informations financières pour les investisseurs en capitaux?	Utilisation PPP méthode sur environ 5000 retour sur investissement de titres entre 1965 et 2008.	Les trois caractéristiques des entreprises étudiées (annual accrual, Book to market et taille de l'entreprise) sont économiquement importantes. Conclusion => les informations comptables sont importantes pour les investisseurs au-delà de leur souci de rentabilité maximum.	Aucun.

Annexe 2 : Mail de prise de Contact avec les Investisseurs

Mail destiné aux gérants de fonds.

Objet : Demande d'entretien/ Thèse sur les besoins des investisseurs institutionnels en matière d'informations comptables et financières

Madame, Monsieur,

Doctorante contractuelle chargée d'enseignement à l'Université de Toulouse 1 Capitole au sein du Centre de Recherche en Management (Unité de recherche conventionnée CNRS), je prépare actuellement une thèse en finance et comptabilité sous la direction de Madame Saboly Michèle, (Professeur des Universités). Cette recherche est conventionnée par l'Autorité des Normes Comptables (ANC) puisqu'elle s'inscrit dans l'un des thèmes prioritaires de recherche en Comptabilité de cette année.

Mon projet vise à étudier les besoins particuliers des investisseurs institutionnels en matière d'informations comptables et financières. J'envisage pour cela d'interroger différentes catégories d'investisseurs institutionnels (banques, assurances, hedge funds, organismes de placement collectif) afin de déterminer les informations comptables et financières utilisées lors de la prise de décision d'investissement.

C'est dans ce cadre que je me permets de vous contacter afin d'obtenir un entretien nous permettant d'échanger sur la question. L'entretien s'articulera sur quatre axes : votre organisme et vos responsabilités, votre stratégie d'investissement, les informations utilisées lors de votre prise de décision d'investissement et votre comportement de recherche d'informations comptables et financières.

Si vous le souhaitez, votre identité pourra rester confidentielle. En outre, je m'engage à vous faire parvenir, sur simple demande, une synthèse des résultats et conclusions de mon travail.

Vous trouverez ci-joint, une fiche signalétique de mon projet de recherche, ainsi que le guide d'entretien.

Je vous remercie par avance de l'intérêt que vous voudriez bien accorder à ce travail et vous prie de croire, Madame, Monsieur, en l'expression de ma plus respectueuse considération.

Mme El Fassi Fatem-Zahra

Doctorante Contractuelle Chargée d'Enseignement

Membre du laboratoire de recherche CRM- UMR CNRS 5303

Annexe 3 : Fiche Signalétique du Projet



- Porteur du projet

El Fassi Fatem-Zahra
Doctorante Contractuelle Chargée d'Enseignement
Membre du CRM
fatem-zahra.elfassi@iae-toulouse.fr

- Objectif du projet :

Déterminer les besoins des investisseurs en matière d'informations comptables et financières.

- Méthodologie

Entretien semi-directif avec différents investisseurs.
Mode d'entretien : Rendez-vous téléphonique.
Durée estimée des entretiens : 20 à 40 minutes.
Calendrier prévisionnel des entretiens : mois de Juillet-Septembre 2013.
Enregistrement des entretiens si le répondant n'y voit pas d'inconvénient.

- Directeur de Thèse et contact ANC

- ✓ Madame Michèle Saboly, professeur des universités :
michele.saboly@univ-tlse1.fr

Membre du laboratoire de recherche **CRM- UMR CNRS 5303**

Tél.: 05 61 63 56 31

- ✓ Madame Marie Cannayen, Secrétariat de l'ANC :
Lourdemarie.cannayen@anc.gouv.fr

Autorité des Normes Comptables

Tél : 01 53 44 29 76

Annexe 4 : Echantillon final pour les entretiens semi-directifs

Numéro	Fonction de l'interviewé	Type d'investisseur	Type d'organisation	Durée de l'entretien
1	Gérant action	Investisseur Institutionnel	OPC	34 min
2	CIO	Investisseur Institutionnel	Assurance	26 min
3	CIO	Investisseur Institutionnel	Fonds de pension	26 min
4	Gérant action	Investisseur Institutionnel	Banque	37 min
5	Gérant action	Investisseur Institutionnel	Assurance	37 min
6	Gérant sénior	Investisseur Institutionnel	OPC	15 min
7	Gérant	Investisseur Institutionnel	Assurance	26 min
8	Gérant	Investisseur Institutionnel	Assurance	18 min
9	Gérant	Investisseur Institutionnel	Banque	20 min
10	CIO	Investisseur Institutionnel	Banque	17 min
11	Gérant	Investisseur Institutionnel	Banque	28 min
12	CIO	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	24 min
13	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	18 min
14	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	17 min
15	Gérant	Investisseur Institutionnel	Assurance	16 min
16	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	27 min
17	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	32 min
18	Gérant	Investisseur Institutionnel	Fonds de pension	20 min
19	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	10 min
20	Gérant	Investisseur Institutionnel	Assurance	16 min
21	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	27 min
22	Gérant	Investisseur Institutionnel	Assurance	20 min
23	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	18 min
24	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	25 min
25	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	17 min
26	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	17 min
27	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	26 min
28	Gérant	Investisseur Institutionnel	Hedge Fund	25 min
29	Gérant	Investisseur Institutionnel	Banque	18 min
30	Gérant	Investisseur Institutionnel	OPC	24 min

31	Gérant	Investisseur Institutionnel	Banque	19 min
32	Chargé d'affaire	Investisseur individuel	-	15 min
33	Enseignante	Investisseur individuel	-	14 min
34	Retraité	Investisseur individuel	-	18 min
35	Comptable	Investisseur individuel	-	15 min
36	Retraité	Investisseur individuel	-	11 min
37	Retraité	Investisseur individuel	-	20 min
38	Retraité	Investisseur individuel	-	19 min
39	Etudiant	Investisseur individuel	-	10 min
40	Dirigeant	Investisseur individuel	-	15 min
41	Chercheur	Investisseur individuel	-	25 min
42	Retraité	Investisseur individuel	-	15 min
43	Retraité	Investisseur individuel	-	31 min
44	Retraité	Investisseur individuel	-	20 min
45	Ingénieur	Investisseur individuel	-	16 min
46	Enseignant	Investisseur individuel	-	15 min
47	Retraité	Investisseur individuel	-	15 min
48	Formateur	Investisseur individuel	-	16 min
49	Retraité	Investisseur individuel	-	18 min
50	Retraité	Investisseur individuel	-	22 min
51	Ingénieur	Investisseur individuel	-	10 min
52	Etudiant	Investisseur individuel	-	15 min
53	Responsable recrutement	Investisseur individuel	-	15 min
54	Formateur	Investisseur individuel	-	20 min
55	Salarié	Investisseur individuel	-	20 min
56	Contrôleur de gestion	Investisseur individuel	-	15 min
57	Retraité	Investisseur individuel	-	10 min
58	Retraité	Investisseur individuel	-	20 min
59	Retraité	Investisseur individuel	-	23 min
60	Professeur	Investisseur individuel	-	20 min
61	Retraité	Investisseur individuel	-	19 min

Annexe 5 : Nœuds hiérarchiques NVIVO

Nœuds Parents	Sous-Nœuds 1	Sous-Nœuds 2	Sous-Nœuds 3	Sous-Nœuds 4			
Attitude face au risque	Mesuré						
	Prudent						
	Risqué						
Gestion benchmarkée	Oui						
	Non						
Horizon de placement	Court terme						
	Moyen terme						
	Long terme						
IFC	Informations primaires				Informations comptables	Informations bilantielles	Bénéfice, capitaux propres, compte courant, dettes, dividendes, emprunt...
						Informations informations cpc	Résultat d'exploitation, charges, chiffre d'affaires..
		Informations tableau cash flow	Cash-flow, marge				
		Informations stratégiques	Business Model	Activité, positionnement, historique			
			Qualité du management	Qualité, rencontre, transparence			
		Informations ratios financiers	Endettement	Dettes Nettes/EBITDA, Dettes Nettes/Fond propres			
	Ratios de risque		Rendement/Risque, Tier-1				
	Informations financières	Informations macro-économique	Courbe de taux d'intérêt, politique, évolution du marché, tendance				
		Informations boursière	Rendement, cours, moyenne mobile, liquidité,				
		Informations prévisionnelles	perspectives de développement, prévisions, rentabilité future				
Méthode d'évaluation	Analyse fondamentale						
	Analyse fondamentale quantitative						
	Analyse technique						
Source d'informations	Entreprise	Publication					
		Rencontre					
	Recherche externe	Etats financiers					
		presse					
logiciel d'informations	Rapport broker						
Type Actifs financiers	Actions						
	Futures						
	Obligation convertible						
	Obligations						

Annexe 6 : Tableau de calcul du coefficient Kappa

		Codeur 1						Total
		Comptables	Stratégiques	Ratios financiers	Boursières	Economiques	Prévisionnelles	
Codeur 2	Type d'IFC							
	Comptables	1500	0	0	0	0	0	1500
	Stratégiques	63	1537	0	0	0	0	1600
	Ratios financiers	0	0	367	0	0	0	367
	Boursières	1	0	0	891	0	8	900
	Economiques	51	0	0	0	949	0	1000
Prévisionnelles	0	0	0	0	0	304	304	
Total		1615	1537	367	891	949	312	5671

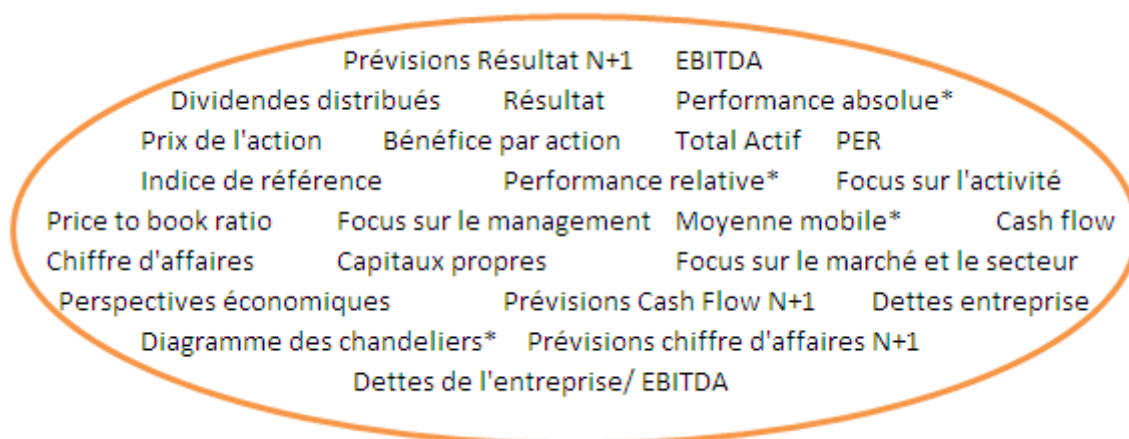
F0	0,9783107
FC	0,2133733
K	0,9724275

Annexe 7 : Montant du portefeuille déclaré par les investisseurs

	Investisseur Institutionnel	Investisseur Individuel
	400 000 000	100 000
	15 000 000 000	200 000
	450 000 000	830 000
	750 000 000	940 000
	300 000 000	200 000
	120 000 000	100 000
	5 000 000	400 000
	70 000 000 000	300 000
	500 000 000	400 000
	45 000 000	150 000
	200 000 000	300 000
	20 000 000	250 000
	2 000 000 000	100 000
	35 000 000 000	100 000
	11 000 000	10 000
	600 000 000	50 000
	1 500 000 000	65 000
	3 000 000	40 000
	52 000 000 000	50 000
	4 000 000 000	10 000
	72 000 000 000	5 000
	2 500 000 000	50 000
	2 000 000 000	60 000
	70 000 000	6 400
	120 000 000 000	50 000
	75 000 000 000	30 000
	65 000 000 000	30 000
	90 000 000 000	2 000
	10 000 000	30 000
	84 000 000	100 000
	72 000 000	
Somme totale investie	609 640 000 000	4 958 400
Nombre Investisseur	31	30
Moyenne investie	19 665 806 452	165 280
Nombre moyen de valeur dans pf	15	1
Moyenne d'achat d'une valeur	1 311 053 763	165 280
Ratio achat d'une valeur	7 932	

Annexe 8 : Différents formats de présentation des IFC disponibles à l'achat

Présentation en nuage



Présentation en liste

Bénéfice par action
Capitaux propres
Cash flow
Chiffre d'affaires
Dettes de l'entreprise
Dettes nettes/EBITDA
Diagramme des chandeliers*
Dividendes distribués
EBITDA
Focus sur l'activité de l'entreprise
Focus sur le management de l'entreprise
Focus sur le marché et sur le secteur
Indice de référence de l'action
Moyenne mobile*
PER
Performance absolue du titre*
Performance relative du titre*
Perspectives économiques (prévisions des ventes de l'industrie...)
Prévisions des cash flows N+1
Prévisions du chiffre d'affaires N+1
Prévisions du résultat N+1
Price to Book ratio
Prix de l'action
Résultat
Total Actif

Annexe 9 : Questionnaire Post-test

Je vous remercie encore une fois d'avoir accepté de participer au test du protocole expérimental.

Ce questionnaire post-test, vise à déterminer votre ressenti par rapport au protocole que vous avez testé, à souligner les difficultés que vous avez rencontrées mais également à proposer d'éventuelles améliorations qui vous paraissent nécessaires.

Ainsi, je vous prierais de bien vouloir répondre le plus objectivement possible aux questions suivantes :

1- Les instructions ont-elles été compréhensibles pour vous ?

Oui

Non

2- Si non, quelles ont été les difficultés rencontrées pour la compréhension des instructions?

Mots difficiles Lecture trop longue Manque d'explication orale

Manque d'exemple concret Autre (précisez) :

3- Le temps qui vous a été donné pour répondre au protocole expérimental était-il suffisant pour vous ?

Oui

Non

4- Le dispositif d'achat d'information a-t-il été clair (le coût de l'information par rapport à votre budget, le dispositif d'enveloppe contenant les informations achetées, la notation de l'ordre et l'heure d'achat pour chaque information) ?

Oui

Non

5- Si non quelle partie n'a pas été claire pour vous ?

Coût d'achat d'information Budget Heure et ordre d'achat

Dispositif d'enveloppe contenant les informations achetées

6- Noter l'heure et l'ordre d'achat des informations, vous a-t-il demandé un effort particulier ?

Oui

Non

7- Si oui, vous sentiriez-vous plus concentré sur la typologie d'information à acheter si ce dispositif n'avait pas été mis en place ?

Oui

Non

8- La liste des informations disponibles vous a-t-elle paru pertinente ?

Oui

Non

9- Si non, Pourquoi ?

.....
.....

10- Avez-vous Acheté les informations de type discursives (information sur l'activité, sur le management, sur les marchés ou encore les perspectives économiques) ?

Oui

Non

11- Si oui, quelles informations avez-vous eu du mal à lire ?

Activité Management Marché et secteur Perspective économique

Aucune

12- Votre raisonnement aurait-il changé si le montant à investir était différent (+ ou – important) ?

Oui

Non

13- Quelles améliorations vous proposez pour faciliter la lecture et la compréhension du protocole par les participants ?

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

Annexe 10 : Procédure Standard d'instructions

Bonjour à tous,

Tout d'abord, je tenais à vous remercier énormément pour le temps que vous consacrez pour m'aider dans la réalisation de cette recherche.

Je suis Madame EL FASSI, je prépare actuellement une thèse en sciences de gestion sous la direction de Madame SABOLY Michèle à l'UT1 de Toulouse. Je suis arrivée au stade du déroulement de mon étude empirique qui est une expérimentation.

Je vais vous distribuer trois lots de documents. Je vais commencer par les deux premiers et ensuite je vous en parle plus amplement pour ensuite vous donner le troisième document.

Je viens de vous distribuer deux documents : le premier (je leur montre) est le protocole expérimental, il vous explique les instructions à suivre mais également la situation dans laquelle vous êtes mis. Ainsi, il vous dit que vous êtes pour la prochaine heure, un investisseur individuel/ institutionnel, et que vous devez prendre une décision d'acheter ou pas le titre financier qui vous est proposé. Pour prendre cette décision, vous avez à votre disposition 25 informations financières et comptables qui sont listées sur ce document. Cependant, vous ne pouvez en ouvrir que 10 au maximum. C'est un point très important et je vous prie de bien vouloir le retenir : votre budget ne vous permet d'acheter que 10 informations sur les 25 qui vous sont proposées.

Donc vous commencez par lire le protocole expérimental et une fois que vous aurez décidé quelle est la première information que vous voudriez acheter, vous allez vous attarder sur ce 3^{ème} document (je leur montre le lot des IFC). Ce lot comporte les 25 IFC disponibles à l'achat. Chaque bulletin fermé contient une information. Ainsi, lorsque vous décidez d'acheter l'information, vous ouvrez le bulletin et vous la consultez...

Autre spécificité très importante à retenir lors du déroulement de l'expérimentation : il s'agit du document 2 (je leur montre). Vous voyez un tableau contenant trois colonnes : une avec le nom de l'information, la deuxième contenant « ordre d'achat » et la troisième « heure d'achat ». Ici, je vais vous demander s'il vous plaît de noter à chaque fois que vous ouvrez une information, de noter son ordre d'achat et l'heure à laquelle vous l'avez achetée.

Par exemple, j'ai décidé d'acheter l'information X, je prends le lot des IFC, je la pioche, avant de l'ouvrir, je note l'ordre de mon achat, donc ici c'est la première information donc je note 1 et l'heure à laquelle je l'ai achetée c'est-à-dire 10h30. Donc je fais comme ça jusqu'à ce j'atteigne ma 10^{ème} information au maximum.

Est-ce que tout le monde a compris ? C'est très important.

Une fois que vous aurez effectué ces tâches, je vous invite à répondre à toutes les questions contenues dans le protocole expérimental. C'est très important, car si une réponse manquait je ne pourrais pas exploiter votre protocole.

Merci encore pour votre aide.

Annexe 11 : Protocoles expérimentaux

Protocole expérimental du groupe 1 (Investisseur individuel groupe de contrôle)

Merci de participer à cette étude sur les décisions d'investissement.

Vos données resteront confidentielles et ne seront utilisées que pour les besoins de cette étude.

Vous ne devez pas révéler vos réponses et vos décisions aux autres membres participants sous peine de biaiser les résultats obtenus.

Durant cette étude vous prendrez le rôle d'un investisseur individuel qui doit prendre une décision d'investissement en fonction des seules informations fournies.

L'expérimentation se terminera par des questions où vous serez amené à donner des détails sur votre situation et votre comportement durant l'expérimentation.

Consentement des participants :

Acceptez-vous que les résultats obtenus soient exploités par le chercheur dans les travaux de sa thèse ?

Oui

Non

Veillez répondre **sincèrement** aux questions suivantes :

- le PER est le ratio cours/ bénéfice qui permet de détecter la surévaluation d'une société

Vrai Faux Ne sait pas

- Les moyennes mobiles sont une méthode de gestion

Vrai Faux Ne sait pas

- La volatilité d'un titre financier représente l'amplification de la variation de son cours boursier.

Vrai Faux Ne sait pas

- L'EBITDA est le revenu de la société indépendamment de ses conditions de financement, des contraintes fiscales et de son outil d'exploitation.

Vrai Faux Ne sait pas

Vous avez à placer des fonds de 1 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME). Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. Vous aurez pour ce faire, un portefeuille pour acheter les informations nécessaires à votre prise de décision de 100 Unité Monétaire Expérimentale (UME).

Chaque information achetée vous coûtera 10 UME. Vous ne pouvez donc acheter que 10 informations au maximum.

La société se présente comme suit :

La société ROSE est une société de taille importante évoluant dans le secteur industriel. Elle travaille dans les infrastructures de production et de transmission de l'électricité ainsi que dans celles du transport ferroviaire. Basée en France, elle compte deux métiers principaux : le transport et l'énergie. La société ROSE clôture ses comptes le 31/03 de chaque année. Son titre fait partie de plusieurs indices de référence français et internationaux.

Liste des informations disponibles, sur 3 exercices (N, N-1, N-2), classées par ordre alphabétique :

Activité de l'entreprise

Bénéfice par action

Capitaux propres

Cash flow N

Chiffre d'affaires N

Dettes de l'entreprise N

Dettes nettes/EBITDA

Diagramme des chandeliers*

Dividendes distribués

EBITDA

Management de l'entreprise

Marchés et secteurs

Indice de référence de l'action

Moyenne mobile*

PER

Performance absolue du titre*

Performance relative du titre*

Perspectives économiques

Prévision des cash flows N+1

Prévision du chiffre d'affaires N+1

Prévision du résultat N+1

Price to Book ratio

Prix de l'action

Résultat

Total Actif

**Informations disponibles au 31/03/N*

Vous disposez devant vous de 25 bulletins fermés contenant l'information que vous souhaitez acheter. Attention cependant à ne pas dépasser le budget de 100 UME dédié à l'achat de ces informations.

Avant de consulter le contenu de chaque bulletin, vous devez noter **systématiquement l'ordre et l'heure de son achat sur le cadre réservé à cet effet.**

Par exemple, vous avez acheté une première information disponible dans un des bulletins à votre disposition à 12h03: vous noterez donc sur la case pré imprimée « Ordre d'achat » : **1** et sur la case « heure d'achat » : **12h03** et vous consulterez ensuite l'information contenue dans ce bulletin.

Vous avez ensuite décidé d'acheter une deuxième information à 12h05 : vous noterez donc sur la case pré imprimée « Ordre d'achat » : **2** et sur la case « heure d'achat » : **12h05** et vous consulterez ensuite l'information contenue dans ce bulletin.

Enfin, vous pouvez utiliser les bulletins d'informations comme feuilles de brouillon si vous souhaitez effectuer des calculs supplémentaires ou autres opérations susceptibles de vous aider dans votre réflexion.

Questionnaire

1 - Veuillez cocher les informations utilisées lors de votre prise de décision et les hiérarchiser selon leur importance dans votre prise de décision (**1 : Pas important-----5 : Très important**):

Informations	Utilisée	1	2	3	4	5
Activité de l'entreprise						
Bénéfice par action						
Capitaux propres						
Cash Flow						
Chiffre d'affaire						
Dettes de l'entreprise						
Dettes nettes/EBITDA						
Diagramme des chandeliers						
Dividendes distribués						
EBITDA						
Management de l'entreprise						
Marchés et secteurs						
Indice de référence de l'action						
Moyenne mobile						
PER						
Performance absolue du titre						
Performance relative du titre						
Perspectives économiques						
Prévision chiffre d'affaires						
Prévision des cash flows						
Prévision du résultat						
Price to Book ratio						
Prix de l'action						
Résultat						
Total Actifs						

2 - En fonction des seules informations achetées, quel sera votre décision d'investissement ?
(cochez la case correspondante)

- Achat du titre Non Achat du titre (passez à la question 4)

3- Si vous décidez d'acheter ce titre, vous le ferez pour quel horizon de placement ?

- Court terme (1mois-1 an) Moyen terme (1ans - 5ans) Long terme (>5 ans)

4- Quelles informations vous ont manqué pour prendre cette décision d'investissement (en citer 3 maximums) ?

.....
.....
.....

Informations sociodémographiques

- Votre âge :

- Votre domaine de formation :

- Niveau d'éducation :

- Avez-vous déjà fait des simulations boursières (jeux...) ?

- Oui Non

- Avez-vous déjà investi dans les marchés financiers ?

- Oui Non

En vous remerciant du temps et de l'attention que vous avez bien voulu accorder à ce travail de recherche.

- *Protocole Expérimental du groupe 3 (Investisseur Institutionnel groupe de contrôle).*

Merci de participer à cette étude sur les décisions d'investissement.

Vos données resteront confidentielles et ne seront utilisées que pour les besoins de cette étude.

Vous ne devez pas révéler vos réponses et vos décisions aux autres membres participants sous peine de biaiser les résultats obtenus.

Durant cette étude vous prendrez le rôle d'un investisseur institutionnel qui doit prendre une décision d'investissement en fonction des seules informations fournies.

L'expérimentation se terminera par des questions où vous serez amené à donner des détails sur votre situation et votre comportement durant l'expérimentation.

Consentement des participants :

Acceptez-vous que les résultats obtenus soient exploités par le chercheur dans les travaux de sa thèse ?

Oui

Non

Veillez répondre **sincèrement** aux questions suivantes :

- le PER est le ratio cours/ bénéfice qui permet de détecter la surévaluation d'une société

Vrai Faux Ne sait pas

- Les moyennes mobiles sont une méthode de gestion

Vrai Faux Ne sait pas

- La volatilité d'un titre financier représente l'amplification de la variation de son cours boursier.

Vrai Faux Ne sait pas

- L'EBITDA est le revenu de la société indépendamment de ses conditions de financement, des contraintes fiscales et de son outil d'exploitation.

Vrai Faux Ne sait pas

Votre client vous demande de placer ces fonds de 100 000 Unité Monétaire Expérimentale (UME). Ainsi, vous devez prendre une décision d'investissement concernant la société ci-dessous. Vous aurez pour ce faire, un budget pour acheter les informations nécessaires à votre prise de décision de 1000 Unité Monétaire Expérimentale (UME).

Chaque information achetée vous coûtera 100 UME. Vous ne pouvez donc acheter que 10 informations au maximum.

La société se présente comme suit :

La société ROSE est une société de taille importante évoluant dans le secteur industriel. Elle travaille dans les infrastructures de production et de transmission de l'électricité ainsi que dans celles du transport ferroviaire. Basée en France, elle compte deux métiers principaux : le transport et l'énergie. La société ROSE clôture ses comptes le 31/03 de chaque année. Son titre fait partie de plusieurs indices de référence français et internationaux.

Liste des informations disponibles, sur 3 exercices (N, N-1, N-2), classées par ordre alphabétique (même chose que précédent protocole expérimental P 367).

Vous disposez devant vous de 25 bulletins fermés contenant l'information que vous souhaitez acheter. Attention cependant à ne pas dépasser le budget de 1000 UME dédié à l'achat de ces informations.

Avant de consulter le contenu de chaque bulletin, vous devez noter **systématiquement l'ordre et l'heure de son achat sur le cadre réservé à cet effet.**

Par exemple, vous avez acheté une première information disponible dans un des bulletins à votre disposition à 12h03: vous noterez donc sur la case pré imprimée « Ordre d'achat » : **1** et sur la case « heure d'achat » : **12h03** et vous consulterez ensuite l'information contenue dans ce bulletin.

Vous avez ensuite décidé d'acheter une deuxième information à 12h05 : vous noterez donc sur la case pré imprimée « Ordre d'achat » : **2** et sur la case « heure d'achat » : **12h05** et vous consulterez ensuite l'information contenue dans ce bulletin.

Enfin, vous pouvez utiliser les bulletins d'informations comme feuilles de brouillon si vous souhaitez effectuer des calculs supplémentaires ou autres opérations susceptibles de vous aider dans votre réflexion.

Questionnaire

1 - Veuillez cocher les informations utilisées lors de votre prise de décision et les hiérarchiser selon leur importance dans votre prise de décision (**1 : Pas important-----5 : Très important**):

Informations	Utilisée	1	2	3	4	5
Activité de l'entreprise						
Bénéfice par action						
Capitaux propres						
Cash Flow						
Chiffre d'affaire						
Dettes de l'entreprise						
Dettes nettes/EBITDA						
Diagramme des chandeliers						
Dividendes distribués						
EBITDA						
Management de l'entreprise						
Marchés et secteurs						
Indice de référence de l'action						
Moyenne mobile						
PER						
Performance absolue du titre						
Performance relative du titre						
Perspectives économiques						
Prévision chiffre d'affaires						
Prévision des cash flows						
Prévision du résultat						
Price to Book ratio						
Prix de l'action						
Résultat						
Total Actifs						

2 - En fonction des seules informations achetées, quel sera votre décision d'investissement ?
(cochez la case correspondante)

Achat du titre Non Achat du titre (passez à la question 4)

3- Si vous décidez d'acheter ce titre, vous le ferez pour quel horizon de placement ?

Court terme (1mois-1 an) Moyen terme (1ans - 5ans) Long terme (>5 ans)

4- Quelles informations vous ont manqué pour prendre cette décision d'investissement (en citer 3 maximums) ?

.....
.....
.....

5 – Vous devez rédiger une note à votre client, lui justifiant votre décision d'investissement. Veuillez, cochez les informations que vous incorporez dans cette note et les hiérarchiser en fonction de l'importance qu'ils leur seront accordé dans cette note. (**1 : Pas important -----**
----- 5 très important) :

Informations	Utilisée	1	2	3	4	5
Activité de l'entreprise						
Bénéfice par action						
Capitaux propres						
Cash Flow						
Chiffre d'affaire						
Dettes de l'entreprise						
Dettes nettes/EBITDA						
Diagramme des chandeliers						
Dividendes distribués						
EBITDA						
Management de l'entreprise						
Marchés et secteurs						
Indice de référence de l'action						
Moyenne mobile						
PER						
Performance absolue du titre						
Performance relative du titre						
Perspectives économiques						
Prévision chiffre d'affaires						
Prévision des cash flows						
Prévision du résultat						
Price to Book ratio						
Prix de l'action						
Résultat						
Total Actifs						

Informations sociodémographiques

- Votre âge :
- Votre domaine de formation :
- Niveau d'éducation :
- Avez-vous déjà fait des simulations boursières (jeux...) ?

Oui Non

- Avez-vous déjà investi dans les marchés financiers ?

Oui Non

En vous remerciant du temps et de l'attention que vous avez bien voulu accorder à ce travail de recherche.

Annexe 12 : Liste des Informations disponibles à l'achat.

Intitulé des IFC	Contenu
Activité de l'entreprise	<p>L'activité de la société ROSE se répartie en deux grands métiers : la production d'électricité et le transport ferroviaire.</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Production d'électricité</i> <p>Cette activité présente une courbe de cycle de vie en croissance.</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Transports</i> <p>Le G8 a depuis quelques années confié un projet qui est favorable à cette activité du groupe.</p>
Bénéfice par action	<p>N : 3, 28 N-1 : 3, 11 N-2 : 2, 05</p>
Capitaux Propres	<p>N : 6 295 327 841 € N-1 : 5 468 942 720 € N-2 : 5 121 120 924 €</p>
Cash Flow	<p>N : 1 360 706 117 € N-1 : 265 195 109 € N-2 : 283 249 121 €</p>
Chiffre d'affaires	<p>N : 25 000 000 000 € N-1 : 24 586 807 440 € N-2 : 25 806 650 550 €</p>
Dettes	<p>N : 5 710 691 203 € N-1 : 5 353 002 121 € N-2 : 4 732 596 576 €</p>
Dettes Nettes/EBIT DA	<p>N : 1,8 N-1 : 1,9 N-2 : 1,1</p>

<p>Diagramme des chandeliers</p>	
<p>Dividendes distribués</p>	<p>N : 319 453 352 € N-1 : 225 714 145 € N-2 : 448 961 468 €</p>
<p>EBITDA</p>	<p>N : 2 474 221 718 € N-1 : 2 746 805 446 € N-2 : 2 764 073 215 €</p>
<p>Management de l'entreprise</p>	<p>Le gouvernement d'entreprise de la société ROSE est composé de 4 hauts dirigeants. Président Directeur Général, Directeur Général Adjoint, Directeur des Ressources Humaines et le Directeur Juridique</p> <p>Le DGA a été soupçonné d'avoir versé des pots-de-vin pour décrocher plusieurs contrats à l'international. L'affaire a donné lieu à ce que la société ROSE paie une importante amende l'année dernière.</p>
<p>Marchés et secteurs</p>	<p>Marché et secteur du métier « production d'électricité » Le marché de l'énergie ainsi que le secteur de production de la base mondiale a progressé de 4% depuis 2 ans.</p> <p>Marché et secteur du métier « transports ferroviaire » La combinaison de plusieurs facteurs est à l'origine de la croissance du marché ferroviaire, une tendance qui devrait se maintenir à long terme.</p>
<p>Indice de Référence</p>	<p>Durant les trois derniers exercices, la société ROSE a été membre d'un indice de référence français XXY qui est composé de plus 200 valeurs ayant au moins 20% du capital flottant, échangé chaque année.</p>

<p>Moyenne Mobile</p>	 <p>Minimum annuel: 24,10 Maximum annuel: 35,78</p> <p>© IT-Finance.com / Boursorama Les informations sont données à titre indicatif</p> <p>Ce graphique représente la moyenne mobile arithmétique sur 50 jours comparé au cours boursier du titre ROSE au 28 mars 2013.</p>
<p>PER</p>	<p>N : 10,06 N-1 : 9,81 N-2 : 20,57</p>
<p>Performance absolue du titre</p>	<p>-7,50%</p>
<p>Performance Relative du titre</p>	<p>-17%</p>
<p>Perspectives économiques</p>	<p>Les prévisions macroéconomiques décrivent une économie européenne enlisée, mais qui reste en expansion. Marché et secteur du métier « production d'électricité » La reprise récente de la progression de la consommation d'électricité dans les principaux pays émergents notamment permet de prévoir une bonne évolution à long terme de ce secteur. Marché et secteur du métier « transports ferroviaire » Ce marché devrait progresser d'environ 10% les prochaines années en raison des importants investissements à réaliser dans différents pays.</p>
<p>Prévision cash flow N+1</p>	<p>1 710 384 783 €</p>
<p>Prévision chiffre d'affaires N+1</p>	<p>25 536 533 623 €</p>
<p>Prévision Résultat N+1</p>	<p>1 116 236 617 €</p>

Price To Book	N : 2 N-1 : 2,04 N-2 : 3,11
Prix de l'action	N : 33 N-1 : 30,56 N-2 : 42,22
Résultat	N : 989 195 323 € N-1 : 917 657 507 € N-2 : 604 371 207 €
Total Actif	N : 38 990 576 743 € N-1 : 38 293 699 739 € N-2 : 36 549 657 112 €

Liste des Tableaux

TABLEAU 1 : ASSURANCE VIE ET ACTIFS DES FONDS DE PENSION	45
TABLEAU 2 : CARACTERISTIQUE DU PORTEFEUILLE D'INSTITUTIONS REPRESENTATIVES DE CHAQUE CATEGORIE D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	66
TABLEAU 3 : ETUDES DE L'HETEROGENEITE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	73
TABLEAU 4 : PRINCIPES DE LA THEORIE DE L'AGENCE.....	80
TABLEAU 5 : EVALUATION DES BENEFICES ET DESAVANTAGES QUE L'INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL APPORTE AU CONTRAT D'AGENCE	85
TABLEAU 6 : DIFFERENCES ENTRE LE CADRE D'AGENCE CLASSIQUE ET PROFESSIONNEL	89
TABLEAU 7 : LES OBJECTIFS DES DIFFERENTS TYPES D'ENTRETIENS	112
TABLEAU 8 : INTERETS DE CHAQUE TYPOLOGIE D'ETUDES	114
TABLEAU 9: COMPARAISON ENTRE L'ANALYSE DE CONTENU ET L'ANALYSE DU DISCOURS	127
TABLEAU 10 : LISTE DES CATEGORIES DE L'ANALYSE DE CONTENU	130
TABLEAU 11 : CLASSIFICATION DE L'IFC	132
TABLEAU 12 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES	134
TABLEAU 13 : CARACTERISTIQUES GENERALES D'INVESTISSEMENT DES DIFFERENTS INVESTISSEURS	140
TABLEAU 14 : RESUME DES RESULTATS DE L'ETUDE EXPLORATOIRE	147
TABLEAU 15 : CATEGORISATION FINALE DE L'IFC ET PROPOSITION D'ECHELLE DE MESURE	150
TABLEAU 16: IMPACT ATTENDU DE CHAQUE CATEGORIE D'INFORMATION SUR CHAQUE CATEGORIE D'INVESTISSEUR.....	152
TABLEAU 17 : RECAPITULATIF DES ETUDES EXPERIMENTALES	173
TABLEAU 18 : DIFFERENTS DESIGN EXPERIMENTAUX	181
TABLEAU 19 : PLAN FACTORIEL COMPLET 2*2	189
TABLEAU 20 : DETAILS DES QUATRE PLANS D'EXPERIENCE	189
TABLEAU 21 : RECAPITULATIF DES HYPOTHESES DE RECHERCHE	193
TABLEAU 22: CONTEXTE DES GROUPES EXPERIMENTAUX.....	195
TABLEAU 23 : PRE-TESTS REALISES.....	198
TABLEAU 24 : RESULTAT PRE-TEST 0	200
TABLEAU 25 : AJUSTEMENTS OPERES A LA SUITE DES PRE-TESTS.....	203
TABLEAU 26 : FORMATIONS DES PROXIES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	206
TABLEAU 27 : FORMATIONS DES PROXIES DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS	207
TABLEAU 28 : MESURES DE LA VARIABLE DEPENDANTE LES BESOINS EN IFC.....	214
TABLEAU 29 : LISTE ET CATEGORISATION DES INFORMATIONS DISPONIBLES A L'ACHAT	215
TABLEAU 30 : RESULTAT DES TESTS DE NORMALITE	219
TABLEAU 31 : DIFFERENCE ENTRE VARIABLE MEDIATRICE ET MODERATRICE	227

TABLEAU 32 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES QUALITATIVES NOMINALES	234
TABLEAU 33 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES ORDINALES	235
TABLEAU 34 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES QUANTITATIVES (MESURE ACQUISITION IFC)	236
TABLEAU 35 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES QUANTITATIVES (MESURE TRAITEMENT IFC)	237
TABLEAU 36 : STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES QUANTITATIVES (MESURE IMPORTANCE ACCORDEE)	238
TABLEAU 37 : CALCUL DES MESURES DE LA VARIABLE A EXPLIQUER (ACQUISITION IFC)	239
TABLEAU 38 : CALCUL DES MESURES DE LA VARIABLE A EXPLIQUER (TRAITEMENT IFC)	240
TABLEAU 39 : CALCUL DES MESURES DE LA VARIABLE A EXPLIQUER (IMPORTANCE ACCORDEE)	241
TABLEAU 40 : TESTS D'INDEPENDANCE DE KHI-DEUX	243
TABLEAU 41 : RESULTATS STATISTIQUES DES TESTS DES HYPOTHESES H1 ET H4.1	246
TABLEAU 42 : RESULTATS MODERATION DU TYPE DE RELATION D'AGENCE	247
TABLEAU 43 : RESULTATS STATISTIQUES DES TESTS DES HYPOTHESES H1.1 ET H1.2	249
TABLEAU 44: TESTS STATISTIQUE DE L'HYPOTHESE H1.3	251
TABLEAU 45 : RESULTATS TESTS PARAMETRIQUES ET NON PARAMETRIQUES H4.2 ET H4.3	253
TABLEAU 46 : RESULTATS TEST T POUR ECHANTILLONS APPARIES ET TEST DE WILCOXON DE H4.4	255
TABLEAU 47 : RESULTATS TEST ANOVA ET MANN-WHITNEY DE H2	257
TABLEAU 48 : RESULTAT MEDIATION AVEC BOOTSTRAP	258
TABLEAU 49 : RESULTATS ANOVA ET MANN-WHITNEY H4.6 ET H4.7	260
TABLEAU 50 : RESULTATS ANOVA ET MANN-WHITNEY DE L'HYPOTHESE H 2.1	261
TABLEAU 51 : RESULTATS DES TESTS DE L'HYPOTHESE H2.2	263
TABLEAU 52 : RESULTAT STATISTIQUE DE L'ANOVA DE L'HYPOTHESE H3	264
TABLEAU 53 : RESULTAT ANOVA DE L'HYPOTHESE H3.1	265
TABLEAU 54 : RESULTAT ANOVA DE L'HYPOTHESE H3.2	266
TABLEAU 55 : RECAPITULATIF DES HYPOTHESES DE RECHERCHE VALIDEES	268
TABLEAU 56 : RECAPITULATIF DES HYPOTHESES DE RECHERCHE VALIDEES EN SENS INVERSE	269
TABLEAU 57 : RECAPITULATIF DES HYPOTHESES DE RECHERCHE NON VALIDEES	269
TABLEAU 58 : RESULTAT DE L'EFFET MODERATEUR DE LA CATEGORIE DES IFC	270
TABLEAU 59 : LISTE DES 10 PREMIERS IFC MOYENS ACHETES PAR TYPE D'INVESTISSEUR	272
TABLEAU 60 : ORDRE D'ACHAT DES IFC PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS SELON LA TYPE DE RELATION D'AGENCE	274
TABLEAU 61 : LISTE D'ORDRE D'ACHAT DES IFC POUR LES INVESTISSEURS INDIVIDUELS PAR TYPE DE RELATION D'AGENCE	276

Liste des Figures

FIGURE 1 : QUESTIONS DE RECHERCHE.....	19
FIGURE 2 : PROTOCOLE DE LA RECHERCHE	21
FIGURE 3 : PLAN DE LA RECHERCHE	25
FIGURE 4: CAPITALISATION BOURSIERE DES SOCIETES EUROPEENNES COTEES (MILLIERS DE MILLIARD DE £)	35
FIGURE 5 : TENDANCE DE LA STRUCTURE DE L’ACTIONNARIAT DE LA ZONE EURO	36
FIGURE 6 : PART DE L’ACTIONNARIAT INDIVIDUEL DANS LA STRUCTURE DE PROPRIETE DES SOCIETES EUROPEENNES.....	37
FIGURE 7 : PRINCIPAUX PLACEMENTS FINANCIERS DES MENAGES FRANÇAIS (FLUX EN MILLIARDS D’EUROS).....	38
FIGURE 8: STRUCTURE DE L’ACTIONNARIAT DES SOCIETES FRANÇAISES.....	39
FIGURE 9 : EVOLUTION DES ACTIONNAIRES INDIVIDUELS DE DECEMBRE 2008 A JUIN 2012	40
FIGURE 10 : FONCTION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	42
FIGURE 11 : DEVELOPPEMENT DES « HEDGE FUNDS » EUROPEENS	48
FIGURE 12 : TOTAL DES ACTIFS FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN POURCENTAGE DU PIB.....	54
FIGURE 13 : EVOLUTION DU MONTANT DES ACTIFS FINANCIERS GERES PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	55
FIGURE 14 : EVOLUTION DU MONTANT DES ACTIFS FINANCIERS GERES PAR CATEGORIE D’INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	56
FIGURE 15 : MONTANT DES ACTIFS FINANCIERS GERES PAR LES DEUX CATEGORIES D’INVESTISSEURS EN FRANCE.....	59
FIGURE 16 : NOMBRE D’ARTICLES SUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA LITTERATURE DEPUIS 1937.....	63
FIGURE 17 : EVOLUTION DE LA REPRESENTATION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	64
FIGURE 18 : POURCENTAGE DES CATEGORIES D’INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS (PAR BUSHEE) SELON LA CLASSIFICATION JURIDIQUE.....	68
FIGURE 19: EXPLICATION DES CONTRATS FINANCIERS ET DES INTERMEDIAIRES PAR LE BIAIS DIFFERENTS CADRES THEORIQUES CONTRACTUALISTES.....	78
FIGURE 20 : CONTRAT D’AGENCE BIPARTITE APPLIQUE AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	84
FIGURE 21 : APPLICATION DE LA THEORIE DE L’AGENCE AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	90
FIGURE 22: STRUCTURE GENERALE DU GUIDE D’ENTRETIEN	122
FIGURE 23 : QUESTIONS DE LA PHASE D’ECOUTE ACTIVE DU GUIDE D’ENTRETIEN.....	124
FIGURE 24 : HORIZON DE PLACEMENT DES DIFFERENTS INVESTISSEURS.....	135
FIGURE 25 : GESTION INDICIELLE DES INVESTISSEURS	136
FIGURE 26 : ATTITUDE FACE AU RISQUE DES INVESTISSEURS.....	137

FIGURE 27 : METHODE D’EVALUATION DES INVESTISSEURS	138
FIGURE 28 : SOURCE D’INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS	139
FIGURE 29 : TYPE D’ACTIFS FINANCIERS DETENUS PAR LES INVESTISSEURS	140
FIGURE 30 : IFC UTILISEES PAR TYPE D’INVESTISSEURS	141
FIGURE 31 : TYPOLOGIES D’INFORMATIONS PRIMAIRES UTILISEES PAR TYPE D’INVESTISSEURS	142
FIGURE 32 : INFORMATIONS COMPTABLES UTILISEES PAR TYPE D’INVESTISSEURS	143
FIGURE 33 : INFORMATIONS STRATEGIQUES UTILISEES PAR TYPE D’INVESTISSEURS.....	144
FIGURE 34: RATIOS FINANCIERS UTILISES PAR TYPE D’INVESTISSEURS	145
FIGURE 35 : TYPOLOGIES D’INFORMATIONS SECONDAIRES UTILISEES PAR TYPE D’INVESTISSEURS	146
FIGURE 36: EMBOITEMENT METHODOLOGIQUE	155
FIGURE 37: DEMARCHE DE FORMULATION DES HYPOTHESES DE RECHERCHE	156
FIGURE 38 : ENRICHISSEMENT DU CADRE D’ANALYSE INITIAL	157
FIGURE 39 : PROTOCOLE DE RECHERCHE.....	163
FIGURE 40 : TYPES DE DESIGN EXPERIMENTAL.....	180
FIGURE 41 : CLASSIFICATION DES PLANS EXPERIMENTAUX.....	187
FIGURE 42 : LISTE DES HYPOTHESES DE RECHERCHE	192
FIGURE 43 : MODELE DE RECHERCHE	208
FIGURE 44 : DIFFERENTS TESTS ADAPTES POUR CHAQUE PROTOCOLE.....	216
FIGURE 45 : TYPE D’ANALYSE DE VARIANCE SELON LA NATURE DES VARIABLES.	222
FIGURE 46 : EFFET MEDIATEUR SIMPLE	224
FIGURE 47 : EFFET MODERATEUR SIMPLE	227
FIGURE 48 : GRAPHIQUE DE L’EFFET MODERATEUR DU TYPE DE RELATION D’AGENCE .	248
FIGURE 49 : GRAPHIQUE PLOT DE L’EFFET MODERATEUR CATEGORIE D’INFORMATIONS	271

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE	13
1. LA PROBLEMATIQUE DE RECHERCHE.....	17
2. LE DESIGN DE RECHERCHE.....	19
3. LES INTERETS DE LA RECHERCHE	21
4. LE PLAN DE LA RECHERCHE	22
PREMIERE PARTIE – LES BESOINS EN INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : LA CONSTRUCTION D’UN CADRE D’ANALYSE.....	27
CHAPITRE 1 – LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	30
SECTION 1 – LES INVESTISSEURS INDIVIDUELS POUR UNE MISE EN PERSPECTIVE	31
1. Les investisseurs individuels : identification et classifications	31
1.1. Les caractéristiques descriptives des investisseurs individuels	32
1.2. Les différentes classifications des investisseurs individuels.....	33
2. Le développement des investisseurs individuels.....	35
2.1. Dans l’Union Européenne	35
2.2. En France	38
SECTION 2 – QUI SONT LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ?	41
1. Les investisseurs institutionnels : identification et classifications	42
1.1. Les investisseurs institutionnels ?	42
1.2. Les principaux organismes institutionnels.....	44
1.2.1. Les fonds de pension	44
1.2.2. Les compagnies d’assurance et les banques.....	46
1.2.3. Les organismes de placement collectif (OPC).....	47
1.2.4. Les « hedge funds ».....	47
2. Historique et développement des investisseurs institutionnels.....	49
2.1. L’émergence des investisseurs institutionnels	49
2.1.1. Dans le monde	50
2.1.2. En France	51
2.2. La montée en puissance des investisseurs institutionnels	52
2.2.1. Les facteurs de développement des investisseurs institutionnels	53
2.2.2. L’importance dans les marchés financiers	53
SECTION 3 – LES SPECIFICITES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	57
1. Une catégorie très particulière	57
1.1. Compétences et montant de transactions gérées.....	57
1.1.1. Compétences	57
1.1.2. Montant des transactions gérées.....	58
1.2. Les biais comportementaux	59
1.2.1. Les biais cognitifs.....	60
1.2.2. Les biais émotionnels.....	61
2. Une catégorie hétérogène	62
2.1. De l’homogénéité à l’hétérogénéité des investisseurs institutionnels	62
2.1.1. Homogénéité et hétérogénéité	62
2.1.2. Evolution de la représentation des investisseurs institutionnels dans la littérature	63
2.2. Les bases d’analyse de l’hétérogénéité dans la littérature	64
2.2.1. Le style d’investissement.....	65
2.2.2. L’existence de relations commerciales	68
2.2.3. Le biais domestique	69
2.2.4. Gouvernance : Actif versus Passif.....	71
CONCLUSION DU CHAPITRE 1.....	74

CHAPITRE 2 – UN CADRE THEORIQUE POUR ETUDIER LES BESOINS INFORMATIONNELS COMPTABLES ET FINANCIERS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS..... 76

SECTION 1 – UN CADRE THEORIQUE SPECIFIQUE.....	77
1. La théorie positive de l’agence	79
1.1. Les principes fondamentaux de la relation d’agence	79
1.2. Les limites de la théorie de l’agence.....	80
1.2.1. <i>La simplicité du modèle de détention.....</i>	<i>81</i>
1.2.2. <i>La difficulté de prise en compte des phénomènes organisationnels</i>	<i>82</i>
1.2.3. <i>La difficulté d’application à certains acteurs économiques</i>	<i>82</i>
2. La théorie de l’agence élargie appliquée aux investisseurs institutionnels.....	83
2.1. Un cadre d’agence élargi.....	83
2.1.1. <i>Les bénéfices potentiels liés à l’introduction de l’investisseur institutionnel à un contrat d’agence</i> <i>85</i>	
2.1.2. <i>Les désavantages liés à l’introduction de l’investisseur institutionnel à un contrat d’agence</i>	<i>86</i>
2.2. Utilisation de la théorie d’agence élargie	86
3. Le contrat d’agence professionnel	87
4. Intégration de l’agent professionnel au cadre d’agence élargi.....	88
SECTION 2 – LES BESOINS EN INFORMATIONS FINANCIERES ET COMPTABLES	93
1. Les informations financières et comptables : définition et utilité.....	93
1.1. <i>Les IFC dans les normes comptables internationales</i>	<i>93</i>
1.2. <i>La place et l’utilité de l’IFC dans les approches théoriques comptables.....</i>	<i>95</i>
2. La revue de littérature sur les besoins en IFC des investisseurs.....	96
2.1. La revue des travaux sur les besoins informationnels des investisseurs individuels.....	97
2.2. La revue des travaux sur les besoins informationnels des investisseurs professionnels	100
2.2.1. <i>Les analystes financiers.....</i>	<i>100</i>
2.2.1.1. <i>Les caractéristiques générales d’investissement</i>	<i>100</i>
2.2.1.2. <i>Les informations financières et comptables utilisées</i>	<i>101</i>
2.2.1.3. <i>Les sources d’informations utilisées</i>	<i>101</i>
2.2.1.4. <i>Le lien entre analystes financiers et gérants de fonds.....</i>	<i>102</i>
2.2.2. <i>Les gérants de fonds comme investisseurs institutionnels</i>	<i>103</i>
2.2.2.1. <i>Les caractéristiques générales d’investissement</i>	<i>103</i>
2.2.2.2. <i>Les informations financières et comptables utilisées</i>	<i>103</i>
2.2.2.3. <i>Les sources d’informations.....</i>	<i>104</i>
SECTION 3 – LE MODELE ET LE PROTOCOLE DE RECHERCHE	106
1. Le modèle de la recherche.....	106
1.1. Le coût d’acquisition de l’IFC	106
1.2. Le coût de traitement de l’IFC	107
1.3. L’importance accordée aux IFC	108
2. Le protocole de la recherche.....	109
2.1. Cheminement intellectuel de recherche	109
2.2. La méthodologie de la recherche.....	110
2.2.1. <i>La méthodologie qualitative</i>	<i>110</i>
2.2.2. <i>La méthodologie expérimentale</i>	<i>113</i>
CONCLUSION DU CHAPITRE 2.....	116
CHAPITRE 3 - LA CONTRIBUTION DE L’ETUDE QUALITATIVE.....	120
SECTION 1 – LA METHODOLOGIE DE L’ETUDE QUALITATIVE	121
1. Le choix des entretiens semi-directifs et l’échantillonnage.....	121
1.1. Le guide d’entretien	122
1.2. L’échantillonnage.....	125
2. L’analyse des données qualitatives	127
2.1. L’analyse de contenu	127
2.2. Les paramètres de l’analyse de contenu.....	128
SECTION 2 – LES RESULTATS DE L’ETUDE: DES INVESTISSEURS AUX BESOINS DIFFERENCIÉS EN IFC	133

1.	Les caractéristiques générales	133
1.1.	Les statistiques descriptives	133
1.2.	Le style d'investissement	134
1.2.1.	L'horizon de placement	135
1.2.2.	La gestion indicielle	136
1.2.3.	L'attitude face au risque	136
1.2.4.	La méthode d'évaluation	137
1.2.5.	Les sources d' « IFC »	138
1.2.6.	Les types d'actif financier	139
2.	Les informations financières et comptables utilisées par les différents types d'investisseurs.....	141
2.1.	Les informations primaires utilisées par type d'investisseurs	142
2.1.1.	Les informations comptables.....	143
2.1.2.	Les informations stratégiques	144
2.1.3.	Les ratios financiers	145
2.2.	Les informations secondaires utilisées par type d'investisseur	145
2.2.1.	Les informations boursières	146
SECTION 3 – UN MODELE DE RECHERCHE NOURRI PAR LES RESULTATS DE L'ETUDE QUALITATIVE		148
1.	Les apports de l'étude qualitative	148
1.1.	La liste d'items générée	148
1.2.	L'influence sur la décision de reddition dans la relation d'agence double.....	151
2.	Premier enrichissement des hypothèses initiales	152
2.1.	Les informations primaires.....	153
2.2.	Les informations secondaires	154
3.	Le modèle explicatif	155
CONCLUSION DU CHAPITRE 3.....		159
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE		161
SECONDE PARTIE – LES BESOINS INFORMATIONNELS FINANCIERS ET COMPTABLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : UNE ETUDE EXPERIMENTALE.....		163
CHAPITRE 4 - LA REALISATION DE L'ETUDE EXPERIMENTALE.....		166
SECTION 1 – LA PRESENTATION DE LA METHODOLOGIE EXPERIMENTALE		167
1.	L'expérimentation en sciences de gestion	167
1.1.	Définition de l'expérimentation	167
1.2.	Des sciences sociales aux sciences comptables	169
2.	La méthodologie d'une étude expérimentale.....	173
2.1.	L'administration des traitements.....	173
2.2.	Les sujets participants	175
2.3.	La durée et les incitations.....	177
2.4.	Le questionnaire post-test	179
3.	Les caractéristiques de la méthodologie expérimentale	182
3.1.	Les avantages et les limites	182
3.2.	La validité expérimentale	184
3.2.1.	Le choix et le contrôle des variables	184
3.2.2.	Les biais expérimentaux à éviter	185
SECTION 2 – LE PROTOCOLE EXPERIMENTAL		187
1.	Le plan factoriel complet et les hypothèses supplémentaires	187
1.1.	Les plans d'expériences	188
1.2.	Enrichissement supplémentaire des hypothèses initiales	190
1.3.	Le cas expérimental	193
2.	Les pré-tests et ajustements	197
2.1.	La présentation des sujets et des différents pré-tests	198
2.2.	Les résultats et les ajustements effectués	199
2.2.1.	Les résultats du Test 0.....	199
2.2.2.	Les résultats des Tests 1 et 2.....	201

3.	Les méthodes d'administration des traitements	203
3.1.	La méthode inter-sujet	204
3.2.	Les participants	204
3.2.1.	<i>Les proxies des investisseurs institutionnels</i>	205
3.2.2.	<i>Les proxies des investisseurs individuels</i>	206
SECTION 3 – LES TESTS STATISTIQUES		208
1.	Opérationnalisation des variables du modèle.....	208
1.1.	Les mesures de la variable dépendante	209
1.1.1.	<i>L'acquisition de l'IFC</i>	209
1.1.2.	<i>Le traitement de l'IFC</i>	210
1.1.2.1.	<i>La méthode soustractive</i>	211
1.1.2.2.	<i>La méthode additive</i>	211
1.1.2.3.	<i>Les mesures choisies pour l'expérimentation</i>	211
1.1.3.	<i>L'importance accordée à l'IFC</i>	213
1.2.	Les variables indépendantes	214
2.	Tests statistiques pour l'expérimentation	216
2.1.	L'analyse de la normalité de la distribution des variables et de la fiabilité de notre échelle de mesure	217
2.2.	Les tests paramétriques et non paramétriques mobilisés	221
2.2.1.	<i>L'analyse des variances</i>	221
2.2.2.	<i>Le test de Mann-Whitney et de Wilcoxon</i>	223
3.	Les effets indirects testés	224
3.1.	La médiation	224
3.2.	La modulation	226
CONCLUSION DU CHAPITRE 4		229
CHAPITRE 5 – PRESENTATION ET DISCUSSION DES RESULTATS DE L'ETUDE EXPERIMENTALE		232
SECTION 1 – LA CONFIRMATION DE BESOINS DIFFERENCIÉS		233
1.	Les analyses descriptives des variables	233
1.1.	Les statistiques descriptives des variables explicatives qualitatives	234
1.2.	Les statistiques descriptives des variables à expliquer quantitatives	236
2.	Les résultats des vérifications de manipulations	242
SECTION 2 – LE CONTEXTE DES BESOINS DIFFERENCIÉS : LA SITUATION DE REDDITION DES COMPTES		245
1.	Les résultats de l'étude	245
1.1.	L'acquisition des IFC	245
1.1.1.	<i>L'effet modérateur du type de relation d'agence dans l'acquisition des IFC</i>	246
1.1.2.	<i>Le comportement d'acquisition des IFC diffère selon le type des IFC</i>	248
1.1.3.	<i>Le comportement d'acquisition des IFC et la reddition de comptes</i>	252
1.2.	Le traitement des IFC.....	256
1.2.1.	<i>L'effet médiateur du type de relation d'agence dans le traitement des IFC</i>	257
1.2.2.	<i>Le traitement des IFC diffère selon le type des IFC</i>	261
1.3.	L'importance accordée aux IFC	264
1.3.1.	<i>L'importance accordée aux IFC élevée par les investisseurs institutionnels</i>	264
1.3.2.	<i>L'importance accordée aux IFC par les investisseurs dépend du type d'IFC</i>	265
2.	Les analyses complémentaires	269
2.1.	Le test du deuxième effet modérateur	270
2.2.	L'ordre d'achat des IFC.....	272
2.2.1.	<i>L'ordre d'achat selon le type d'investisseur</i>	272
2.2.2.	<i>L'ordre d'achat selon le type de relation d'agence</i>	274
SECTION 3 – VERS UN NOUVEL ENRICHISSEMENT DU CADRE D'ANALYSE		277
1.	Asymétrie d'information, type d'investisseurs et de relation d'agence	277
1.1.	Asymétrie d'information, de pouvoir et aléa moral	277
1.2.	Altruisme et intégration sociale.....	280
2.	Vers une nouvelle discussion des besoins informationnels financiers et comptables des investisseurs	283

2.1. La dissonance cognitive	283
2.2. La pression sociale et l'appartenance à un groupe	286
CONCLUSION DU CHAPITRE 5.....	289
CONCLUSION DE LA DEUXIEME PARTIE	291
CONCLUSION GENERALE.....	293
1. LES OBJECTIFS ET LA DEMARCHE DE LA RECHERCHE.....	293
2. PRINCIPAUX RESULTATS OBTENUS	294
3. LES APPORTS DE LA RECHERCHE	296
3.1. <i>Les apports académiques : théoriques et empiriques</i>	296
3.2. <i>Les apports méthodologiques</i>	297
3.3. <i>L'apport réglementaire</i>	298
4. LES LIMITES DE LA RECHERCHE.....	298
4.1. <i>L'hétérogénéité des investisseurs institutionnels</i>	298
4.2. <i>Les limites de l'étude qualitative</i>	300
4.3. <i>Les limites de l'étude expérimentale</i>	300
5. VOIES ET PISTES D'AMELIORATIONS ET D'INVESTIGATIONS	301
BIBLIOGRAPHIE.....	303
LISTE DES ANNEXES	329
LISTE DES TABLEAUX	371
LISTE DES FIGURES	373
TABLE DES MATIERES	375

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

Résumé

Les normalisateurs comptables et les chercheurs font appel à des études académiques s'intéressant à connaître les besoins en informations financières et comptables (IFC) des principaux utilisateurs des états financiers : les investisseurs institutionnels.

Ce travail propose de déterminer leurs besoins en informations financières et comptables en les comparant à ceux des investisseurs individuels. Nous mobilisons le cadre théorique d'agence élargie de Schneider (2000), couplée avec la notion d'agent professionnel de Sharma (1997), afin de construire un cadre d'analyse qui met en évidence la spécificité du contrat d'agence dans lequel se trouve l'investisseur institutionnel et nous étudions son influence sur leurs besoins en IFC. Dans une première phase, une étude qualitative a été entreprise par le biais de 61 entretiens semi-directifs avec des investisseurs individuels et institutionnels. Elle a permis de confirmer l'existence de besoins différenciés mais également de classifier les différents types d'IFC. Cela nous a permis d'enrichir notre cadre d'analyse et d'alimenter notre deuxième phase d'étude par le biais d'un protocole expérimental. Ce dernier a été déroulé afin d'expliquer pourquoi les besoins en IFC des investisseurs diffèrent? Les résultats démontrent empiriquement que les besoins en IFC sont différents et sont impactés par le type de relation d'agence mais également par la nature même des investisseurs. Enfin nous proposons d'autres facteurs susceptibles d'expliquer ce phénomène.

Mots clés: Besoins en IFC, Investisseurs institutionnels, Expérimentation, Décision d'investissement

The investor's needs for financial and accounting information: the institutional investor's case.

Abstract

Today, the international accounting standard setters and researchers are asking for more studies focussing on the main financial statement user's need for financial and accounting information (FAI): the institutional investors.

We propose herein to compensate for such a void by conducting a comparison of information required by institutional and individual investors. We rely on Schneider's theoretical framework (agency theory applied to the institutional investors), coupled with the notion of Sharma's professional agent (1997) to build an analytical framework which highlights the institutional investor's agency contract specificities. Then, we determine its influence on their FAI needs. In the first phase, we conducted 61 semi-structured interviews with institutional and individual investors. This study has identified the existence of different information needs between the two investor categories, with these needs being distinguished through a typology. This first stage allows us to extend our analytical framework and to develop an experimental design. This experiment aimed to answer the question of why the investor's needs for FAI are different? The results confirm that the investor's needs for FAI are different and are impacted by the agency relation's type and the investor's nature. Finally, we develop other factors which may explain these results.

Key words: Institutional investors, Needs for financial and accounting information, Experiment, Investment decision.