

Les besoins d'information des analystes financiers et gestionnaires de fortunes suisses

1. Introduction

Il est généralement admis dans le monde académique que l'objectif premier des états financiers est de fournir des données de nature à faciliter la prise de décision de leurs utilisateurs (FASB (1978), IASC (1988)). Ces utilisateurs sont multiples. Ils comprennent non seulement les actionnaires, actuels ou potentiels, mais aussi les salariés, les créanciers, les clients, l'Etat et ses institutions, ainsi que le public en général. Les besoins d'information de ces diverses catégories sont différents. L'International Accounting Standards Committee (IASC (1988)) considère néanmoins que lorsque les états financiers satisfont les investisseurs, ils répondent aussi à la plupart des besoins des autres utilisateurs. La réglementation comptable doit donc s'appuyer sur une analyse préalable des besoins des investisseurs. L'objectif de cette recherche est de déterminer les besoins d'information d'une catégorie particulière d'investisseurs: les analystes financiers et les ges-

tionnaires de fortunes. Les questions suivantes seront abordées:

- Quelle est la place du rapport annuel parmi l'ensemble des sources d'information dont ils disposent?
- Quelles sont les rubriques du rapport jugées les plus importantes?
- Parmi les informations actuellement publiées, quelles sont les plus utiles?
- Quelles autres informations souhaiteraient-ils voir figurer dans le rapport annuel?
- Quelle importance accordent-ils à l'harmonisation comptable internationale?

On analysera aussi la sensibilité des réponses obtenues à l'activité principale du répondant (analyse financière ou gestion de fortunes) et à son niveau de formation en comptabilité.

2. Les recherches antérieures

Plusieurs études ont cherché à déterminer quelles sont les sources d'information utilisées par les investisseurs pour prendre leurs décisions. La plupart ont porté sur des actionnaires individuels. Les recherches les plus anciennes (BAKER et HASLEM (1973), EPSTEIN (1975), HINES (1982), MOST, CHANG et BRAIN (1983)) concluent généralement que les actionnaires individuels basent leurs décisions essentiellement sur les recommandations

* Cette recherche a été partiellement financée par un subside du Fonds National suisse de la Recherche Scientifique. L'auteur remercie l'Association Suisse des Analystes Financiers et Gestionnaires de Fortunes pour l'aide matérielle apportée à cette recherche ainsi qu'un réviseur anonyme pour ses commentaires précieux. Bernard Raffournier, HEC, Faculté des SES, Université de Genève, 102, Bvd. Carl-Vogt, 1211 Genève 4, Tel.: 022-705 8129, Fax: 022-705 8104, e-mail: raffour@uni2a.unige.ch.

de leur courtier ou des articles de presse. Des études plus récentes (EPSTEIN et PAVA (1993), EPSTEIN et ANDERSON (1994)) indiquent au contraire que les actionnaires américains se fondent maintenant essentiellement sur leur propre analyse des rapports annuels.

Concernant les professionnels de l'investissement, LEE et TWEEDIE (1981) et ARNOLD et MOIZER (1984) au Royaume-Uni, ANDERSON (1981) en Australie et VERGOOSSEN (1993) aux Pays-Bas, montrent que le rapport annuel arrive au premier rang parmi les sources d'information des analystes financiers. CHANG, MOST et BRAIN (1983) ont abouti à des conclusions similaires aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande. En revanche, pour PIKE, MEERJANSSEN et CHADWICK (1993), les rapports annuels et intérimaires n'arrivent qu'en 2ème (Allemagne) ou même 3ème position (Royaume-Uni), après, notamment, les contacts directs avec l'entreprise.

Certaines de ces recherches se sont aussi préoccupées de déterminer l'importance relative de chaque rubrique du rapport annuel (rapport du président, états financiers, rapport d'audit, données boursières...). Toutes concluent que les états financiers (compte de résultat, bilan, tableau de financement) sont les documents jugés les plus utiles, que se soit par les actionnaires individuels (CHANG, MOST et BRAIN (1983), EPSTEIN (1985), EPSTEIN et PAVA (1993), EPSTEIN et ANDERSON (1994)); les analystes financiers (LEE et TWEEDIE (1981), CHANG, MOST et BRAIN (1983), ARNOLD et MOIZER (1984), VERGOOSSEN (1993), SOLTANI (1994)) ou les banquiers (SOLTANI (1994)). La détermination des informations élémentaires les plus utiles aux investisseurs n'a pas fait l'objet de beaucoup de travaux. Les chercheurs se sont plutôt intéressés à l'utilité de tel ou tel type d'information, comme les informations sociales (BUZBY et FALK (1978), ROCKNESS et WILLIAMS (1988), EPSTEIN et FREEDMAN (1994)) ou celles contenues dans le rapport des réviseurs (LIBBY (1979), JOHNSON et PANY (1984), SOLTANI (1994)). Citons néanmoins CHANDRA (1974) qui a comparé l'utilité attribuée à une série d'informations par un

échantillon d'experts-comptables et d'analystes financiers. Une hiérarchie des informations élémentaires peut aussi être trouvée dans les recherches mesurant la quantité d'information contenue dans le rapport annuel. Cette dernière est en effet évaluée le plus souvent par un indice dont les coefficients de pondération résultent d'une enquête préalable auprès d'un échantillon d'analystes financiers (SINGHVI et DESAI (1971), BUZBY (1974, 1975), FIRTH (1979), CHOW et WONG-BOREN (1987)). Malheureusement, la diversité des informations utilisées par ces recherches, ainsi que la taille généralement réduite des échantillons constitués ne permettent pas de tirer des conclusions générales.

3. Méthodologie

L'étude a été réalisée avec le concours de l'Association Suisse des Analystes Financiers et Gestionnaires de Fortunes (ASAG) qui nous a permis d'utiliser son fichier de membres. L'Association, qui comprend environ 700 personnes, regroupe une large part des professionnels de l'investissement exerçant en Suisse.

Un questionnaire en français et en allemand a été adressé à l'ensemble des membres que comptait l'Association en avril 1994. Sur 704 questionnaires envoyés, 169 nous ont été retournés, soit un taux de réponse de 24%. Quatre d'entre eux n'ayant pu être exploités car trop incomplets ou comportant des erreurs manifestes de compréhension, le nombre de réponses exploitables s'est finalement établi à 165.

Le questionnaire demandait aux personnes interrogées d'indiquer l'utilité qu'elles attribuent:

- aux diverses sources d'information dont disposent les analystes financiers (rapport annuel, rapports intérimaires, visites d'entreprises, articles de presse, etc.);
- aux différentes rubriques du rapport annuel (message du Président, rapport de gestion, états financiers consolidés, non consolidés, rapports des réviseurs...);
- à une série d'informations élémentaires dont la

publication est obligatoire dans les pays de l'Union Européenne;

- à d'autres informations que l'on ne trouve habituellement pas dans le rapport annuel mais qui sont susceptibles, a priori, de présenter un intérêt pour les analystes financiers.

Il était également demandé aux répondants d'indiquer l'utilité que présentait à leurs yeux le respect des dispositions des organismes de normalisation et de classer ceux-ci (IASB, Union Européenne, FASB, FER suisse) par ordre d'importance.

Enfin, les personnes interrogées étaient priées d'indiquer le secteur d'activité de leur entreprise (banque, compagnie d'assurance, entreprise industrielle ou commerciale), leur activité professionnelle principale (analyse financière, gestion de fortunes, octroi de crédit ou autre) ainsi que leur niveau de formation en comptabilité.

L'utilité était mesurée sur une échelle de type Likert à 5 niveaux, la note 1 signifiant que l'information en question était jugée "pas du tout utile" et la note 5 "très utile". Les personnes n'ayant pas d'opinion précise pouvaient cocher la case "ne se prononce pas".

4. L'utilité des diverses sources d'information

Les professionnels de l'investissement disposent de multiples sources d'information. Plusieurs études ont montré qu'ils ne se limitent pas à l'une d'entre elles mais qu'au contraire ils fondent leurs décisions sur plusieurs approches complémentaires, parmi lesquelles l'analyse fondamentale occupe une place privilégiée (ARNOLD et MOIZER (1984), ARNOLD, MOIZER et NOREEN (1984), VERGOOSSEN (1993), PIKE, MEERJANSSEN et CHADWICK (1993)). Afin d'évaluer l'importance relative des diverses sources d'information, nous avons demandé aux répondants de noter sur une échelle de 1 (minimum) à 5 (maximum) l'utilité de chacune d'entre-elles. La liste proposée reprend la plupart des éléments envisagés par les études antérieures. Les résultats résumés dans le tableau 1 montrent que toutes les sources d'information sont perçues comme utiles puisque seule l'analyse technique obtient une note (très légèrement) inférieure à 3. Il ne faudrait pas, pour autant, en conclure que le processus de décision des professionnels est fondé sur la confrontation de multiples analyses, une informati-

Tableau 1: L'utilité des diverses sources d'information

Sources d'information	Utilité moyenne			
	Ensemble	Analystes financiers	Gestion. de fortunes	t Student
Contacts personnels avec l'entreprise	4.72	4.81	4.67	1.48
Rapports annuels	4.56	4.81	4.48	3.27***
Rapports intérimaires	4.19	4.46	4.14	2.24**
Visites de l'entreprise	4.12	4.19	4.10	0.56
Communiqués de l'entreprise	4.00	4.15	3.94	1.53
Analyses d'agences de "rating"	3.52	3.34	3.67	-1.77*
Articles de presse	3.42	3.43	3.49	-0.38
Analyse technique	2.97	2.71	3.12	1.91*
Moyenne	3.94	3.99	3.95	

Légende:

Echelle d'utilité : 1 = pas du tout utile 5 = très utile

***: différence significative au seuil 0.01

** : différence significative au seuil 0.05

*: différence significative au seuil 0.1

on jugée "utile" pouvant fort bien ne pas être utilisée en pratique. Si l'on s'intéresse au classement, on constate que les contacts personnels avec l'entreprise constituent la première source d'information des analystes financiers et gestionnaires de fortunes. Viennent ensuite le rapport annuel et les rapports intérimaires. Des résultats semblables ont été obtenus par CHANG, MOST et BRAIN (1983) et VERGOOSSEN (1993) dans d'autres pays. La dernière place occupée par l'analyse technique semble indiquer qu'une fraction importante des professionnels de l'investissement croient à l'efficacité des marchés, du moins sous sa forme faible. ARNOLD et MOIZER (1984) ainsi que PIKE, MEERJANSSEN et CHADWICK (1993) avaient déjà constaté que l'analyse technique était l'une des techniques d'évaluation jugées les moins utiles par les analystes britanniques[1].

Comme le note MARSTON (1992), l'importance prise par les informations non publiques (contacts personnels, réunions réservées aux analystes financiers, visites d'entreprises) n'est pas sans poser problème quant au respect du principe d'égalité des actionnaires, les investisseurs individuels n'ayant pas accès à ces sources d'information privilégiées. La comparaison des réponses des analystes financiers et des gestionnaires de fortunes révèle peu de différences. L'ordre est quasiment le même dans les deux groupes. On constate cependant que les analystes financiers utilisent davantage les rapports annuels et intérimaires. Il apparaît aussi, dans une moindre mesure, que les gestionnaires de fortunes accordent un peu plus de crédit à l'analyse technique et aux agences de notation.

5. L'utilité des diverses rubriques du rapport annuel

La seconde partie du questionnaire visait à déterminer quelles parties du rapport annuel les investisseurs professionnels jugent les plus utiles. L'examen des documents émis par un échantillon de sociétés européennes a permis de dresser une liste de rubriques que l'on rencontre fréquemment dans le rap-

port annuel. Les personnes interrogées devaient indiquer l'utilité de chacune d'elles sur une échelle de 1 à 5.

Le tableau 2 récapitule les résultats obtenus. On constate que les documents les plus utiles sont les états financiers consolidés (compte de résultat, bilan, annexe et tableau de financement). Arrivent ensuite le rapport de gestion par branche d'activité et un tableau pluri-annuel de chiffres-clés. Les études antérieures (CHANG, MOST et BRAIN (1983), VERGOOSSEN (1993)) avaient aussi montré l'importance des documents comptables pour les analystes financiers.

Il convient de noter toutefois que les états financiers non consolidés (comptes de la société mère) figurent parmi les informations les moins utiles. Cette opposition entre les deux séries de comptes a déjà été constatée par VERGOOSSEN (1993) aux Pays-Bas. Parmi les informations les moins utiles, on trouve celles ayant trait à la protection de l'environnement ainsi que le rapport des réviseurs sur les comptes de la société mère. Le relatif désintérêt des répondants pour les données environnementales peut s'expliquer en partie par la modestie des sanctions économiques liées au non respect des dispositions de protection de la nature. Peut-être est-il dû aussi au fait que la comptabilité environnementale n'en est qu'à ses balbutiements.

Il est généralement admis que la conscience écologique est plus grande dans les pays d'Europe du nord (Scandinavie, Pays-Bas, Allemagne ...) que dans les pays latins (France, Italie, Espagne ...). La Suisse se trouvant à la charnière de ces deux cultures, nous avons testé si les professionnels germanophones (c'est-à-dire ceux ayant répondu sur le questionnaire en allemand[2]) attribuaient aux informations environnementales une plus grande utilité que leurs collègues francophones. Une légère différence a été constatée (utilité moyenne: 2,80 pour les germanophones et 2,66 pour les francophones) mais elle n'est pas statistiquement significative.

Le peu d'intérêt accordé au rapport des réviseurs sur les comptes de la société mère s'explique vraisemblablement en grande partie par le désintérêt dont

Tableau 2: L'utilité des diverses rubriques du rapport annuel

Rubriques du rapport annuel	Utilité moyenne			
	Ensemble	Analystes financiers	Gestion. de fortunes	t Student
Compte de résultat consolidé	4.75	4.91	4.67	3.11***
Bilan consolidé	4.71	4.80	4.64	1.60
Annexe aux comptes consolidés	4.64	4.81	4.51	2.99***
Tableau de financement consolidé	4.54	4.67	4.42	2.16**
Rapport de gestion par branche d'activité	4.30	4.51	4.24	2.23**
Tableau de chiffres-clés sur plusieurs années	4.14	4.07	4.19	-0.73
Rapport de gestion	3.77	3.91	3.75	0.92
Tableau de répartition de la valeur ajoutée	3.54	3.27	3.63	-2.09**
Rapport des réviseurs sur comptes consolidés	3.47	3.56	3.59	-0.14
Informations boursières (cours, volumes ...)	3.45	3.30	3.59	-1.42
Informations sur le personnel	3.12	3.17	3.06	0.64
Lettre du Président	2.91	2.79	3.06	-1.30
Compte de résultat non consolidé	2.81	2.33	3.06	-3.79****
Annexe aux comptes non consolidés	2.81	2.31	3.08	-4.12****
Bilan non consolidé	2.80	2.33	3.03	-3.61****
Informations sur protection environnement	2.74	2.75	2.68	0.44
Tableau de financement non consolidé	2.69	2.22	2.92	-3.71****
Rapport des réviseurs sur comptes non consolidés	2.38	2.06	2.61	-2.86****
Moyenne	3.53	3.43	3.60	

Légende:

Echelle d'utilité: 1 = pas du tout utile 5 = très utile

****: différence significative au seuil 0.001

***: différence significative au seuil 0.01

**: différence significative au seuil 0.05

*: différence significative au seuil 0.1

sont victimes les comptes non consolidés. Il faut le nuancer par le rang bien meilleur obtenu par le rapport relatif aux comptes de groupe. En outre, comme l'a constaté SOLTANI (1994), le rapport d'audit fonctionne essentiellement comme détecteur d'anomalies. Dans les sociétés cotées, qui constituent l'essentiel des entreprises auxquelles s'intéressent les analystes financiers et les gestionnaires de fortunes, le rapport d'audit ne comprend généralement pas de réserves car les éventuelles divergences entre les dirigeants et les réviseurs sont le plus souvent réglées avant la publication des comptes. Il ne faut donc pas s'étonner que le contenu informatif de ce document soit perçu comme faible.

L'analyse des réponses montre que la hiérarchie des rubriques du rapport annuel est quasiment la même dans les deux groupes. Les notes attribuées par les gestionnaires de fortunes apparaissent toutefois moins étendues. On constate en particulier que ce groupe fait une distinction beaucoup moins nette entre les comptes consolidés et ceux de la société mère. Les écarts de notation entre les deux groupes sont, à ce niveau, très significatifs, comme le montre le tableau 2.

Pensant que ce phénomène pouvait provenir d'une différence de formation entre la population des analystes financiers et celle des gérants de fortunes, nous avons comparé le niveau de formation comp-

Tableau 3: Comparaison du niveau de formation en comptabilité des analystes financiers et des gestionnaires de fortunes

Formation en comptabilité	Analystes financiers	Gestionnaires de fortunes
≤ 200 heures	18	38
> 200 heures	36	38

$$\chi^2 = 0.014$$

Seuil de signification : 0.91

table des deux groupes, mesuré par le nombre d'heures d'enseignement reçu (moins de 50 heures, de 50 à 200 heures, plus de 200 heures). Le nombre de personnes indiquant une formation inférieure à 50 heures étant faible (5 % des cas), deux catégories seulement ont finalement été retenues. Les résultats du test du Khi-deux figurent dans le tableau 3.

Bien que les 2/3 des analystes financiers, contre la moitié seulement des gestionnaires de fortunes, déclarent avoir reçu une formation en comptabilité supérieure à 200 heures, la différence entre les deux groupes n'apparaît pas statistiquement significative. Le plus grand intérêt des gestionnaires de fortunes pour les comptes non consolidés ne peut donc être attribué à une formation moins approfondie en comptabilité.

La hiérarchie des différentes parties du rapport annuel apparaît d'ailleurs totalement indépendante du niveau de connaissances en comptabilité[3]. Les investisseurs n'ayant pas bénéficié d'une formation comptable longue considèrent, comme leurs collègues plus informés, que les états financiers consolidés sont la partie la plus utile du rapport annuel. Tout au plus constate-t-on qu'ils sont moins intéressés par l'annexe aux comptes de groupe et le tableau de financement consolidé. Ils sont en revanche moins critiques à l'égard des états financiers non consolidés (annexe, tableau de financement, rapport des réviseurs sur les comptes de la société mère).

6. L'utilité des informations élémentaires

L'étape suivante a consisté à rechercher les informations élémentaires les plus utiles aux investisseurs professionnels. Pour cela, nous avons établi une liste d'informations susceptibles de figurer dans le rapport annuel et demandé aux personnes interrogées de bien vouloir noter l'utilité de chacune d'elles sur l'échelle habituelle.

Le rapport annuel contient des milliers d'informations élémentaires. Il n'était évidemment pas possible de demander aux personnes interrogées de les évaluer toutes. Une sélection était donc nécessaire, basée sur la pertinence supposée de chaque information pour le public visé. Afin de réduire la subjectivité inhérente à tout choix personnel, nous avons utilisé une référence externe, en l'occurrence les 4^{ème} et 7^{ème} directives de l'Union Européenne. Deux raisons ont motivé ce choix.

Il fallait en premier lieu une référence proche des personnes interrogées et des sociétés sur lesquelles elles travaillent. En l'absence de disposition légale ou de norme nationale réglementant de manière précise l'information financière, les textes de l'UE s'imposaient, même si la Suisse n'en est pas membre. Ce pays réalisant en effet 57% de ses exportations avec l'Union Européenne[4], on peut considérer que les entreprises helvétiques d'une certaine taille sont sensibles aux exigences européennes, comme semble l'indiquer le nombre important de sociétés suisses qui déclarent respecter les directives de l'UE (RAFFOURNIER (1995)).

Ces textes présentent un autre avantage: celui d'établir une hiérarchie entre les informations à divulguer. Ils font en effet une distinction entre des informations dont l'obligation de publication est laissée à l'initiative des Etats membres et celles qui doivent être publiées dans tous les cas. Un examen attentif des 4^{ème} et 7^{ème} directives européennes nous a permis de relever 30 informations élémentaires appartenant à cette dernière catégorie. On peut estimer qu'il s'agit d'informations jugées particulièrement importantes pour les utilisateurs des états financiers. Même si, pour l'Union Européenne, ceux-ci dépassent le cercle restreint des investis-

seurs professionnels, il est vraisemblable que la plupart de ces informations sont pertinentes pour les analystes financiers et gestionnaires de fortunes. La liste proposée se devait également d'être la plus exhaustive possible. Il fallait veiller à ce que ne soient pas omises certaines informations particulièrement pertinentes pour l'analyse financière. Nous avons donc passé en revue les recherches antérieures pour recenser les informations qu'elles ont utilisées et qui ne figuraient pas dans la liste initiale. Une liste complémentaire a ainsi été établie, comprenant 15 éléments. Faculté était en outre laissée aux répondants d'ajouter certaines informations qu'ils jugeaient indispensables. Très peu ont utilisé cette possibilité et les informations mentionnées étaient à chaque fois trop particulières pour représenter une demande générale. On peut donc considérer que la liste des 45 informations élémentaires est suffisamment complète pour refléter l'ensemble des informations nécessaires aux investisseurs professionnels. Les résultats obtenus figurent dans le tableau 4. On constate que les informations les plus utiles sont celles qui détaillent les performances par domaine d'activité et par zone géographique. Cinq des 6 premiers rangs sont en effet occupés par des ventilations de ce type. Plusieurs études antérieures ont mis en évidence l'intérêt des investisseurs pour les informations segmentées mais considérées isolément. On voit que cet intérêt demeure lorsqu'elles sont envisagées par rapport à d'autres éléments des états financiers. Arrivent ensuite les informations à orientation prévisionnelle (indications sur la stratégie de la société, son évolution prévisible, les investissements prévus). On notera qu'il s'agit d'informations essentiellement qualitatives; les prévisions quantifiées (chiffre d'affaires, résultat et cash-flow prévisionnels) étant reléguées beaucoup plus loin. Plusieurs répondants ont justifié ce relatif désintérêt à l'égard des chiffres prévisionnels par leur manque de fiabilité. Il semble que les investisseurs ne font pas confiance aux prévisions de la direction de l'entreprise et préfèrent se faire une opinion par eux-mêmes en fonction des grandes orientations avouées. EPSTEIN et PAVA (1993) ont aussi constaté une grande méfiance des actionnaires individuels à

l'égard des données fournies par l'entreprise. Certaines informations de nature strictement comptables sont également bien placées (des-cRIPTION des méthodes d'amortissement, d'évaluation et de consolidation utilisées, indications sur le traitement du "goodwill"), signe que les investisseurs professionnels sont assez bien informés de l'effet des choix comptables sur les performances des entreprises. On s'étonnera cependant du peu d'intérêt accordé aux réserves latentes[5] et à leur incidence sur le résultat. Ceci est vraisemblablement dû au fait que les professionnels interrogés se consacrent essentiellement à des entreprises de grande taille qui ont l'habitude de ne pas maintenir des réserves latentes dans leurs comptes consolidés.

Le tableau 4 montre également que la réglementation européenne ne répond pas entièrement aux besoins des investisseurs professionnels. On constate par exemple que 6 des 15 informations jugées les plus utiles ne figurent pas parmi celles rendues obligatoires par les 4ème et 7ème directives de l'UE. Le pourcentage est encore supérieur si on se limite aux 5 premières (3 sur 5). Ceci peut en partie s'expliquer par le fait que les normalisateurs de l'Union Européenne n'ont jamais, contrairement à leurs homologues américains, reconnu la primauté des investisseurs sur les autres catégories d'utilisateurs des états financiers. Pour les Européens, l'objectif des comptes annuels est de "donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ainsi que des résultats de la société" (4ème directive, art 2) et pas seulement de "fournir une information utile ... à la prise de décisions rationnelles en matière d'investissement, de crédit ou de sujets semblables" (FASB (1978), paragraphe 34).

Indépendamment de cela, il faut aussi reconnaître que certaines informations souhaitées par les analystes financiers (indications sur la stratégie de la société, parts de marché détenues, investissements prévus, état du carnet de commandes ...) pourraient être utilisées par la concurrence au détriment de l'entreprise. Il est donc difficilement envisageable, quel que soit l'organisme de normalisation, d'en exiger la divulgation. L'analyse des résultats selon

Tableau 4: L'utilité des informations élémentaires

Informations	Utilité moyenne			
	Ensemble	Analystes financiers	Gestion. de fortune	t Student
Ventilation du chiffre d'affaires par activité	4.62	4.78	4.51	2.45**
<u>Résultat par activité</u>	4.60	4.81	4.47	3.51***
<u>Indications sur la stratégie de la société</u>	4.60	4.76	4.45	3.06***
<u>Cash-flow par activité</u>	4.57	4.65	4.52	1.21
Ventilation du chiffre d'affaires par marché géographique	4.53	4.74	4.39	3.01***
<u>Parts de marchés de la société</u>	4.48	4.61	4.38	1.96*
Indications sur l'évolution prévisible de la société	4.46	4.67	4.31	2.92***
Description des méthodes d'amortissement utilisées	4.45	4.56	4.43	1.12
Description des méthodes d'évaluation utilisées	4.43	4.69	4.35	3.08***
Description des méthodes de consolidation utilisées	4.42	4.70	4.26	3.90***
<u>Investissements prévus</u>	4.42	4.52	4.36	1.26
Evénements importants survenus après la clôture	4.41	4.57	4.32	1.85*
Montant global des engagements financiers	4.39	4.62	4.25	2.63***
Indications sur le traitement du "goodwill" de consolidation	4.39	4.65	4.26	3.40***
<u>Etat du carnet de commandes</u>	4.39	4.45	4.33	0.97
Exposé sur évolution des affaires et situation société	4.33	4.49	4.24	1.88*
<u>Principaux actionnaires de la société</u>	4.29	4.43	4.23	1.56
<u>Incidence des réserves latentes sur le résultat de l'exercice</u>	4.28	4.54	4.15	3.06***
Nom et % de participation dans les sociétés consolidées par intégration globale	4.27	4.37	4.23	1.22
<u>Cash-flow prévisionnel</u>	4.26	4.53	4.10	2.88***
Indications sur activités de recherche-développement	4.26	4.28	4.25	0.23
<u>Résultat prévisionnel</u>	4.25	4.56	4.07	3.17***
<u>Résultat réalisé sur les marchés étrangers</u>	4.25	4.37	4.14	1.74*
<u>Importance des clients principaux</u>	4.23	4.31	4.17	0.99
Bases de conversion des postes en devises étrangères	4.22	4.48	4.09	2.89***
Nom des sociétés dans lesquelles l'entreprise détient plus de 20 % du capital	4.20	4.23	4.15	0.52
Nom et % de participation dans les sociétés consolidées par intégration proportionnell	4.18	4.35	4.13	1.79*
<u>Chiffre d'affaires prévisionnel</u>	4.17	4.43	4.01	3.13***
Nom et % de participation dans les sociétés mises en équivalence	4.17	4.30	4.13	1.26
<u>Montant des réserves latentes</u>	4.17	4.22	4.11	0.83
Nombre et valeur nominale des actions de la société	4.16	4.52	4.04	3.23***
<u>Pourcentage d'utilisation de la capacité de production</u>	4.14	4.23	4.08	1.11
Nombre et droits afférents aux bons de participation, obligations convertibles et titres similaires émis par la société	4.09	4.42	3.97	2.87***
Montant des amortissements cumulés	4.05	4.26	3.98	2.16**
Mouvements des postes de l'actif immobilisé	4.05	4.19	4.01	1.34
Montant dettes dont l'échéance est à plus de 5 ans	4.04	4.22	3.91	2.23**
Nombre et valeur nominale des actions souscrites dans l'année	4.01	4.53	3.78	4.91***
Nom et % de participation dans les sociétés exclues de la consolidation	4.00	4.29	3.85	2.76***
Incidences de considérations fiscales sur le résultat de l'exercice	3.98	4.26	3.81	3.28***
Mouvements des amortissements cumulés	3.93	4.09	3.87	1.54
Montant des impôts différés	3.92	4.11	3.79	2.23**
Montant des engagements en matière de pensions	3.88	3.98	3.87	0.66
Montant des dettes couvertes par des hypothèques	3.76	3.94	3.67	1.78*
Effectif du personnel	3.52	3.65	3.47	1.07
Montant des rémunérations, avances et crédits accordés aux administrateurs	3.31	3.25	3.44	-0.97
Moyenne	4.15	4.34	4.06	

Légende:

Informations soulignées: informations non requises par les directives de l'Union Européenne Echelle d'utilité: 1 = pas du tout utile 5 = très utile

****: différence significative au seuil 0.001

***: différence significative au seuil 0.01

**: différence significative au seuil 0.05

*: différence significative au seuil 0.1

l'activité professionnelle des répondants ne montre pas de différences fondamentales dans la hiérarchie des informations élémentaires. On constate toutefois qu'à une exception près, la note attribuée par les analystes financiers est supérieure à celle des gestionnaires de fortunes. Des différences de notation significatives apparaissent pour de nombreuses informations. Leur diversité ne permet cependant pas de dégager des oppositions très nettes entre les deux groupes. La hiérarchie n'est pas davantage dépendante du niveau de formation comptable[7]. Tous les investisseurs attribuent aux informations segmentées et stratégiques l'utilité maximale. Ceux ayant une connaissance plus approfondie de la comptabilité accordent une importance particulière à la ventilation du chiffre d'affaires par domaine d'activité et par zone géographique, à l'existence de réserves latentes et à l'incidence de la fiscalité sur le résultat.

7. L'utilité du respect des normes comptables

La législation suisse est très libérale en matière d'établissement et de présentation des comptes. Les grandes entreprises ont compris que leur visibilité auprès des marchés financiers imposait de dépasser les obligations légales et de se conformer aux principes comptables généralement admis à l'étranger. C'est pourquoi la plupart des sociétés cotées indiquent suivre les recommandations d'organisme de normalisation (IASC le plus souvent). Nous avons donc demandé aux analystes

financiers et gestionnaires de fortunes comment ils percevaient cette tendance.

Les résultats (tableau 5) montrent que les investisseurs professionnels attachent une grande importance au respect des normes comptables (utilité moyenne = 4.64) et que les analystes financiers y sont encore plus sensibles que les gestionnaires de fortunes. Ce résultat est à rapprocher de l'étude de BHUSHAN et LESSARD (1992) qui montre que 60 % des gestionnaires de fonds de placement américains considèrent qu'un renforcement de l'harmonisation comptable internationale aurait un effet important sur leur travail. On pouvait également penser que cet attachement aux normes dépendait du niveau de formation comptable, les personnes les plus expertes en comptabilité y étant plus sensibles que les autres. Les résultats des tests ne valident que partiellement cette hypothèse car si l'intérêt s'accroît bien avec le niveau de formation comptable, la relation n'est significative qu'au seuil de 10 % seulement.

Les entreprises suisses qui désirent se conformer à des normes comptables reconnues ont quatre références à leur disposition: les normes de l'IASC, celles du FASB, les 4ème et 7ème directives de l'Union Européenne et les recommandations de l'organisme national de normalisation, la FER[8]. Nous avons demandé aux répondants de classer ces organismes par ordre d'importance en fonction de l'intérêt qu'ils accordent à leurs normes (tableau 6). L'IASC arrive nettement en première position, suivi à égalité par le FASB et les directives de

Tableau 5: Utilité du respect des normes comptables

Utilité	Influence de l'activité profess.			Influence de la formation comptable		
	analystes financiers	gestion. de fortunes	t Student	formation ≤ 200 h.	formation > 200 h.	t Student
4.64	4.78	4.56	2.00**	4.49	4.70	- 1.91*

Légende:

Echelle d'utilité: 1 = pas du tout utile 5 = très utile

** : Significatif au seuil 0.05

* : Significatif au seuil 0.1

Tableau 6: Classement des organismes de normalisation

Organisme	Rang moyen		
	Ensemble	Formation ≤ 200 h.	Formation > 200 h.
IASC	1.5	1.6	1.5
FASB (USA)	2.5	2.4	2.5
Union Européenne	2.5	2.4	2.5
FER (Suisse)	3.4	3.4	3.3

Légende: 1 = le plus important 4 = le moins important

l'Union Européenne. La FER est largement distancée. Ce classement est vraisemblablement fonction du degré de précision des normes; celles de l'IASC et du FASB pouvant être perçues comme plus utiles parce que beaucoup plus détaillées que les directives européennes ou les recommandations de la FER. On peut aussi y voir le signe que, pour les investisseurs professionnels, la normalisation comptable ne peut être envisagée dans un cadre strictement national, ni peut-être même continental, et qu'il faut au contraire s'acheminer vers une harmonisation au niveau mondial, comme l'IASC tente de le faire. Quoiqu'il en soit, on constate que le classement obtenu est totalement insensible au niveau de formation comptable des personnes interrogées.

8. Conclusion et limites de l'étude

L'enquête effectuée auprès d'un échantillon représentatif d'analystes financiers et de gestionnaires de fortunes suisses permet de dégager les conclusions suivantes:

- Les deux principales sources d'information de ces investisseurs sont les contacts personnels et le rapport annuel de l'entreprise.
- Les états financiers consolidés constituent, à leurs yeux, la partie la plus utile de ce rapport.
- Les informations les plus demandées sont les données segmentées par activité et par zone géographique ainsi que les informations pros-

pectives de type qualitatif.

- Les investisseurs professionnels accordent une grande importance au respect des normes comptables, en particulier celles de l'IASC.
- Enfin, ces résultats sont peu sensibles à l'activité principale exercée (analyse financière ou gestion de fortunes) ainsi qu'au niveau de formation comptable des répondants.

La généralisation de ces observations doit être empreinte de la plus grande prudence en raison des limites méthodologiques de ce type d'études (DHALIWAL (1980), COURTIS (1992)).

La méthodologie suppose en particulier que les personnes interrogées ont un haut degré de connaissance de leur processus de décision en matière d'investissement; hypothèse qui reste à démontrer. Les analystes financiers et gestionnaires de fortunes sont en outre supposés constituer des groupes homogènes quant à leurs besoins d'information. Certaines recherches, notamment celle de BRETON, TAFFLER et CUCUMEL (1994) infirment cette hypothèse, même si, comme le note COURTIS (1992) à partir de l'examen de l'ensemble des études réalisées sur ce sujet, la variabilité des réponses des analystes financiers est moins grande que celle d'autres groupes d'utilisateurs.

Les besoins d'information sont également supposés identiques pour toutes les entreprises. Or, il est évident que les caractéristiques de chaque firme induisent des besoins particuliers. Ainsi, la connaissance de données segmentées par branche d'activité est vraisemblablement plus utile pour une société très diversifiée que pour une autre qui réalise 90 % de son chiffre d'affaires dans un seul segment.

Demander aux répondants d'évaluer l'utilité d'informations élémentaires séparées revient aussi à considérer que cette utilité est la même, quelles que soient les autres informations disponibles. Cette hypothèse est difficilement acceptable car il est probable que certaines informations peuvent partiellement se substituer à d'autres. Ainsi, la non-divulgaration des mouvements des amortissements cumulés est moins grave si l'entreprise indique le montant de ceux-ci à la clôture de l'exercice que si

elle se contente de faire figurer le montant net des immobilisations.

Même s'il est généralement admis que la réglementation comptable doit s'appuyer sur l'analyse des besoins d'information des utilisateurs des documents financiers, cette recherche ne saurait, à elle seule, orienter une politique de normalisation en raison des limites inhérentes à ce type d'études.

Rappelons, en premier lieu, que les investisseurs ne constituent qu'une catégorie d'utilisateurs des états financiers. L'hypothèse selon laquelle leurs besoins d'information recouperaient en grande partie ceux des autres utilisateurs est une commodité utile pour la normalisation mais qui n'est pas véritablement établie scientifiquement. On ne peut pas non plus prétendre que les analystes financiers et gestionnaires de fortunes sont représentatifs de l'ensemble des investisseurs car il est probable que la plupart des actionnaires individuels n'ont pas la même expérience ni la même formation qu'eux et qu'ils ne bénéficient pas non plus des mêmes sources d'information. Enfin, cette recherche, qui ne s'intéresse qu'à l'utilité de l'information, ne prend pas en compte ses coûts de production et de publication. Or, il est évident que certaines informations plébiscitées par les analystes financiers auraient un coût de divulgation particulièrement élevé car elles pourraient être utilisées par la concurrence au détriment de l'entreprise (indications sur la stratégie de l'entreprise, son carnet de commandes, l'utilisation de sa capacité de production...). Toute normalisation devrait bien évidemment prendre en compte simultanément les coûts et les avantages afférents à la publication de ces informations.

Notes

- [1] Dans ces deux études, l'analyse technique était classée après le PER ou Price Cash-Flow Ratio, l'actif net par action, le modèle de croissance des dividendes, les cash-flows actualisés et juste avant le coefficient bêta.
- [2] Bien qu'on ne puisse pas totalement éliminer l'hypothèse qu'un alémanique ait utilisé le questionnaire français ou un romand le questionnaire allemand, nous avons fait l'hypothèse que chacun avait répondu au questionnaire rédigé dans sa langue maternelle.
- [3] Les résultats ne sont pas reproduits ici mais peuvent être obtenus sur demande.
- [4] Source : Union de Banques Suisses, La Suisse en chiffres, édition 1994.
- [5] La constitution de réserves latentes, grâce à une sous-évaluation volontaire des actifs ou à une majoration des provisions, est une pratique courante en Suisse. Ce comportement y est parfaitement légal puisque l'article 669 du Code des Obligations autorise la création de telles réserves "... dans la mesure où elles sont justifiées pour assurer d'une manière durable la prospérité de l'entreprise ou la répartition d'un dividende aussi constant que possible compte tenu des intérêts des actionnaires".
- [6] A l'appui de cette hypothèse, signalons que la majorité des sociétés suisses cotées disent respecter les normes de l'IASC pour la préparation de leurs comptes consolidés. La constitution de réserves latentes étant interdite par l'IAS 1, leurs comptes de groupe ne devraient pas comporter de réserves occultes.
- [7] Les résultats détaillés peuvent être obtenus sur demande.
- [8] La FER (Fachkommission für Empfehlungen zur Rechnungslegung) a été créée en 1984 par la Chambre Fiduciaire, organisme regroupant les experts-comptables diplômés de Suisse, sur le modèle du FASB américain. Elle comprend notamment des experts-comptables, des représentants d'entreprises et des professeurs d'universités. Son objectif est d'établir un cadre de référence aux pratiques comptables. A ce jour, 11 recommandations ont été publiées. Ces textes, beaucoup moins détaillés et contraignants que les normes de l'IASC, n'ont aucune portée légale.

Bibliographie

ANDERSON, R. (1981): "The Usefulness of Accounting and Other Information Disclosed in Corporate Annual Reports to Institutional Investors in Australia", *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 259-265.

- ARNOLD, J. et P. MOIZER (1984): "A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares", *Accounting and Business Research*, Summer, pp. 195-207.
- ARNOLD, J., P. MOIZER et E. NOREEN (1984): "Investment Appraisal Methods of Financial Analysts: A Comparative Study of U.S. and U.K. Practices", *The International Journal of Accounting* 2, nr. 1, pp. 1-18.
- BAKER, H. K. et J. A. HASLEM (1973): "Information Needs of Individual Investors", *The Journal of Accountancy*, November, pp. 64-69.
- BHUSHAN, R. et D. R. LESSARD (1992): "Coping with International Accounting Diversity: Fund Managers' Views on Disclosure, Reconciliation, and Harmonization", *Journal of International Financial Management and Accounting* 4, nr. 2, pp. 149-164.
- BRETON, G., R. J. TAFFLER et G. CUCUMEL (1994): "The consistency in the Use of Accounting Information by Investment Analysts", papier présenté au 17ème congrès de l'European Accounting Association, Venise, p. 32.
- BUZBY, S. L. (1974): "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports", *The Accounting Review* 49, nr. 3, pp. 423-435.
- BUZBY, S. L. (1975): "Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure", *Journal of Accounting Research* 13, nr. 1, pp. 16-37.
- BUZBY, S. L. et H. FALK (1978): "A Survey of the Interest in Social Responsibility Information by Mutual Funds", *Accounting, Organizations and Society* 3, nr. 3, pp. 191-201.
- CHANDRA, G. (1974): "A Study of the Consensus on Disclosure Among Public Accountants and Security Analysts", *The Accounting Review* 49, nr. 4, pp. 733-742.
- CHANG, L. S., K. S. MOST et C. W. BRAIN (1983): "The Utility of Annual Reports: An International Study", *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, pp. 63-84.
- CHOW, C. et A. WONG-BOREN (1987): "Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review* 62, nr. 3, pp. 533-541.
- COURTIS, J. K. (1992): "The Reliability of Perception-Based Annual Report Disclosure Studies", *Accounting and Business Research* 23, nr. 89, pp. 31-43.
- DHALIWAL, D. S. (1980): "Improving the Quality of Corporate Financial Disclosure", *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 385-391.
- EPSTEIN, M. J. (1975): *The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders*, Los Angeles: California State University.
- EPSTEIN, M. J. et R. H. ANDERSON (1994): "The Usefulness of Annual Reports to Corporate Shareholders in the United States of America and Australia", papier présenté au 17ème congrès de l'European Accounting Association, Venise, 24 p.
- EPSTEIN, M. J. et M. FREEDMAN (1994): "Social Disclosure and the Individual Investor", *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 7, nr. 4, pp. 47-72.
- EPSTEIN, M. J. et M. L. PAVA (1993): *The Shareholder's Use of Corporate Annual Reports*, Greenwich, Connecticut: JAI Press, p. 189.
- FASB (1978): SFAC 1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, FASB.
- FIRTH, M. (1979): "The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports", *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 273-280.
- HINES, R. D. (1982): "The Usefulness of Annual Reports: the Anomaly between the Efficient Market Hypothesis and Shareholder Surveys", *Accounting and Business Research* 12, nr. 48, pp. 296-309.
- IASC (1989): *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, London: IASC.
- JOHNSON, D. A. et K. PANY (1984): "Forecasts, Auditor Review, and Bank Loan Decision", *Journal of Accounting Research* 22, nr. 2, pp. 731-743.
- LEE, T. A. et D. P. TWEEDIE (1975): "Accounting Information: An Investigation of Private Shareholder Usage", *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 280-291.
- LIBBY, R. (1979): "Bankers' and Auditors' Perceptions of the Message Communicated by the Audit Report", *Journal of Accounting Research* 17, supplement, pp. 35-57.
- MARSTON, C. L. (1992): "Communications between companies and investment analysts", papier présenté au 15ème congrès de l'European Accounting Association, Madrid, p. 24.
- PIKE, R., J. MEERJANSSEN et L. CHADWICK (1993): "The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany", *Accounting and Business Research* 23, nr. 92, pp. 489-499.
- RAFFOURNIER, B. (1995): *Les comptes consolidés. Normes et pratiques suisses et internationales*, Genève: Georg.
- ROCKNESS, J. et P. F. WILLIAMS (1988): "A Descriptive study of Social Accounting Responsibility Mutual Funds", *Accounting, Organizations and Society* 13, nr. 4, pp. 397-411.
- SINGHVI, S. et H. DESAI (1971): "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review* 46, pp. 129-138.
- SOLTANI, B. (1994): "Opinion of Bankers and Financial Analysts on Information Contents of Accounting and Audit Reports", papier présenté au 17ème congrès de l'European Accounting Association, Venise, p. 20.
- VERGOOSSEN, R. G. A. (1993): "The use and perceived importance of annual reports by investment analysts in the Netherlands", *The European Accounting Review* 2, nr. 2, pp. 219-244.