



UNIVERSITE SULTAN MOULAY SLIMANE
FACULTE POLYDISCIPLINAIRE
BENI-MELLAL



CENTRE D'ETUDES DOCTORALES
« SCIENCES PLURIDISCIPLINAIRES »

THESE DE DOCTORAT

Présentée à la Faculté Polydisciplinaire de Béni-Mellal
pour l'obtention de grade

DOCTEUR

Spécialité : Sciences de gestion

SUJET

La qualité de la communication financière et la prise de décision : le cas des investisseurs institutionnels au Maroc

Présentée par
Imane JABRANE

Soutenue le 17/03/2023, devant le jury composé de :

Président / Rapporteur	: BAAKIL Driss	PES	Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales, Casablanca Ain Sebaâ
Rapporteur	: El Mostafa FTOUH	PH	Faculté Polydisciplinaire, Béni Mellal
Rapporteur	: Abderrahman CHOUHBI	PH	Faculté Polydisciplinaire, Khouribga
Examineur	: BAKHAT Mohcine	PH	Faculté d'Economie et de Gestion, Béni Mellal
Examineur	: Mohamed SABRI	PH	Faculté d'Economie et de Gestion, Béni Mellal
Co-directeur	: Issam IZZA	PH	Faculté Polydisciplinaire, Khouribga
Directeur	: Toufik MAJDI	PES	Faculté Polydisciplinaire, Khouribga

Année Universitaire : 2022-2023

RESUME :

Cette thèse étudie l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels. C'est une recherche qui s'inscrit dans le cadre des travaux qui étudient la communication financière comme un outil de base et un axe stratégique, ayant pour objectif d'interagir avec les parties prenantes des entreprises.

Nous avons choisi de spécifier la prise de décision d'investissement aux investisseurs institutionnels grâce au poids qu'ils occupent actuellement sur les marchés financiers. Ainsi, le choix des investisseurs institutionnels était fait également sur la base de la relation qui les lie à la communication financière, vu qu'ils s'influencent mutuellement. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent être exigeants et intervenir au sein de l'entreprise dans laquelle ils veulent investir, en leur imposant une meilleure qualité de la communication financière. Cette dernière à son tour, peut avoir un impact sur la décision d'investissement des investisseurs institutionnels, vu que c'est la première source d'informations dont disposent les investisseurs institutionnels pour se statuer sur une entreprise donnée.

A cet effet, nous avons étudié la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels à travers la qualité de la communication financière, qui est mesurée par un ensemble de déterminants. Pour ce faire, une enquête prospective a été menée sur le terrain et dont les résultats qualitatifs et quantitatifs s'avèrent prometteurs.

Mots-clés : Qualité, communication financière, investisseurs institutionnels, prise de décision, marché financier.

N° d'ordre 08./2023

Discipline : Sciences de Gestion

SUJET OU TITRE : La qualité de la communication financière et la prise de décision : le cas des investisseurs institutionnels au Maroc

Nom : Imane JABRANE

Remerciements

Nous rendons grâce à ALLAH Seigneur des Mondes et Prions sur Son noble Prophète Muhammad (PSL).

Cette thèse est le fruit des années de travail, je remercie toutes les personnes avec qui j'ai partagé cette période. Aujourd'hui, je suis consciente de l'exceptionnelle qualité de l'encadrement et de la richesse de l'environnement dont j'ai bénéficié. C'est pourquoi il est important pour moi de devoir exprimer mes sincères remerciements à toutes ces personnes qui m'ont aidé à soutenir cette thèse, que ce soutien soit de nature professionnelle ou amicale, qu'il soit régulier ou occasionnel, parfois sans même s'en rendre compte.

Je souhaite adresser mes sincères remerciements en premier lieu à mon directeur de thèse **M. MAJDI Toufik**, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant d'encadrer ce travail doctoral, et pour ses multiples conseils et recommandations. J'aimerais également lui présenter ma gratitude et mon respect pour son professionnalisme et sa disponibilité. Je tiens également à avouer qu'il m'était un exemple à suivre, grâce à ses qualités humaines d'écoute, de compréhension et d'engagement tout au long de ce travail.

J'adresse également ma profonde gratitude à mon Co-encadrant **M. IZZA Issam** pour ses conseils, son engagement ainsi que son soutien pour l'aboutissement de ce travail de recherche.

Je remercie aussi chaleureusement ma famille pour leurs encouragements, leur soutien moral et financier qui m'ont permis d'élaborer cette thèse dans de bonnes conditions, et de m'avoir insufflé le goût d'apprendre et le désir continu d'en savoir plus, avec amour !

Un grand merci aux membres du jury. Je remercie le président du jury, les rapporteurs qui m'ont fait l'honneur d'avoir accepté d'évaluer ce travail. Je tiens également à remercier les professeurs d'avoir accepté d'examiner ma thèse.

Enfin, je tiens à exprimer ma sincère gratitude à ceux qui ont contribué de près ou de loin à l'élaboration de cette thèse de doctorat.

A mon père JABRANE Abdelaziz

A ma mère,

A mon frère,

A mon mari,

A mes enfants YAHYA et ADAM

Résumé

Cette thèse étudie l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels. C'est une recherche qui s'inscrit dans le cadre des travaux qui étudient la communication financière comme un outil de base et un axe stratégique, ayant a pour objectif d'interagir avec les parties prenantes des entreprises.

Nous avons choisi de spécifier la prise de décision d'investissement aux investisseurs institutionnels grâce au poids qu'ils occupent actuellement sur les marchés financiers. Ainsi, le choix des investisseurs institutionnels était fait également sur la base de la relation qui les lie à la communication financière, vu qu'ils s'influencent mutuellement. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent être exigeants et intervenir au sein de l'entreprise dans laquelle ils veulent investir, en leur imposant une meilleure qualité de la communication financière. Cette dernière à son tour, peut avoir un impact sur la décision d'investissement des investisseurs institutionnels, vu que c'est la première source d'information dont disposent les investisseurs institutionnels pour se statuer sur une entreprise donnée.

A cet effet, nous avons étudié la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels à travers la qualité de la communication financière, qui est mesurée par un ensemble de déterminants. Pour ce faire, une enquête prospective a été menée sur le terrain et dont les résultats qualitatifs et quantitatifs s'avèrent prometteurs.

Mots-clés : Qualité, communication financière, investisseurs institutionnels, prise de décision, marché financier.

Abstract

This thesis studies the impact of the financial communication's quality on the investment decision-making by institutional investors. This research is a part of the work that studies financial communication as a basic tool and a strategic axis, with the objective of interacting with business stakeholders.

We have chosen to specify investment decision-making to institutional investors thanks to the weight they currently occupy in the financial markets. Thus, the choice of institutional investors was also made on the basis of the relationship that binds them to financial communication, since they influence each other. Indeed, institutional investors can be demanding and intervene within the company in which they want to invest, by imposing on them a better quality of financial communication. The latter, in turn, can have an impact on the investment decision of institutional investors, since it is the first source of information available to institutional investors to decide on a given company.

To this end, we studied the investment decision-making of institutional investors through the quality of financial communication, which is measured by a set of determinants. To do so, a questionnaire was developed and yielded promising results.

Keywords: Quality, financial communication, institutional investors, decision making, financial market.

SOMMAIRE

Introduction générale

PARTIE I : Carte théorique de la qualité de la communication financière comme un outil stratégique du processus décisionnel des investisseurs institutionnels

Chapitre I : La qualité de la communication financière et la prise de décision : Cadre théorique pour une image fidèle de l'entreprise

Section 1 : Communication financière genèse, concepts et enjeux

Section 2 : Qualité de la communication financière

Section 3 : La communication financière au Maroc

Chapitre II : Le processus décisionnel des investisseurs institutionnels au cœur du projet de l'investissement

Section 1 : les investisseurs institutionnels : une victoire dans les marchés financiers

Section 2 : Décision d'investissement : une réflexion stratégique

Section 3 : Le marché financier marocain

Chapitre III : La communication financière au cœur du processus décisionnel dans le contexte marocain et présentation d'un modèle conceptuel de recherche

Section 1 : Analyse du lien entre la communication financière et la prise de décision dans contexte marocain

Section 2 : Déterminants de la qualité de la communication financière des entreprises marocaines pour la prise de décision d'investissement

PARTIE II : Etude empirique du lien entre la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels

Chapitre IV : Cadre méthodologique de la recherche

Section 1 : Positionnement épistémologique-méthodologique de la recherche

Section 2 : Méthode d'investigation

Chapitre V : Modèle empirique de l'impact de qualité de la communication financière sur le processus décisionnel

1. Construction et validation des déterminants de la qualité de communication financière
2. Construction et validation des déterminants de la prise de décision
3. La communication financière au Maroc face au Coronavirus

Chapitre VI : La qualité de la communication financière pour les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement

1. La qualité de la communication financière dans la prise de décision d'investissement
2. Définition et mesures des variables
3. Développement d'hypothèses

Conclusion générale

Introduction générale

Le choix de notre sujet de thèse intitulé : « la qualité de la communication financière et la prise de décision : le cas des investisseurs institutionnels au Maroc » est motivé par trois facteurs : Premièrement, la communication financière se veut un sujet d'actualité et dont l'importance est mise en exergue à l'avènement de chaque crise, notamment la crise sanitaire du Covid-19 qui est venue montrer que la communication financière peut assurer un équilibre dans les milieux financiers. Deuxièmement, la réglementation marocaine ne cesse d'actualiser les textes et les lois régissant les publications, particulièrement les communications financières, afin de protéger l'épargne publique, il s'agit principalement de l'article 15 de la Loi n°44-12¹, et les articles 2.19 2.27 de la circulaire de l'AMMC n°03/19². Troisièmement, la prise en conscience des sociétés du rôle stratégique de la communication financière, en tant que moyen d'attraction des investisseurs, et plus précisément les investisseurs institutionnels.

En effet, les marchés financiers ont connu durant les dernières décennies d'énormes turbulences à l'instar de la succession de nombreux événements, en l'occurrence les crises financières et économiques, les scandales financiers et la multitude des affaires de fraudes, ce qui a émergé l'importance de la communication financière vu qu'elle était, entre autres, à l'origine de la majorité de ces événements. De ces événements sont nées de nouvelles réglementations et préoccupations mettant en avant le principe de la communication financière (Aouina (2019), Libaert (2018), Souleymanou & Hikkerova (2018) Léger (2008)).

Faisant face à une cible de plus en plus avertie et méfiante, les entreprises prennent conscience de l'ampleur que peut avoir ce concept vis-à-vis de leurs parties prenantes ; notamment les investisseurs qui deviennent de plus en plus exigeants en matière du contenu de la communication financière.

A cet effet, les attentes et les exigences des parties prenantes des entreprises commencent à s'imposer, et les dirigeants des entreprises se préoccupent davantage de la communication financière comme un outil d'attraction des investisseurs.

¹ Il s'agit de la Loi relative à l'appel public à l'épargne et aux informations exigées des personnes morales et organismes faisant appel public à l'épargne,

² Circulaire de l'AMMC du 20 Février 2019 relative aux opérations et aux informations financières.

Par ailleurs, la communication financière n'est plus considérée comme une corvée annuelle qui répond à l'obligation réglementaire, elle est aujourd'hui un pilier stratégique autour duquel tourne la stratégie générale de l'entreprise. Dans ce même sens, Coutton (2008) affirme que la communication financière s'est mise comme objectif d'habiller l'information financière, dans un but d'influencer favorablement l'opinion des investisseurs.

Ces changements radicaux qu'a connu la fonction de la communication financière dans son objectif même est dû à la croissance accrue de la concurrence dans les milieux financiers entre les sociétés, afin de satisfaire leurs besoins en financement.

Biraud et Le Fur (1999) ont confirmé ces énoncés, et ont soutenu l'idée selon laquelle la communication financière de l'entreprise et ses parties prenantes (notamment les analystes financiers) ont tendance à s'orienter vers une stratégie de communication financière, plutôt que vers une analyse chiffrée.

Effectivement, l'évolution du concept de la communication financière au fil des années a impliqué la succession de ses définitions, qui se complétaient, afin de mieux la cerner. Depuis les premiers travaux traitant le sujet de la communication financière, plusieurs dimensions ont été intégrées dans sa définition, et la dimension légale en était la première. Watzlawick et al (1972), ont associé la définition de la communication financière à l'aspect juridique et réglementaire, vu qu'elle est la réponse à la réglementation, et rajoutent sa distinction de l'information financière, puisque cette dernière représente selon les auteurs sa matière première.

Plus récemment, Chekkar (2012) propose une définition de la communication financière comme étant un système d'interaction qui rassemble simultanément la communication fonctionnelle et la communication relationnelle, dans un but de satisfaire les besoins des parties prenantes, tout en valorisant l'image de l'entreprise.

A cet effet, l'étude de la qualité de la communication financière suscite l'intérêt de nombreux chercheurs, afin de cerner les déterminants qui délimitent sa qualité, et qui font la différence d'une entreprise à une autre.

Ainsi, étant donné que la communication financière intéresse les investisseurs d'une manière générale et les investisseurs institutionnels plus précisément, les études ont approuvé qu'elle peut influencer leurs avis. C'est la raison pour laquelle ils sollicitent que la communication financière de l'entreprise dans laquelle ils veulent investir doit être riche en informations, et convaincante afin de l'utiliser comme outil de prise de décision.

A ce sujet, Boone et White (2015) affirment que les investisseurs institutionnels, en particulier, s'attendent à un maximum d'informations dans la communication financière des entreprises, car ils ne font pas partie de leurs activités commerciales.

Effectivement, les investisseurs institutionnels justifient leurs exigences en matière de communication financière du fait qu'ils procèdent à l'une des plus importantes et les plus difficiles des décisions, à savoir l'investissement.

Afin de prendre la bonne décision qui implique un minimum de risque, les investisseurs institutionnels sollicitent une communication financière qui retrace l'historique de l'entreprise, qui explique sa situation financière actuelle et qui éclaircit ses projections et ses perspectives.

En effet, la communication financière s'est vue ces dernières décennies comme le socle de la stratégie générale des entreprises. Au Maroc, comme partout dans le monde d'ailleurs, le marché financier est caractérisé par une tendance méfiante généralisée, à cause des nombreuses fraudes internationales. De ce fait, l'attention est focalisée sur les communications financières divulguées, dans une perspective optimale de la protection de l'épargne publique (Chemlal 2015). En effet, nous osons dire que les investisseurs institutionnels au Maroc, dont la fonction principale est de réinvestir l'épargne publique dans le marché financier, sont les agents les plus exigeants en matière de communication financière. Ceci dit, ces institutionnels ont tendance à faire plus confiance aux entreprises dont la stratégie de communication financière est claire et explicite.

Cette thèse a pour objectif d'étudier l'impact que peut avoir la qualité de la communication financière sur la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels, et d'apporter un éclairage supplémentaire sur la relation entre la communication financière et la prise de décision.

De là, nous soulevons la problématique générale de notre recherche que nous pouvons reformuler ainsi : « Quel est l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc ? ».

Cette problématique laisse apparaître un rapport de causalité entre une variable dépendante et une autre indépendante. En effet, la qualité de la communication financière constitue notre variable indépendante, et la prise de décision représente la variable dépendante. Ainsi, cette relation est matérialisée par le terme « impact », c'est-à-dire l'effet de la qualité de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels.

C'est à partir de ces constats que notre travail tentera de répondre aux questions suivantes :

- Quels sont les déterminants de la qualité de la communication financière ?
- Sur quoi repose le processus de prise de décision d'investissement ?
- Les investisseurs institutionnels se fient-ils à la communication financière pour se statuer sur une entreprise donnée ?
- Quels sont les besoins des investisseurs institutionnels en matière informationnels ?

Les questions précitées nous conduisent à formuler nos hypothèses de recherche que nous essayerons de confirmer ou d'infirmer au cours de notre recherche. Ces hypothèses se subdivisent en trois catégories : la première catégorie (comporte cinq hypothèses de H1 à H5) a pour but de cerner les déterminants qui conditionnent la qualité de la communication financière. La seconde catégorie (contient trois hypothèses : de H6 à H8) tend à expliquer les facteurs qui influencent le processus de prise de décision, et d'en tirer justement ceux en relation avec la communication financière. La troisième catégorie des hypothèses quant à elle essaie de tirer la conclusion sur la relation entre la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels (H9 à H10).

H1 : La volonté du Top Management de l'entreprise influe positivement sur l'offre de la communication.

H2 : La structure de l'actionnariat agit sur la qualité de la communication financière.

H3 : La taille de l'entreprise influe positivement sur la qualité de la communication financière.

H4 : Les pratiques de la communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.

H5 : La taille et la structure du conseil d'administration ont un effet positif sur la qualité de la communication financière.

H6 : Les qualités du dirigeant impactent le processus de prise de décision.

H7 : L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision.

H8 : La divulgation de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision.

H9 : Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière.

H10 : La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

Afin de répondre à notre problématique, notre thèse sera scindée en deux parties : théorique et pratique. La première partie de notre travail de recherche sera composée de trois chapitres, et elle a pour but d'apporter des éclairages sur les variables principales de notre thèse, à savoir la qualité de la communication financière, et la prise de décision des investisseurs institutionnels. Le premier chapitre introductif de la première partie aura pour objectif de cerner les différents aspects du concept de base, en mettant l'accent sur les différents déterminants qui qualifient la qualité de la communication financière, puis en soulignant la situation de la communication financière au Maroc.

Le deuxième chapitre sera consacré à l'étude des acteurs clés de notre problématique, à savoir les investisseurs institutionnels. Dans un premier temps, nous allons passer en revue les différents travaux abordant le sujet au fil des ans. Ensuite, nous allons mettre l'accent sur l'importance de l'implication des investisseurs institutionnels dans la détermination de la qualité de la communication financière, ainsi que dans processus de prise de décision. Dans un second temps, nous allons tenter d'éclairer le processus de prise de décision, en insistant sur les facteurs qui influence ce processus.

Le dernier chapitre de cette partie sera dédié à l'étude de la relation existante entre nos différentes variables de recherche, à savoir : la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels. Nous aurons également l'occasion de proposer un modèle conceptuel de recherche, qui regroupe l'ensemble de nos hypothèses de recherche.

La deuxième partie à son tour, sera composée de trois chapitres. Le premier est un chapitre méthodologique, qui a pour objectif de présenter notre positionnement épistémologique, ainsi que notre méthodologie de recherche adoptée pour mener à bien notre enquête sur le terrain.

Les deux derniers chapitres de la deuxième partie seront d'ordre pratique, vu qu'ils représenteront les différents résultats obtenus, ainsi que leurs interprétations, et qui ont pour mission de confirmer ou d'infirmer nos hypothèses de recherche.

Ce travail intégrera également une conclusion générale qui fera le point sur les résultats auxquels nous aurons abouti au cours de notre recherche.

**Partie I : Carte théorique de la qualité de la
communication financière comme un outil
stratégique du processus décisionnel des
investisseurs institutionnels**

Introduction de la première partie

La communication financière représente de nos jours un pilier fondamental qui soutient la stratégie générale des entreprises. Certes c'est un concept qui demeure nouveau, mais son rôle a subi plusieurs changements pour atteindre l'importance qu'il a pu acquérir au fil des ans.

En effet, la communication financière n'est plus la réponse aux réglementations légales, mais elle est aujourd'hui un outil stratégique d'attraction des investisseurs potentiels, de fidélisations des actionnaires actuels et un outil incontournable que les entreprises utilisent pour faire passer leurs messages, véhiculer leur culture et transmettre leurs perspectives et visions pour l'avenir.

De ce fait, de nombreuses études se sont intéressées à l'étude de la communication financière vu qu'elles sont conscientes de l'ampleur du rôle qu'elle joue au sein des entreprises. Ce rôle qui se valide également durant les périodes de crise, où la communication financière se manifeste comme le lien de l'entreprise avec ses parties prenantes.

La majorité des études menées ont en effet étudié la relation de la communication financière avec les investisseurs, puisqu'ils constituent une des cibles fétiches des entreprises, car ils participent en quelque sorte à leurs stabilités financières. Une relation qui n'est en aucun cas superficielle car elle peut affecter la prise de décision d'investissement de ces investisseurs. Pour notre travail de recherche, nous avons choisi le cas des investisseurs institutionnels, vu le poids qu'ils exercent sur les marchés financiers, ainsi que leurs montées en puissance constatées durant ces dernières années, et surtout dans les périodes de crise (notamment la crise sanitaire du Covid-19, durant laquelle ce travail a été établi).

A cet égard, la première partie de notre travail de recherche a pour objectif de :

- Cerner le concept de la communication financière et plus précisément les éléments qui déterminent la qualité de la communication financière,
- Expliquer l'impact des investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière,
- Examiner l'impact de la qualité de la communication financière sur le processus décisionnel.

Dans cette dynamique, notre travail de recherche se compose de trois chapitres. Le premier chapitre a pour but de présenter les différents aspects de la communication financière, à savoir

son évolution ainsi que la définition de ses différents concepts clés. Ainsi, pour aborder le sujet de la qualité de la communication financière, nous nous intéresserons dans ce même chapitre aux déterminants qui conditionnent le principe de la qualité de la communication financière.

Le second chapitre sera subdivisé à son tour en deux parties principales. Dans un premier temps, nous traiterons les investisseurs institutionnels avec tout ce qu'englobe ce concept, c'est-à-dire la définition des investisseurs institutionnels, leurs évolutions au fil des années, ainsi que l'impact qu'ils ont sur la qualité de la communication financière. Dans un second temps, nous aborderons le processus de la prise de décision.

Le dernier chapitre sera consacré à l'étude des relations entre les deux variables de recherche, à savoir : la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

**Chapitre I : La qualité de la communication
financière et la prise de décision : Cadre
théorique pour une image fidèle de l'entreprise**

Introduction

Depuis l'apparition du concept de la communication financière, sa définition n'a cessé d'évoluer. Partant d'un simple acte publicitaire, la communication financière se positionne aujourd'hui comme un pilier stratégique autour duquel se base la réalisation des objectifs de la société.

Que son objectif soit pour faire face à une crise, pour maintenir son positionnement concurrentiel ou pour conquérir un nouveau marché, la communication financière a prouvé son importance comme une fonction à part entière au sein d'une entreprise.

De ce fait, le présent chapitre est consacré à l'étude des différents aspects et caractéristiques de la communication financière, afin d'expliquer l'utilité inévitable de ce concept.

Dans un premier temps, nous allons mettre le point sur les évolutions historiques de la communication financière et les définitions de base de ce concept. Ainsi, nous allons relater ses différents cibles et utilisateurs, pour finir avec les enjeux stratégiques qu'envisage la société en adoptant une stratégie de communication financière.

Dans un second temps, nous aborderons les différentes caractéristiques qualifiant la communication financière et les déterminants lui permettant de se distinguer sur le marché. Nous mettrons également l'accent sur l'apport de la théorie du signal dans l'amélioration de la qualité de la communication financière.

Finalement, nous allons aborder la communication financière au Maroc. Il nous est apparu essentiel de souligner le rôle de l'AMMC étant le régulateur de la communication financière du pays. Dans un contexte sanitaire mondialement difficile, nous allons citer le rôle que joue la communication financière dans ces circonstances.

Section 1 : Communication financière genèse, concepts et enjeux

1. Définitions de base

1-1 L'information financière : le point de départ

De nos jours, l'ère où l'information financière est adressée uniquement à l'actionnaire principale n'existe plus. L'information financière est devenue une matière première de prise de décision, de représentation d'une image fidèle, et un moyen dont dispose l'entreprise pour véhiculer ses messages.

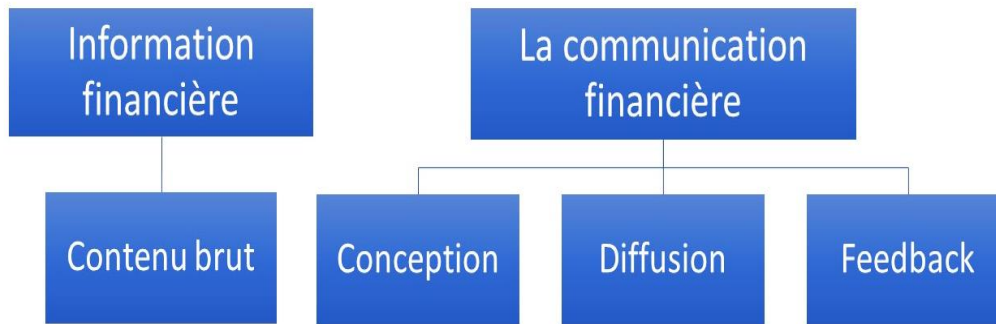
Faisant face à une communauté financière de plus en plus exigeante, nous ne parlons plus d'information financière, mais plutôt de communication financière.

Nous commençons par mettre le point sur la différence entre ces deux concepts de base. Vu que la définition détaillée de la communication financière fera l'objet de la partie suivante, nous nous concentrons sur la définition de l'information financière.

En effet, le premier point de divergence entre information et communication financière, réside dans la possibilité d'échange. Une information a un sens unique ; c'est-à-dire elle part de son émetteur vers un récepteur. Une communication quant à elle, favorise un échange réciproque.

L'information financière est en premier lieu une obligation légale. Toute entreprise cotée en Bourse est tenue de publier périodiquement ses résultats financiers, dans le souci de protéger l'intérêt des investisseurs. Elle est liée à des informations purement comptables (Chekkar et Onnée (2006)).

Le passage d'une information financière à une communication financière se fait dès lors que l'entreprise entame une stratégie de communication. Marois et Bompont (2004, p.174) valident ce point « La communication financière est étroitement liée à l'information financière. Il est important de distinguer l'information financière qui correspond, d'une manière générale, aux obligations légales qu'une société cotée doit remplir, et, la communication financière. En effet, le passage à une communication financière se fait lorsqu'une entreprise décide d'avoir une stratégie de communication ». Ainsi, nous pouvons dire qu'une information financière est un message, alors que la communication financière est un processus.



Source : Conception personnelle

Figure 1 : Différence entre information financière et communication financière.

En effet, il est notoire que les entreprises refusaient de parler de l'avenir, et se contentaient de la simple photographie instantanée de leurs situations à un instant donné, afin de rapprocher au mieux leur image représentative, dans le milieu dans lequel elles évoluent. Autrement dit, c'est un renseignement objectif et chiffré, que l'entreprise porte à la connaissance de son public.

Pour conclure et d'après ce qui précède, nous pouvons dire que les deux concepts sont indissociables et complémentaires, vu que l'information financière sert de base et un point de départ pour l'élaboration de la communication financière.

1-2 Communication financière et publicité financière

Un autre point de confusion avec la communication financière est celui de la publicité financière. En quoi consiste alors la différence entre communication financière et publicité financière ?

Il est à noter qu'avant l'apparition de la communication, qui demeure tout de même un concept nouveau, le seul terme admis en milieu financier était celui de la publicité financière. Son rôle se résumait à la simple diffusion des informations financières légales, ce qui exclut toute interaction avec le public visé, et qui représente l'élément fondateur définissant la communication financière.

La publicité désigne le fait de rendre public, ou encore porter à la connaissance du public. Un rôle purement informationnel, qui s'est dévié plus tard pour représenter une action exercée sur le public à des fins commerciales, ou ce que l'on appelle le Marketing financier. Il s'avère que la publicité financière est un moyen dont dispose la communication financière pour atteindre ses objectifs (Guimard, 2007 ; Léger, 2008). C'est un support qui peut prendre plusieurs formes : visuelle, écrite, audio ou via internet.

La publicité financière est donc une forme embryonnaire de la communication financière. En effet, il s'agit d'une composante de la communication financière, à travers l'utilisation des moyens et supports publicitaires, pour faire circuler les messages d'une entreprise, et ce, qu'il s'agisse d'une réponse à une obligation légale ou non. La publicité financière ne permet pas aux futurs investisseurs de se projeter dans l'avenir de la société, elle représente sa photographie figée, ce qui peut ne pas encourager les investisseurs potentiels. Chekkar & Onnée, (2006) synthétise la différence entre ces deux concepts dans le tableau suivant :

Tableau 1 : Publicité financière et communication financière.

Composantes de la communication	Publicité financière	Communication financière
<u>Contenu</u> Communication fonctionnelle « Message »	Diffusion d'informations financières obligatoires	Diffusion d'informations financières obligatoires
<u>Relation</u> Communication relationnelle « Mode d'emploi »	Absente	Diffusion d'informations financières volontaires Interactions

Source : R. Chekkar, « l'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées ». 2006, p.85

De ce qui précède, nous pouvons synthétiser la différence entre le concept de la communication financière et la publicité financière comme suit :

Tableau 2 : Différence entre la publicité financière et communication financière.

	Publicité financière	Communication financière
Diffusion des informations obligatoires	Oui	Oui
Volet relationnel	Non	Oui

Volet commercial	Un objectif en lui-même	Un support pour atteindre l'un des objectifs
Projection dans le futur	Non	Oui

Source : Conception personnelle

Cette synthèse nous permet d'avancer que la communication financière se diffère de la publicité financière de deux aspects : de fond et de forme. Le premier concerne le passage du contenu de la communication financière d'une simple publication pour répondre à des obligations légales à un message étendu et détaillé du passé, du présent et du futur de l'entreprise. Le deuxième aspect est plus relationnel. La communication financière se base à cet effet sur une interactivité avec ses cibles et favorise l'échange des deux sens. Nous comprenons à présent que le concept de la communication financière est plus étendu et englobe le principe de la communication financière.

1-3 Définitions de la communication financière

Depuis que l'on a commencé à utiliser l'appellation « Communication Financière » au détriment de « Information Financière », sa définition se présente communément comme étant un complément d'information financière à travers un ensemble d'actions de communication, comprenant une panoplie de techniques, qu'elles soient purement informatives ou même publicitaires, menées par l'entreprise. (Teyssier, (1998), Schmutzer (2000)). Il faut mentionner que la communication financière intéresse essentiellement les sociétés cotées en Bourse. De ce fait, elle vise la communauté financière, à titre d'exemple les investisseurs institutionnels, les actionnaires, les analystes et aussi le grand public. Implicitement, la communication financière cherche à établir une relation de confiance avec ses utilisateurs.

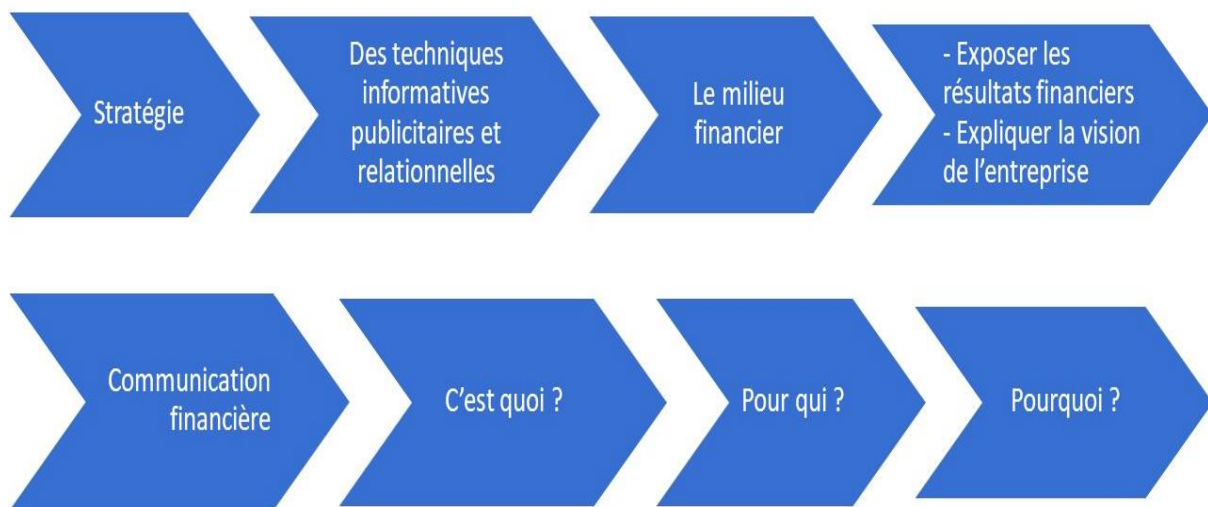
Depuis l'apparition de ce nouveau concept, les définitions de la communication financière se sont succédées, l'une complétant l'autre. La revue de littérature fait apparaître le premier courant qui a défini la communication financière, axé sur la vision d'Ingram Rayburn, (1982) orientée vers les actionnaires comme préoccupation principale. Une définition qui se base sur le fait que toutes les informations transmises, ont pour objectif de séduire les actionnaires. Après, les définitions ont commencé à mettre en évidence l'importance de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes.

Thierry & Marie-Hélène, (2018) et Zohra, (2004) s'alignent sur la définition de la communication financière. D'après (Thierry Libaert & Marie-Hélène, 2018, p. 54) « La communication financière comprend l'ensemble des techniques -publicitaires informatives et ou relationnelles- mises en œuvre par une entreprise pour promouvoir son image financière auprès de la communauté financière (investisseurs institutionnels, intermédiaires financiers, analystes, journalistes) et grand public (petits porteurs) ».

Dans le même raisonnement (Gharbi, 2004, p.20) définit ce concept comme suit : « La communication financière est l'ensemble des actions de communication mises en œuvre par l'entreprise à l'attention des milieux financiers (investisseurs institutionnels et particuliers, intermédiaires en Bourse, analystes financiers, journalistes...) en vue d'avoir une bonne image financière, indispensable pour relever les capitaux nécessaires à son développement ». L'apport de la communication financière réside dans le fait qu'elle ne se limite plus à la simple exposition des résultats, mais à leurs explications. Son but étant de fournir une meilleure visibilité et lisibilité de l'entreprise, misant sur sa bonne image fidèle. Il ne s'agit plus d'une simple réponse à une obligation légale, l'adoption de la communication financière est désormais considérée comme un levier stratégique, nécessitant une réorganisation de l'entreprise et une approche proactive.

Pour synthétiser, nous retenons que les entreprises adoptent la communication financière pour deux raisons : Principalement pour promouvoir leurs images auprès de leurs cibles, et la deuxième raison (implicite) pour relever les capitaux. Pour ce faire, elles ont tendance à expliquer d'avantage leurs résultats et leurs perspectives.

Compte tenu de ces définitions et de l'ensemble des éléments étudiés auparavant, nous proposons la définition suivante de la communication financière: « ***c'est une stratégie adoptée par l'entreprise. Elle comprend l'ensemble des techniques informatives, publicitaires et relationnelles visant les milieux financiers de l'entreprise. Son rôle est d'exposer les résultats financiers, les expliquer et décrire la vision des dirigeants pour promouvoir l'image de l'entreprise, tout en permettant d'établir des relations sur le long terme avec ses parties prenantes*** ». Nous pouvons schématiser cette définition comme suit :



Source : Conception personnelle

Figure 2 : Schéma explicatif de la définition de la communication financière.

1-4 La communication financière vue par la théorie de l'agence

Ces définitions font ressortir un élément conflictuel très important, et qui a fait l'objet de plusieurs études, à savoir la relation entre l'entreprise et ses parties prenantes. En effet, il est évident que la relation entre les actionnaires, les propriétaires de l'entreprise et les dirigeants représente des problématiques et affecte la qualité de la communication financière et implicitement la prise de décision. Selon Jensen & Meckling, (1976) la relation positive de l'agence repose sur le fait qu'il y ait un conflit d'intérêt entre les parties. Chacune des parties cherche à maximiser ses propres profits et minimiser ses coûts (ces conflits sont appelés également conflits d'agence). Jensen & Meckling, (1976) définissent la relation de l'agence comme : « un contrat par lequel une personne (le principal) a recours aux services d'une autre personne (l'agent) pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent ». En effet, pour s'assurer de la conformité des choix de l'agent aux objectifs prédéfinis, le principal doit supporter des coûts supplémentaires que l'on appelle des coûts de surveillance. Selon Depoers, (2000) l'effet positif de l'agence permet la réduction des coûts incitant les dirigeants à publier une communication financière de qualité. Selon de La Bruslerie & Gabteni, (2012), les décisions prises par les dirigeants peuvent relever d'un comportement opportuniste, ce qui explique pourquoi la qualité de la communication financière peut être affectée. Une raison pour laquelle Robert et al., (n.d.)

affirment que le contenu de la communication financière peut être considéré comme un outil à la fois de protection et de contrôle contre l'opportunisme des dirigeants.

A ce conflit d'intérêt s'ajoute l'asymétrie d'information, qui peut être à l'origine de la variation de la qualité de la communication financière, et ce du fait que l'agent (le dirigeant) détient plus d'informations que le principal (l'actionnaire). De par sa position dans l'entreprise, l'agent dispose en général d'informations supplémentaires par rapport au principal, et a une visibilité plus claire sur l'avenir de l'entreprise. Il s'agit d'un pouvoir duquel peuvent se servir les dirigeants pour manipuler les orientations des actionnaires. Il s'agit d'un véritable avantage informationnel.

De là, nous pouvons confirmer qu'effectivement la théorie de l'agence procure un champ d'analyse explicatif de la relation de la communication financière de l'entreprise et ses parties prenantes, et ce, à travers trois aspects fondamentaux. D'abord la communication financière permet la réduction de l'asymétrie informationnelle, ensuite elle aide à la diminution des coûts de surveillance, finalement elle tend à régler les conflits d'intérêt qu'il peut y avoir entre les dirigeants des entreprises et les investisseurs.

2. Historique

L'évolution du concept de la communication financière a connu des phases que nous résumons comme suit :

- Avant 1970 : Le développement du marché, et le besoin des sociétés en matière de financement étaient le moteur derrière la naissance du concept de la communication financière.
- Les années 1970 : Le début des années 1970 a connu la montée en importance des actionnaires, spécialement avec la vulgarisation des moyens de communication, notamment la télévision. D'où le recours à la publicité financière, qui visait à refléter simplement et purement la situation de l'entreprise, et ne désignait en aucun cas le Marketing financier.
- Les années 1980 : C'est à partir des années 1980 que l'on commence à se servir du terme « Communication ». D'abord utilisé uniquement par les professionnels du domaine, puis généralisé pour le large public vers la fin des années 1980 et le début des années 1990. Une période durant laquelle les actionnaires et les investisseurs potentiels reprennent le contrôle.

- Depuis les années 2000 : cette période est résumée par (Jean-Yves Léger, 2003, p.5) comme suit : « les contenus, les moyens, les ressorts de la communication des personnes, des institutions de la politique et, bien sûr, des entreprises ont été transformés depuis le milieu des années 1990 et le début des années 2000. Il en résulte une réalité à laquelle sont confrontés les professionnels : développer une communication d'entreprise est devenu une démarche très complexe ».

A cet égard, la communication d'entreprise ou encore appelée la publicité financière ; devient de plus en plus cadrée, et commence à se faire créer son propre environnement réglementaire. Ce développement a touché ainsi son contenu. Il est devenu plus diversifié, plus élargi et s'est ouvert pour traiter d'autres sujets. Effectivement, le changement de l'environnement de l'entreprise a fortement stimulé sa manière de communiquer. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette métamorphose, à savoir entre autres, la libération brutale des marchés financiers d'abord en Europe puis en Grande Bretagne pour atteindre le reste du monde, la privatisation intense dans la plupart des pays (surtout après la chute du mur de Berlin), la création d'organismes de placement masse. Ce bouleversement du discours financier permet la naissance du volet « Extra-financier », qui comprend de nouvelles dimensions : économique, sociale et environnementale. Nous commençons à parler toutefois de l'investissement socialement responsable, et de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

L'avènement d'Internet était le début d'une nouvelle ère pour la communication financière. Les moyens de diffusion jusque-là utilisés, sont devenus démodés. Dès lors, la publication des comptes annuels et autres informations relatives à la société sur des sites internet s'est vulgarisés. L'objectif n'est plus de se limiter à la simple fonction informative, mais vise à transmettre une image transparente de l'entreprise ; ce qui est fortement sollicité par les investisseurs. En effet, internet a permis une certaine proximité vis-à-vis des investisseurs, afin de mieux cerner leurs besoins. Toutefois cette accessibilité représente l'inconvénient pour les entreprises, d'exposer leurs atouts et leurs failles, ce qui laisse de la marge aux concurrents pour en profiter.

3. Diffusion de la communication financière

3-1 De l'information réglementée à la stratégie de communication financière

Les entreprises l'ont bien compris, s'imposer sur le marché consiste à dépasser le simple respect de la réglementation. Que veut-on dire alors par information réglementée, et sur quels champs la société peut-elle étendre la diffusion de ses informations ?

Il convient tout d'abord de définir la notion de l'information réglementée. Pour ce faire, nous allons nous baser sur l'Autorité des Marchés Financiers en France (AMF) pour définir ces concepts, et nous procéderons par la suite à la comparaison avec la réglementation marocaine. L'AMF décrit (en détails) la cartographie en matière des obligations d'informations des sociétés cotées (voir annexe 5), ainsi que la publication des résultats annuels (voir annexe 6).

Il s'agit essentiellement de :

- **L'information occasionnelle (Informations liées à une opération) :** Comme son nom l'indique, ce sont des informations publiées à l'instar des opérations spéciales. Elles sont spécifiques à des opérations précises et inhabituelles, à titre d'exemple en cas de fusion.
- **L'information périodique :** C'est le premier rendez-vous ponctuel de la communication financière avec les investisseurs. Dans le monde entier, les places boursières obligent les sociétés cotées à publier leurs documents financiers. Des publications sur lesquels peut se baser la prise de décision d'investissement. Selon l'AMF, l'information périodique tire son appellation du fait que les sociétés cotées en bourse doivent publier des informations à échéances régulières, c'est-à-dire des publications obligatoires sur une base semestrielle et annuelle, et d'une manière facultative trimestriellement.
- **L'information permanente :** D'après l'AMF, l'information permanente consiste à « porter dès que possible à la connaissance du public toute information précise non publique les concernant, susceptible si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur leur cours de Bourse » (Guide de l'AMF, 2020, p.17).

Au-delà de la réglementation, la majorité des entreprises choisissent d'étendre leurs publications à un côté dit « Extra financier ». Cette publication englobe généralement le rapport environnemental et de développement durable.

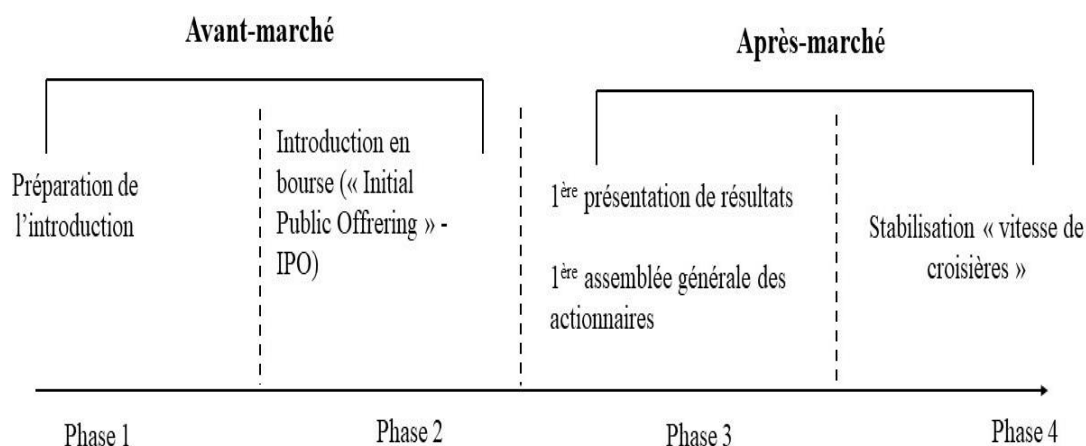
En ce qui concerne les informations extra-financières ou dites volontaires nous citons :

- **L'information sociale** : il s'agit du dialogue social de la société, sa politique d'emploi et ses exigences de formation continue pour assurer la mise à jour des compétences de ses ressources humaines.
- **L'information sociétale** : Il s'agit de l'intégration des parties prenantes, mais aussi du côté humain de la société c'est-à-dire son habilité à embaucher des personnes handicapées par exemples, ou encore veiller sur l'égalité entre homme et femme dans ses valeurs aussi bien en interne qu'en externe de l'entreprise.
- **L'information environnementale** : Au-delà des obligations légales, les deux dernières décennies ont vu naître une nouvelle tendance des publications, à savoir la publication du rapport environnemental, ou encore appelé rapport de la responsabilité sociale des entreprises. En quoi consiste alors ce rapport ? D'après (Bompoint & Marois, 2004, p.185) « Il est destiné à informer sur la politique environnementale et sociétale adoptée par l'entreprise, à faire le bilan des efforts et progrès accomplis. L'entreprise a ainsi l'occasion d'affiner sa stratégie, de formuler ses objectifs et, en même temps d'améliorer son image ».

Cette publication porte sur la responsabilité sociale des entreprises. Il s'agit d'un rapport détaillé des actions sociales et sociétales menées par les sociétés, en vue d'expliquer leurs politiques environnementales.

3-2 Les phases de la communication financière

Selon Anne, (2007), le déroulement de l'introduction en bourse se fait en quatre étapes, qui représentent implicitement les quatre étapes de l'élaboration d'une communication financière. Chacune d'entre elle correspond à un plan d'action comme suit :



Source : A. GUIMARD « La communication financière : Théorie et pratique » 2004, p.12.

Figure 3 : Les quatre phases de la communication financière.

La première phase représente la phase la plus cruciale dans l'aventure de l'introduction en bourse. Une étape qui peut durer des années. L'entreprise doit dessiner une idée claire sur sa trajectoire. Elle doit être préparée et réfléchiée avec anticipation, rigueur et précision. Une étape caractérisée par la mise à niveau de l'entreprise sur tous les plans. Elle doit assurer une veille concurrentielle, en s'appuyant sur des benchmarkings avec les sociétés auxquelles le public risque de la comparer. C'est à ce stade là que commence l'entraînement à la communication financière. D'abord par la comparaison des communications financières des sociétés appartenant à la même catégorie c'est-à-dire du même secteur, ayant la même taille ou encore visant la même cible, aussi bien sur le fond que sur la forme. L'entreprise doit se familiariser avec la rédaction des communiqués de presse, concevoir des présentations financières et tenir des conférences de presse, dans le but de tester la perception des messages. Le processus de la communication financière doit garantir une cohérence et une coordination entre ses différents services, ayant pour objectif ultime de fournir une information fiable complète et pertinente. Ce qui servira pour l'entreprise d'outils d'argumentaire ainsi qu'une force de conviction de la constitution de l'image financière.

Dans la deuxième phase, la conception d'une communication financière est caractérisée par un encadrement juridique strict. C'est la phase durant laquelle, on suscite l'appétit des investisseurs. Selon (Guimard, 2004, p.15) c'est une étape qui se caractérise par « La création et la gestion des supports de communication financière. Ils sont nombreux et varient selon les publics ciblés, la taille de l'opération et l'ampleur qu'on souhaite lui donner. Il convient donc de les calibrer correctement, avec la perspective, de maintenir une visibilité et une qualité comparable

à l'avenir ». Il s'agit essentiellement des supports visuels, des communiqués de presse, du dossier de presse et du site internet de l'entreprise (nous aurons l'occasion de voir ces supports en détails plus tard).

La troisième phase correspond à la gestion de la stratégie de la communication financière. D'abord l'entreprise est tenue d'avoir la composition exacte de son portefeuille clients. Ainsi, l'équipe de la communication financière doit assurer un suivi rigoureux du comportement des investisseurs. Le feedback de la communication financière peut aussi constituer une matière première pour son amélioration, car il apporte les réponses à des questions concernant le comportement des investisseurs. C'est environ deux ans après l'introduction en bourse que commence la quatrième phase. Une durée assez timide mais qui sert de petite base d'expérience afin de corriger les lacunes sur cette stratégie, compléter ses outils de gestion nécessaires pour bien réussir.

3-3 Les cibles de la communication

La diversité des objectifs de la communication financière laisse apparaître une multiplicité de ses publics visés. Nous pouvons les regrouper selon leur mission principale en trois populations :

- **Les décideurs** : englobent les investisseurs individuels, les actionnaires salariés et les investisseurs institutionnels. « Les investisseurs institutionnels : actionnaires ou non, résidents ou non-résidents, se sont en tout état de cause les plus gros intervenants sur les marchés, susceptibles de faire varier les cours de bourse, car leur taille, leur organisation, leur métier même leur assignent ce rôle » (Guimard, 2004, p.30).

Communément, nous entendons par investisseur individuel tout petit porteur, ménage ou encore personne physique investisseur. « L'actionnaire individuel est avant tout un investisseur qui, dans le cadre de la gestion de son patrimoine, a décidé d'investir dans le produit action » (Léger, 2003, p.67). Catégorie marginalisée auparavant, mais mise en valeur et fortement sollicitée actuellement. C'est une base généralement fidèle à son investissement, stable et peu volatile. C'est une cible importante de la communication financière. A cet effet, des réunions d'informations régionales sont tenues, des lettres semestrielles leur sont adressées, ainsi qu'un rapport annuel simplifié leur est dédié. L'action d'investissement peut être faite par l'actionnaire individuel même, et c'est lui qui gère son patrimoine, nous parlons donc d'actionnaire direct, comme il peut être actionnaire par délégation, c'est-à-dire qu'il confère

cette tâche à un gestionnaire de patrimoine moyennant un mandat. Dans le même cadre, les actionnaires individuels peuvent parvenir de l'intérieur de l'entreprise, il s'agit alors dans ce cas des salariés actionnaires. C'est une forme dérivée des actionnaires individuels, sont de plus en plus sollicités. Selon (Mourot et al., 2008, p.70) « L'actionnariat est un moyen de faire partager les fruits de la croissance à l'ensemble des salariés. Il est aussi un moyen de protéger l'entreprise à une époque où les efforts publics se développent ». Apporteurs de travail et de fonds, ils sont fortement sollicités par les entreprises, car ils sont naturellement fidèles. Généralement, les salariés constituent les premiers actionnaires de la société. Ils provoquent le sentiment d'appartenance à la société, et donc une bonne raison de motivation pour une meilleure productivité. L'actionnaire salarié est doublement rémunéré pour son travail fourni quotidiennement, d'abord à travers son salaire, et puis par les dividendes de son placement.

Cette catégorie englobe également les investisseurs institutionnels, qui représentent la cible de notre travail de recherche. En effet, En 1998, la Banque des règlements internationaux a mentionné dans son rapport annuel que « les investisseurs institutionnels constituent une caractéristique permanente des marchés financiers et leur croissance continuera à une vitesse similaire voire peut-être plus grande qu'aujourd'hui. Les facteurs d'origine de leur développement sont loin d'être transitoires, et dans la plupart des cas, ces facteurs sont juste commencés à produire leurs effets » (Banque des règlements internationaux (1998)).

D'après (Léger 2019, p.64) « aujourd'hui, les investisseurs institutionnels sont à travers le monde, les actionnaires globalement majoritaires des sociétés cotées. Ces publics sont visés en priorité par la communication financière ». L'auteur définit l'investisseur institutionnel comme étant : « un décideur qui a une mission essentielle de valoriser : valoriser au mieux et dans la durée les fonds qui lui ont été confiés » (Léger 2003, p.68).

Dans le même sens, Brabet (2002) affirme que « le terme investisseur institutionnel 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'organisation.

Ainsi, les chercheurs au fil des années ont catégorisé les définitions des investisseurs institutionnels selon leurs particularités. Ceci dit, nous avons noté des caractéristiques de ces acteurs telles que : La puissance, le contrôle, l'intermédiation et la gestion comme le montre le tableau ci-après :

Tableau 3 : Définitions des investisseurs institutionnels au fil des années.

Chercheur	Année	Définition	Particularité
Brancato	1997	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.	Groupe hétérogène et puissant
Lang et McNichols	1997	Les investisseurs institutionnels sont des investisseurs de grande taille, autres que les personnes physiques, qui exercent une discrétion sur les investissements d'autrui.	Effet de contrôle
Léger	2003	Un décideur qui a une mission essentielle : valoriser au mieux et dans la durée les fonds qui lui ont été confiés.	Gestion et contrôle
Lavigne	2004	Regroupe les organismes de placement collectif, les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les banques.	Groupe hétérogène
Boulier et Prado	2005	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.	Intermédiation

Source : Conception personnelle élaborée à partir de la revue de littérature traitant le sujet.

De ce qui précède, nous allons synthétiser la définition des investisseurs institutionnels à partir des éléments relevés par les différentes études effectuées par les chercheurs. En effet, il s'agit

d'un groupe homogène, composé d'agents économiques dotés de la personnalité morale. Ils interviennent comme régulateur de la finance indirecte. Leur rôle d'intermédiaire réside dans le fait de rencontrer les agents ayant un excédent de fonds avec ceux qui en sont dans le besoin.

Il faut savoir que généralement la définition des investisseurs institutionnels vient à travers la définition de chacune des catégories qui les composent. Toutefois, nous pouvons confirmer que les investisseurs institutionnels aussi appelés familièrement « ZinsZins » dans les milieux financiers, sont tenus de gérer le portefeuille d'autrui, ce qui leur confère un pouvoir de contrôle et de prise de décision.

Dans cette optique, nous présentons les investisseurs institutionnels comme des organisations qui investissent de grosses sommes de fonds d'investissement vers ses propres objectifs financiers ou pour les portefeuilles qu'elle gère. Les formes et les caractéristiques des investisseurs institutionnels peuvent varier considérablement. Ils sont réglementés différemment et investissent dans différents actifs pour atteindre leurs objectifs d'investissement spécifiques. La définition juridique d'un investisseur institutionnel peut également varier. Par exemple, certains peuvent le définir comme une entité qui investit plus de 100 millions de dirhams dans des titres qui ne lui sont pas affiliés. Ce que les investisseurs institutionnels ont en commun, c'est qu'ils ne sont pas des individus, mais des entités. Ils comprennent les fonds de pension, fonds de dotation, les fonds souverains, fonds d'investissement, banques, courtiers-concessionnaires et les compagnies d'assurance

- **Les prescripteurs** : il s'agit des acteurs dont le jugement influence la prise de décision d'investissement. Nous parlons essentiellement des analystes financiers, journalistes, banquiers et agences de notations.
- **Les analystes financiers** : La montée en puissance de la présence des investisseurs institutionnels dans les milieux financiers, a engendré la présence remarquable des analystes financiers. Leur vocation se transforme en une mission commerciale. Nous pouvons distinguer entre deux types d'analystes : Sell-Side et buy-Side. Un analyste Sell-Side travaille pour le compte d'un intermédiaire financier. Il est en relation directe avec l'investisseur, et a pour objectif de le convaincre pour investir dans une action donnée. Il faut savoir que leurs prévisions comptent autant que leurs analyses. L'analyste Buy-Side quant à lui, travaille au sein d'un investisseur institutionnel. Selon Jean-Yves, (2003) « Il fait des études, en général plus fondamentales, pour le compte propre de son établissement et, parallèlement, centralise et juge

les informations diffusées par les analystes Sell-Side. Leur opinion est généralement utilisée en interne de l'entreprise.

- **La presse** : Elle se manifeste comme étant une cible phare de la communication financière, car elle peut produire sa propre communication financière sur la société. Moyennant les rapports d'analyse et les articles de presse, elle émet son avis subjectif sur l'activité financière de l'entreprise. Un poids lourd en matière d'influence sur les investisseurs potentiels voir même sur les investisseurs actuels. Anne, (2007) confirme leur rôle relais dans la vitesse de diffusion de l'information.
- **Banquiers** : La communication financière intéresse spécialement par le banquier plus précisément le banquier d'affaires. Il opère généralement pour un portefeuille clients qu'il gère. Son rôle de conseiller lui confère une importance significative auprès des sociétés.
- **Les agences de notation** : Il s'agit également d'une cible de la communication financière, toutefois peu engagées, car c'est onéreux. De ce fait, peu nombreuses sont les entreprises qui mettent en avant leurs notations.
- **Les cibles périphériques** : c'est une catégorie qui regroupe les clients fournisseurs Concurrents et grand public.
- **Client, Fournisseurs et concurrents** : Ces partenaires de l'entreprise ne sont pas une Cible proprement dite, mais la communication financière d'une société ne les laisse pas indifférents. Dans ce sens, (Jean-Yves, 2003, p.74) donne l'exemple « d'un groupe coté qui annonce des résultats en forte croissance et discute très durement dans le même temps avec ses sous-traitants. L'inverse vaut aussi. Il est clair que, dans les deux cas, la communication est certes indirecte mais bien réelle ». De ce fait, en établissant une stratégie de communication financière, la société doit être méfiante et doit savoir ses limites de diffusion en matière d'information financière. Une deuxième classification peut être envisagée, selon la destination finale de la communication financière :

Tableau 4 : Cibles de la communication financière Anne Guimard (1998).

Cible finale	Actionnaire institutionnel
	Actionnaire individuel
	Actionnaire salarié

Cible intermédiaire	Analyste financier
	Agence de notation
	Presse
	Banques

Source : (Anne, 2007) « La communication financière : Théorie et pratique ».

Nous proposons un autre classement qui repose sur le langage et les moyens avec lesquels l'entreprise communique avec sa cible. Une première catégorie que l'on nomme cible individualisée, nécessitant une terminologie simplifiée et une approche personnalisée. La deuxième catégorie qui s'adresse aux professionnels du milieu financier, et s'appuie sur un discours spécialisé professionnel et approfondi.

Tableau 5 : Classement des cibles de la communication financière.

Cible individualisée	<ul style="list-style-type: none"> - Investisseurs individuels, - Actionnaires salariés, - Clients, fournisseurs et concurrents
Cible professionnelle	<ul style="list-style-type: none"> - Banquiers, - Analystes financiers, - Agence de notation, - Presse.

Source : Conception personnelle

L'interaction de l'ensemble de ces acteurs avec la communication financière a ouvert de nouveaux élans à l'entreprise sur l'échelle internationale. Par contre, elle fait face au problème de versatilité, le cours boursier demeure fragile face aux rumeurs, accidents et prouesses.

3-4 Les supports de diffusion de la communication financière

Certes, les informations émises par l'entreprise demeurent d'une importance majeure vu que c'est sa matière première, mais les supports utilisés à cette fin n'en valent pas moins.

La porosité des cibles de la communication financière laisse apparaître une multitude de moyens utilisés pour faire passer ses messages. Plusieurs classifications de ces moyens sont admises selon le type d'information émise ou encore le public visé. Guimard (2007) a proposé un tableau expliquant l'adéquation des supports aux cibles (voir annexe 7). Nous avons opté de les catégoriser en trois, supports transversaux, supports relationnels et supports écrits comme suit :

Tableau 6 : Classification des supports de diffusion de la communication financière.

Supports transversaux	Supports relationnels	Supports écrits
<ul style="list-style-type: none"> - Site internet, - Réseaux sociaux - Communiqué 	<ul style="list-style-type: none"> - Analystes financiers - Road show - Communiqué de presse - Assemblée générale 	<ul style="list-style-type: none"> - Rapport annuel - Document de référence - Lettre aux actionnaires - Guide de l'actionnaire - Publicité financière

Source : Conception personnelle

- **Rapports annuels** : la communication financière privilégie ce moyen car il est adressé à plusieurs publics à la fois, la version téléchargeable a remplacé la version papier. Les informations précises qu'ils englobent retracent la vie de l'entreprise pendant une année entière, expliquant implicitement la politique et les évolutions de l'entreprise. L'AMF prévoit un rapport de 90 pages, comprenant deux parties : une partie de présentation entamée par le mot du président, et une deuxième plutôt financière reprenant les comptes et le rapport de gestion.

D'après Bompoin et Marois (2004), p.144« Outre les informations comptables réglementaires, le rapport annuel contient généralement aussi les informations suivantes :

- Un historique de l'entreprise (création, évolution majeure, etc)
- Une présentation sous forme de tableaux ou de graphiques de la répartition du capital, des droits de vote,
- La vie du titre à la bourse (un graphique), les volumes traités sur les marchés des titres,
- Le déroulement des événements exceptionnels ou des litiges,
- La politique d'investissement en recherche et développement ainsi que les perspectives futures ».

Dernièrement les sociétés ont tendance à rédiger deux types de documents, le premier de référence destiné aux professionnels, le deuxième abrégé ou une note de synthèse adressé au large public. Encore, certaines sociétés préfèrent compléter leur rapport par un rapport annuel simplifié plutôt adressé à la catégorie des investisseurs individuels.

De nos jours, les sociétés dédient une partie de leur rapport annuel au développement durable ou environnemental afin de surligner le contexte économique, environnemental et social.

Toutefois ce rapport doit également révéler les risques supportés par les entreprises afin de donner une idée claire au destinataire.

- **Les communiqués de presse** : toute entreprise faisant appel public à l'épargne est tenue de publier des communiqués de presse qui permettent une comparabilité, à travers des chiffres et des graphiques. Leurs longueurs par contre dépendent généralement des communautés (courts pour les francophones longs pour les anglo-saxons). Ils ont aussi pour but de démontrer l'évolution stratégique, d'éviter des situations d'information privilégiés ou de délit d'initié.
- **Lettre aux actionnaires** : les investisseurs individuels s'avèrent plus fidèles que les investisseurs institutionnels. De ce fait la lettre aux actionnaires semble le moyen le plus adéquat pour améliorer la relation avec cette tranche non négligeable de son portefeuille. A cet effet, (Bompoin & Marois, 2004, p.153) ont résumé le contenu d'une lettre aux actionnaires (voir annexe 8)
- **NTIC** : Les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) ont bouleversé le monde entier, le domaine financier compris. Dès le milieu des années 1990, la diffusion de l'information financière a pris un autre élan, a adopté l'Internet comme l'un des

principaux moyens de l'information et de la communication. A cet effet, plusieurs études se sont intéressées à l'étude des mécanismes de gouvernement d'entreprise et de la diffusion de la communication financière (Lakhal F. 2006), l'efficacité des démarches des entreprises pour publier de nouvelles valeurs (Blanc Jérôme 2005), le rôle des parties prenantes dans la transparence de l'information financières (M. Aouina, et al., 2019), et l'émergence de la diffusion de la communication financière dans les entreprises (Cehkkar R. 2007). Les progrès de la technologie de l'information (TI) ont transformé de nombreuses entreprises, mais peut-être aucune autant que celles des entreprises financières (Elliott 1998). Les changements technologiques et leurs impacts associés aux entreprises ont nécessité une discussion sur le contenu de l'effet des NTIC sur la communication financière. Tout le monde sait que les NTIC ont eu un effet significatif sur la communication financière. Il y a eu de nombreux changements au fil du temps qui ont finalement conduit à la communication financière des entreprises via les NTIC.

Le plus grand impact que les NTIC a eu sur la finance est la capacité des entreprises à développer et à utiliser des systèmes informatisés pour suivre et enregistrer les transactions financières. Les systèmes d'information, traitement et d'analyse de données ont raccourci le temps nécessaire à la communication financière pour préparer et présenter les états financiers et les informations pour la prise de décision. Ces NTIC permettent aux entreprises de créer des rapports rapidement et facilement, des fonctionnalités accrues, une précision améliorée, un traitement plus rapide et de meilleurs rapports externes (Romney & Steinbart, 2006).

L'informatique est actuellement importante pour satisfaire les besoins d'information des décideurs (Romney et Steinbart, 2018). Effectivement, la mondialisation et les progrès des technologies de l'information ont modifié l'enregistrement, le traitement et le reporting des communications financières (Nieschwietz, Pany et Zhang, 2002).

Aujourd'hui, nous pouvons dire que les technologies de l'information et de la communication (TIC) sont une composante essentielle de toute stratégie de l'entreprise visant à permettre l'accès à une large gamme services financiers. A cet effet, une étude réalisée par Ben Saada et al (2010) sur la liquidité des titres des entreprises françaises a prouvé que la divulgation de la communication par Internet améliore la liquidité des titres. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait, que la divulgation de la communication financière par internet réduit l'asymétrie informationnelle.

Par voie de conséquence, le Maroc, à son tour, suit cette tendance informatique et technologique. Parmi les 76 sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, 70 d'entre elles disposent d'un site internet, et elles utilisent ce moyen aussi bien pour véhiculer leurs messages, comme outil publicitaire, mais également pour divulguer leurs communications financières. Ceci s'explique essentiellement par deux raisons, d'abord la rapidité qu'Internet procure à ces sociétés, mais également l'étendu que peut atteindre le message en un minimum de temps.

De ce fait, nous distinguons entre le site internet et les réseaux sociaux :

Site internet : c'est un moyen de communication total sans barrière physique, présentant l'avantage d'une accessibilité en continu. Les sites internet ont bouleversé toutes les mesures, et ont impacté positivement la communication financière. L'information est communiquée en temps réel et touche l'ensemble des investisseurs à l'échelle internationale. Le site internet facilite l'échange avec ses internautes à travers l'utilisation de la rubrique courrier électronique présente dans tous les sites. C'est un substitut pratique du téléphone, qui sert à garder la traçabilité de l'échange. De nos jours, la quasi-totalité des sociétés cotées en bourse possèdent leurs propres sites internet. Par ailleurs, il faut faire la distinction entre la communication financière sur internet et par internet. La première est unidirectionnelle et unilatérale. La communication financière par internet, quant à elle, permet l'échange dynamique et personnalisé. Malgré tous ses avantages, ce moyen ne permet pas la suppression des autres outils dits traditionnels. Cependant, la circulation rapide des rumeurs demeure l'un des plus gros risques auquel peut faire face une entreprise à cause d'internet.

Les réseaux sociaux : De nos jours, la tendance des réseaux sociaux émerge. Son influence n'est pas la moindre. Nous parlons essentiellement d'un certain nombre d'application et de site, dont l'impact sur le public est immense, à savoir Facebook, Instagram, Twitter, Youtube ou LinkedIn. Le nombre de leurs abonnés a augmenté d'une manière exponentielle et a montré une influence majeure, en particulier pour les jeunes générations.

- **Les clubs d'actionnaires** : d'origine américaine, cet outil se propage de plus en plus dans le monde entier. Ils sont créés dans le but de fidéliser les actionnaires, les écouter et leur présenter un service personnalisé. Toutefois, ces avantages ne doivent pas dépasser les limites, et privilégier des investisseurs en matière informationnelle.
- **Les réunions** : généralement les réunions sont tenues à l'initiative de la société, et peuvent prendre plusieurs formes :

- Face à face ou One to One avec les investisseurs institutionnels, ce qui leur permet d'avoir des réponses à leurs questions,
- Visite des sites : pour un rapprochement idéal au métier,
- Réunions régionales d'actionnaires et salons dont l'objectif est de décentraliser l'information,
- Présentations aux analystes : s'appuient sur un argumentaire fondé en se situant par rapport à son environnement concurrentiel
- Interviews dans la presse : promouvoir le discours stratégique,
- Télécommunication directe : Numéro vert, conférence téléphonique ou vidéo.

Section 2 : Qualité de la communication financière

A la lumière des travaux et des recherches réalisés pour analyser la communication financière, un point commun s'est répété à chaque définition, qui est celui de construire une image fidèle de l'entreprise. De ce fait, nous allons nous intéresser à l'étude de la qualité de la communication financière à travers deux volets : le premier relatif à sa matière première qui est l'information diffusée, et qui décide entre autres de la qualité de la communication financière. Le deuxième quant à lui concerne la communication financière elle-même, et donc nous le consacrerons à l'étude des déterminants de la qualité de la communication financière.

1. Caractéristiques du contenu de la communication financière diffusée

Nous allons dans un premier lieu, relater les différentes caractéristiques relatives à l'information diffusée. La revue de littérature laisse apparaître à l'unanimité les caractéristiques propres au contenu de la communication financière partagé, qui affectent directement ou indirectement sa qualité. La revue de littérature concernant l'étude des qualités de l'information financière est très abondante. En effet, tout un courant s'est établi autour de l'importance de la qualité de l'information financière divulguée. (Verrecchia (2001), Ball et Shivakumar (2005), Mezghani et Ellouze (2007), BRABIJE (2017)). Cette importance réside dans le fait qu'elle participe à l'amélioration de la prise de décision. De ce fait, nous avons choisi de définir les caractéristiques qui nous ont apparus les plus pertinentes, à savoir :

Exactitude, sincérité et précision : l'objectif d'une information diffusée dans le cadre d'une communication financière est de présenter à ses utilisateurs, plus précisément aux investisseurs, une image fidèle de l'entreprise. De ce fait, l'information financière doit être exacte sincère et précise permettant de refléter la réalité de l'entreprise, et une bonne visibilité sur l'ensemble de ses volets. Le contenu de la communication financière doit être conforme aussi bien à la réglementation, qu'à la réalité de l'entreprise. Le contenu de la communication financière doit retracer l'ensemble des événements, faits et opérations qu'a vécus la société. En effet, le degré de précision et d'exactitude de l'information financière est susceptible d'influencer le comportement des investisseurs positivement ou négativement. Selon Colasse (1993) le principe de sincérité du contenu partagé réside dans le fait de traduire la réalité de l'entreprise aussi précisément que possible.

Pertinence : Une information pertinente a bien le pouvoir d'influencer la prise de décision des investisseurs. Elle doit donc répondre à leurs besoins, en leur facilitant l'analyse des données de la société. L'information financière est jugée alors pertinente quand elle est diffusée à temps, afin de permettre aux investisseurs d'évaluer leurs prédictions antérieures. Les investisseurs reposent sur une information financière pertinente essentiellement pour sa valeur prédictive. Parfois, la nature même de l'information ou son importance sont capables de la rendre pertinente. La notion d'importance et de pertinence de l'information financière sont interdépendantes. En effet, une information est dite importante si son omission peut changer la prise de décision des investisseurs. Il en résulte qu'une information financière est un outil d'aide à la prise de décision.

Comparabilité dans le temps : cette caractéristique, qui n'est pas propre à l'information communiquée, mais plutôt à sa relation avec l'information diffusée par les autres entreprises. Pasqualini, (1992) qualifie l'aspect de la comparabilité comme une condition primordiale de sincérité. Elle permettra aux utilisateurs de relever les ressemblances et les différences entre les sociétés du même secteur, ce qui représente un point fort pour prendre la décision d'investir. Il est à rappeler que l'un des principes comptables est la continuité d'exploitation, qui stipule que l'entreprise est tenue d'utiliser les mêmes pratiques comptables et procédés d'un exercice à l'autre, et que tout changement dans ce sens doit être porté dans les documents financiers. Ce principe, permet aux utilisateurs de la communication financière d'une entreprise d'analyser son évolution dans le temps, et d'en faire des prédictions qui leur serviront au moment de la prise de décision.

Vérifiabilité : Le contenu de la communication financière doit reposer sur des documents, ce qui permettra à tout observateur ou utilisateur de ce contenu de vérifier sa véracité. La communication financière doit concorder avec la réalité de l'entreprise avec un grand degré de précision. C'est un point qui se manifeste comme une force probante pour le public de la communication financière, que celle-ci représente effectivement l'image fidèle de l'entreprise. Les sociétés se confient alors la responsabilité de diffuser un contenu honnête, vérifié, non trompeur et exempt d'erreur, dont le but est de convaincre son public. Derbaix & Pham, (1989) atteste que le principe de vérifiabilité se concrétise lorsque le résultat obtenu par plusieurs personnes travaillant séparément, sur les mêmes bases, est le même.

Fiabilité : Est qualifiée de fiable toute information financière digne de confiance, c'est-à-dire exempt d'erreurs, ou comporte le moins possible d'erreurs et de biais. Les investisseurs peuvent s'y fier alors pour construire une image sur l'entreprise. Nous pouvons dire que la pertinence, l'exactitude, la sincérité, la précision, la comparabilité dans le temps et la vérifiabilité sont des composantes de la fiabilité.

Universalité de l'information : l'ouverture des marchés à l'échelle internationale fait apparaître certes de nouvelles opportunités pour l'entreprise, néanmoins ; les exigences en matière d'information publiée sont rehaussées. La communauté financière est de plus en plus en quête d'uniformité de l'information. Les dernières décennies ont témoigné un nombre important de fraude et de scandales financiers. Leurs causes sont diverses, mais dont on peut citer l'hétérogénéité des méthodes de traitement de l'information financière. De ce fait, des normes internationales se sont instaurées, dans le but d'uniformiser le mode de traitement de l'information comptable et financière dans le monde entier mais également pour développer un langage comptable et financier commun et renforcer la réglementation en matière de communication financière. Ceci dit, ces normes ont pour objectif ultime d'améliorer la qualité de la communication financière, et de renforcer la transparence du contenu divulgué.

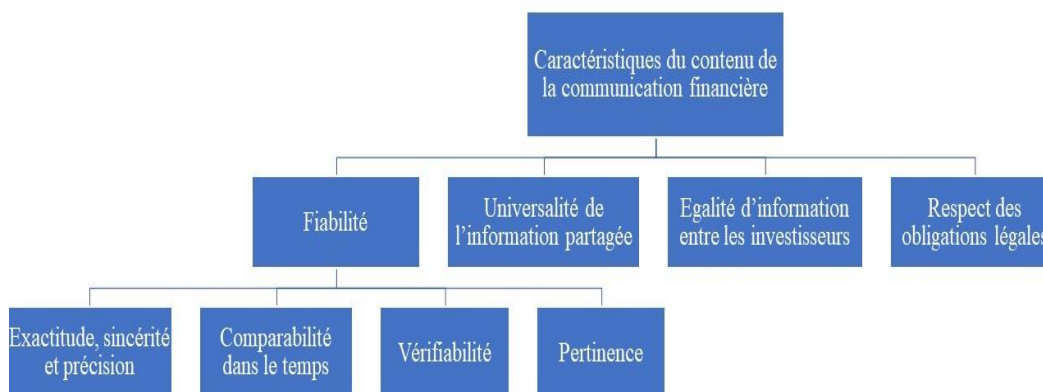
Le principe d'égalité d'information entre les investisseurs : « Celui qui détient l'information détient le pouvoir » un proverbe longuement utilisé, et transposable sur le cas de ce principe. En effet, l'entreprise doit veiller à diffuser les informations simultanément à l'ensemble des investisseurs. Et ce, pour éviter d'avantager un investisseur au détriment des autres. Dans le même cadre, toute information susceptible d'avoir une influence sur le cours boursier, ou influencer la prise de décision des investisseurs doit faire l'objet d'une diffusion intégrale, et que l'entreprise en assure l'accès simultané. La divulgation de l'information ne doit absolument

pas prendre en considération le poids de l'investisseur au sein de l'entreprise, le nombre d'actions qu'il détient ou ses relations personnelles avec le haut management.

La maîtrise et le respect des obligations légales : La mise en place d'un cadre légal, concernant la communication financière, est présente dans la quasi-totalité des pays. Ses articles présentent une grande similitude dans le fond avec quelques différences d'un pays à un autre. Le respect, ou non, des obligations légales permet de mesurer le degré de crédibilité de l'entreprise face aux acteurs du marché. Son application ne doit pas concerner uniquement les dirigeants, mais plutôt doit être généralisée sur l'ensemble du personnel.

La communication financière se confie alors la responsabilité de transmettre les informations dont les investisseurs ont besoin, tout en respectant les normes et législations édictées par les autorités compétentes. Il s'agit d'un aspect primordial, mais qui n'est certainement pas suffisant à lui seul, d'instaurer une relation de confiance avec la communauté financière.

Pour synthétiser nous pouvons schématiser ce qui précède comme suit :



Source : Conception personnelle

Figure 4 : Caractéristiques du contenu de la communication financière diffusée.

De ce qui précède, nous voyons clairement que la qualité de l'information financière (qui est la matière première de la communication financière) suscite l'intérêt des entreprises, vu le poids qu'elle peut exercer sur la prise de décision. Ainsi, ses caractéristiques sont de plus en plus prises au sérieux, et nous rejoignons le courant qui favorise la pertinence de l'information financière, car il s'agit d'un caractère qui joue directement sur la valeur du cours de l'entreprise, et par la suite cela va influencer la prise de décision.

2. Les déterminants de la qualité de la communication financière

Satisfaire les besoins informationnels des partenaires financiers et les convaincre de la crédibilité du contenu partagé est une préoccupation permanente des dirigeants des entreprises. Nous allons essayer de relever les points qui agissent dans la détermination de la qualité de la communication financière. Pour qu'elle soit utile à la prise de décision, la qualité de la communication financière dépend, outre la volonté du dirigeant, de nombreux facteurs qui y agissent directement ou indirectement. De là, nous allons nous inspirer de la classification faite par W.N Nejjar (2006), pour résumer les différents déterminants, qui nous sont apparus les plus marquants au niveau de l'impact sur la qualité de la communication financière à travers le tableau suivant :

Tableau 7 : Les déterminants de la communication financière.

Déterminants spontanés		Déterminants intentionnels	
Spécifique à la qualité de la communication financière	Non spécifique à la qualité de la communication financière	Spécifique à la qualité de la communication financière	Non spécifique à la qualité de la communication financière
Dirigeants	<ul style="list-style-type: none"> - Structure de l'actionnariat, - Taille de l'entreprise, - Secteur d'activité, - Pression sociétale. 	Conseil d'administration	Etat

Source : Conception personnelle inspirée de la thèse de W.N Nejjar (2011).

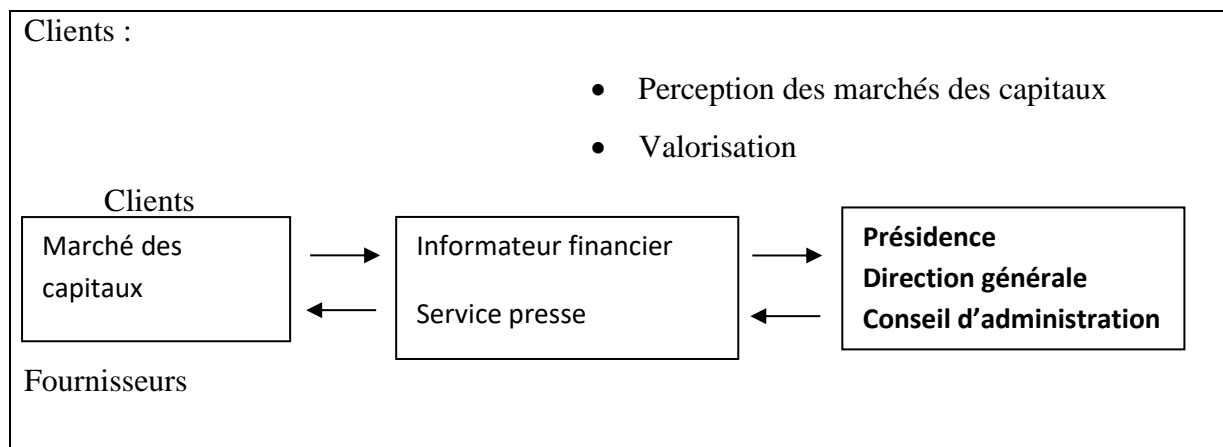
Nous allons nous contenter dans ce qui suit à l'étude des éléments qui nous sont apparus les plus probants dans la détermination de la qualité de la communication financière, à savoir : la volonté du dirigeant.

La volonté du dirigeant de faire de la communication financière de son entreprise un axe stratégique et un pilier de sa réussite, détermine le sort de la qualité de la communication financière. C'est ainsi que l'on considère que la culture, le parcours universitaire, les principes, la personnalité et les expériences font la différence entre les dirigeants, et par la suite une inégalité de la qualité de la communication financière des entreprises qu'ils représentent.

Plusieurs études ont été menées à cet effet, nous en citons Carrière (1990), Walsh et Anderson (1994) ou encore Grepme (1997). Les auteurs semblent exprimer un consensus sur l'importance de la personnalité du dirigeant dans la prise de décision. A ce stade, et au-delà du parcours académique qui peut être orienté par l'université, il nous est apparu primordial de mettre l'accent sur un facteur très déterminant dans la constitution de la personnalité du dirigeant à savoir sa culture.

Certains chercheurs, (Holmes et al (1991), Julien et Marchesay (1996) chapellier (1997)) se sont mis d'accord sur la culture du dirigeant comme un aspect qui détermine son profil psychologique et comportemental. Son attitude vis-à-vis la prise de risque est prédéterminée dès son enfance (famille, pays, coutumes) et qui influence ses pratiques professionnelles par la suite. En effet, les pratiques managériales sont d'une importance inégale.

Certains praticiens estiment nécessaire que les investisseurs doivent connaître et être convaincus par le dirigeant afin de fixer leurs prises de décisions. En effet, la responsabilité personnelle du dirigeant est engagée dans le discours de la communication financière de la société qu'il représente. A cet égard, Guimard (2007) confirme que la volonté du dirigeant de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise, lui permet d'aller en avant, et de se différencier. Elle considère que les dirigeants sont certes des fournisseurs de la communication financière, mais en sont des clients également. « ... le dirigeant ne subit pas la communication financière. Au contraire, il comprend qu'elle est un moyen unique de tirer parti de la présence de sa société sur le marché des capitaux, un levier indispensable à l'atteinte des objectifs visés par l'introduction en bourse... Il s'implique dans la définition de la stratégie de la communication financière et le fait savoir... Il estime que la communication financière est un investissement dont on peut évaluer la rentabilité dans la durée ».



Source : GUIMARD « La communication financière : Théorie et pratique » Economica (2004) p.21.

Figure 5 : Les dirigeants sont les clients de la communication financière.

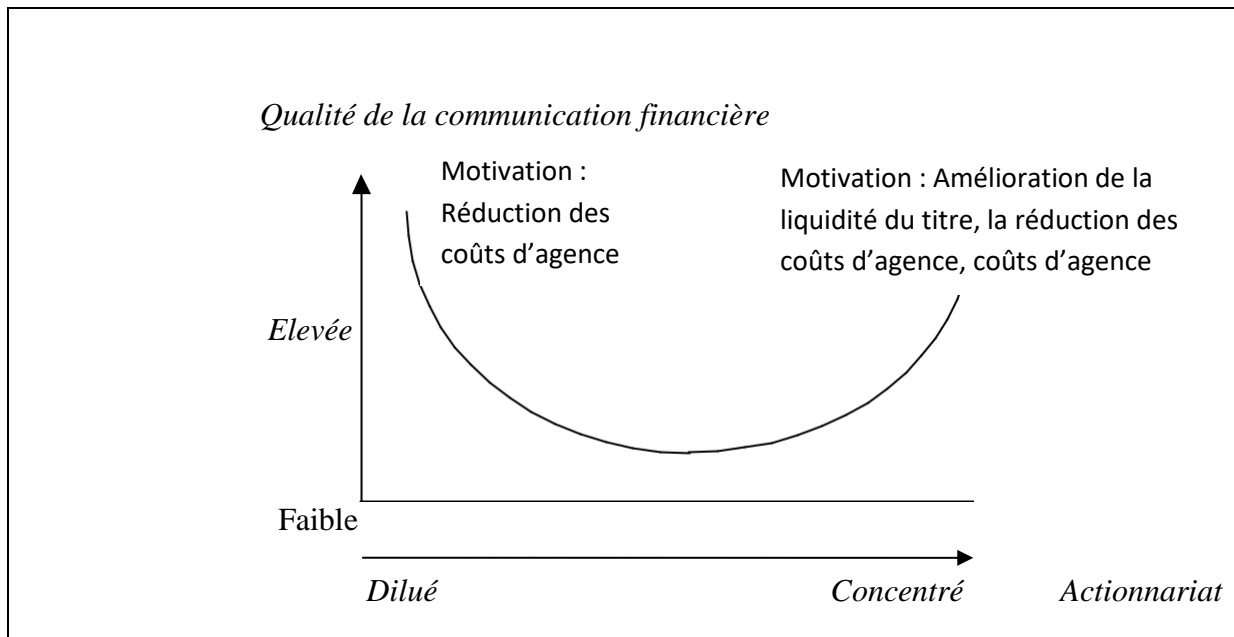
En effet, les études empiriques effectuées en la matière laissent apparaître une relation positive entre la qualité de la communication financière et la personnalité du dirigeant, nous en citons essentiellement Forker, (1992), Michèle Lacombe-Saboly & Jean-Louis Malo, (1994), Philippe Chapellier & Clotilde de Montgolfier, (1995) et Adams (1997). A cet égard, Lacombe-Saboly (1994) a prouvé dans son étude qu'un dirigeant ayant une forte personnalité participe au rehaussement de la qualité de la communication financière diffusée de l'entreprise qu'il représente, et qu'inversement un dirigeant avec un faible impact interne, ne participe pas à son amélioration.

Depuis les toutes premières études effectuées (Berniker & Mintzberg, (1984), Hart & Quinn, (1993)), les chercheurs ont insisté sur le fait qu'un dirigeant doit obligatoirement être un excellent communicant. Jean-Marie Cotteret, (2002) adjoint même que le dirigeant qui ne sait pas s'exprimer correctement est équivalent à celui qui ne sait pas penser.

La structure de l'actionariat : La revue de littérature consacrée à l'étude de la relation entre la structure de l'actionariat et la qualité de la communication financière laisse apparaître de nombreuses recherches dans le sens. Labelle R. et Schatt A., (2005) ont réalisé une étude empirique sur la structure de propriété d'une entreprise et la qualité de leur communication financière. Dans leur étude, les auteurs ont fait une comparaison entre les sociétés françaises et les sociétés américaines ; en fonction du phénomène de la dilution du capital, ils ont souligné que l'importance accordée à la communication financière n'est pas la même dans les deux cas de figure. La principale conclusion qu'ils ont pu faire est que les dirigeants maintiennent de bonnes relations avec les actionnaires quand la structure de ceux-ci est concentrée. La forte

participation du public à la prise de décision, oblige les dirigeants à améliorer leur contenu de communication financière pour s'adjuger leur soutien. Leur comparaison avec les études faites dans le contexte américain laisse apparaître une divergence : la qualité de la communication financière n'est pas particulièrement influencée par les investisseurs.

Représentation graphique de la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière.



Source : R. Labelle A. Schatt « Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises » 2005, p.100.

Figure 6 : Représentation graphique de la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière.

La taille de l'entreprise : Plusieurs études ont été menées pour examiner s'il existe une relation entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise, qui est mesurée par son chiffre d'affaires, le nombre de ses employés, le total de ses actifs et sa valeur sur le marché. Dès les premiers tests statistiques effectués à cet effet, nous notons ceux réalisés par Craven & Marston, (1999), l'influence de ce paramètre s'avère positif. Dans le même sens, Anne, (2007) explique que l'effet de la taille sur la communication est clairement visible quand l'entreprise envisage une croissance de son capital quelle que soit sa méthode. Les messages du contenu ne sont plus les mêmes, ils bénéficient d'une importance particulière, afin de mieux se positionner et de s'aligner sur la nouvelle gamme de public cible.

D'après Jensen et Jensen & Meckling, (1976) il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et les coûts d'agence. Dans le même sens, Firth, (1979) affirme cet énoncé dans son étude, et avance que satisfaire les besoins informationnels des utilisateurs de la communication financière est le même chez les petites et les grandes firmes, ce qui entraîne des coûts supplémentaires pour les petites d'entre elles, et des économies d'échelle pour les plus importantes. Plus tard en Grande Bretagne, Craven & Marston, (1999) prouvent que la qualité de la communication financière est affectée directement par la taille de l'entreprise. En s'alignant aux résultats précédents, Meek et al., (1995) ont effectué une étude empirique sur des entreprises aux Etats Unis, Royaume Uni et en Europe, dont le résultat était l'existence d'une corrélation positive entre la taille des firmes (qui dans leur cas étaient des multinationales) et la qualité des informations diffusées dans le cadre de la communication financière.

Dans le contexte arabe, les résultats ne se sont pas différenciés. L'étude menée par Habbash et al., (2016) sur 361 firmes en Arabie Saoudite durant la période allant de 2007 à 2011 ont approuvé l'influence de la taille de l'entreprise sur les pratiques managériales en matière de communication financières.

Le secteur d'activité : contrairement à la taille de l'entreprise, l'impact du secteur d'activité sur la qualité de la communication financière n'a pas pu faire l'unanimité. D'après (Guimard, 2007, p.58) « Selon que la société opère sur des marchés bien connus et documentés, qu'elle appartient à une industrie naissante ou polluante, ou bien encore qu'elle soit présente dans des pays considérés comme risqués, sa communication financière sera d'autant plus efficace qu'elle offrira un fort contenu pédagogique ». Au contraire, même au sein d'un secteur qualifié de défavorable ou difficile, l'entreprise peut en tirer profit pour devenir une référence en matière de communication financière de qualité. Plusieurs études ont été faites dans ce cadre. Selon Gibbins et al., (1992) la taille de l'entreprise a un impact direct sur la qualité de la communication financière, vu que les leaders de chaque secteur imposent implicitement leurs règles de diffusion. Ce qui rejoint l'idée de Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, (1980) stipulant que les meilleures entreprises d'un secteur d'activité donné ont tendance à publier davantage d'information que les plus petites. Wallace et al., (1994) ont confirmé que le secteur d'activité a une relation positive dans la détermination de la qualité de la communication financière. L'étude empirique réalisée par Habbouch, (2017) démontre que les entreprises appartenant au même secteur d'activité retracent les mêmes pratiques en matière de diffusion de communication financière. Dans leur étude empirique, Boubaker et al., (2011) ont prouvé

que le secteur des Hautes Technologies s'est démarqué par rapport à la qualité de la communication financière diffusée.

De ce qui précède, nous pouvons conclure qu'effectivement le secteur d'activité peut être considéré comme l'une des variables explicatives de la qualité de la communication financière.

Le conseil d'administration : son intervention est qualifiée de disciplinant de la qualité de la communication financière. C'est un contrôleur du contenu divulgué. Il a le pouvoir d'exiger l'ajout ou le retrait de toute information permettant d'augmenter la transparence de la communication financière, afin de représenter au mieux l'image fidèle de l'entreprise. La revue de littérature traitant l'impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière ; fait ressortir quatre aspects importants à savoir : La taille du conseil d'administration, la structure du conseil d'administration, le cumul des fonctions de décisions et de contrôle, et l'existence des comités spécialités.

Tableau 8 : Justification empirique concernant l'influence du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

Proposition	Hypothèse	Théorie de l'agence	Justification empirique
Conseil d'administration	Taille du conseil d'administration	Moins	Abbot, Parker et Peters (2002) et Davidson et Dahalt (2002), Bedard, Coutreau et Chtourou (2001), Coulton, James et Taylor (2001), Peasnell, Pope et Young (1998), Beasley, (1996) ; Dechow, Sloan et Sweeney (1996) ; Lipton et Lorsh (1992).
	Indépendance du conseil d'administration	Plus	Cormier (2007), Mezghani et Ellouze (2007), Cheng et Courtenay en (2005), Chtourou, Bédard et Courteau (2001), Chen et Jaggi (2000) , Haniffa et Cooke (2000), Beasley (1996), Malone, Fries et Jones (1993), Williamson (1983), Leftwich, Watts et Zimmerman (1981).

		Moins	Eng et Mak (2003), Godard et Schatt (2000), Forker (1992)
		Neutre	Coulton, James et Taylor (2001), Wright (1996).
	Cumul des fonctions	Plus	Labelle et Schatt (2005), Gul et Leung (2004), Wong (2001), Forker (1992)
		Moins	Godard et Schatt (2004), Godard et Schatt (2003)
		Neutre	Coulton, James et Taylor (2001) et Hanifa et Cooke (2000)
Existence des comités	Plus	Tifafi F. et Dufour D. (2006), Jensen et Meckling (1976)	

Source : Nejjar (2011) « Contribution à l'analyse des mécanismes de gouvernance explicatifs de la qualité de la communication financière : Cas des entreprises du SBF 120 » p. 211.

Comme le démontre le tableau ci-dessus, la taille du conseil d'administration n'a pas fait l'unanimité. Jensen & Meckling, (1976), EBONDO WA MANDZILA & ZÉGHAL, (2009); Martin Lipton & Jay W. Lorsch, (1992) s'alignent sur le fait qu'un conseil d'administration de grande taille influence la qualité de la communication financière et entrave même la prise de décision, vu que le nombre important des membres peut engendrer des problèmes de coordination entre eux et de trouver des consensus sur les situations rencontrées, ce qui implique généralement une lourdeur au niveau de la communication et de la prise de décision.

Indépendamment de la taille du conseil d'administration, plusieurs recherches ont été faites pour étudier l'impact de sa structure sur la qualité de la communication financière. Tifafi & Dufour, (2006) ; Wélé, (2009) insistent sur l'idée qu'un conseil d'administration doit être composé en outre les administrateurs internes, des administrateurs externes qui viennent contrôler l'opportunisme des dirigeants. Leur présence peut pallier au problème de l'opportunisme du dirigeant selon la théorie de l'agence. Le cumul des fonctions de décision et de contrôle a fait un long débat, Des recherches (telle que celle effectuée par Jensen (1993)) ont approuvé que qu'il doit y avoir une séparation des fonctions pour résoudre le problème de

l'asymétrie d'information. Godard et Schatt (2004) affirment que le cumul de ces deux fonctions ne fait qu'augmenter l'asymétrie d'information.

3. Apport de la théorie du signal dans l'amélioration de la qualité de la communication financière

Notre sujet ne peut être traité sans aborder la théorie du signal, qui est intrinsèquement liée à notre thématique de recherche. Dans cette partie, nous allons essayer de relater d'abord les objectifs de la théorie du signal, puis son implication dans l'amélioration de la communication financière. Développée par Stephen Ross en 1977, la théorie du signal vient combler les insuffisances des théories précédentes. Cette théorie part du constat de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs.

La théorie du signal (aussi appelée théorie des signaux, ou encore la théorie financière de la signalisation) a pour but de pallier aux insuffisances des théories développées auparavant. Cette théorie repose sur deux principes : l'asymétrie de l'information, et la signalisation financière. D'une part, l'asymétrie de l'information stipule que les dirigeants détiennent des informations que les investisseurs n'ont pas. Ce qui rend la relation entreprise-investisseurs conflictuelle. L'asymétrie de l'information est un enjeu majeur et décisif dans le mécanisme de la prise de décision. En principe les dirigeants ont des informations détaillées, précises, fiables et qui peuvent dissimuler des vérités sur l'entreprise ; ce qui peut changer les sorts des décisions des investisseurs. Cette inégalité entre ces deux parties, permet d'avantager, quelque fois, les dirigeants, en leur procurant le pouvoir d'influencer la décision des investisseurs au profit de l'entreprise. Dans le même sens, même si l'on considère que l'information est bel et bien partagée par les dirigeants, sa perception et son interprétation n'est pas la même chez ses utilisateurs. De ce fait, et afin de ne pas induire ces derniers en erreur, il faut fournir des explications concernant les chiffres, les perspectives et les projections de l'entreprise, et c'est là justement que se démarque le rôle de la communication financière. Elle sert à clarifier et surtout à éviter les mauvaises interprétations, et les rumeurs. Selon la théorie du signal, le fonctionnement du marché financier est conditionné par la circulation imparfaite de l'information financière. Dans un cadre où les dirigeants ont une information précise sur les opportunités d'investissement, deux cas de figure se présentent : soit nous faisons face à des dirigeants d'une entreprise où la communication financière est transparente et d'une qualité élevée, et qui vont transmettre clairement et nettement les points faisant de leur entreprise

l'occasion à saisir pour les investissements, soit nous faisons face à des dirigeants qui sélectionnent les axes et points à afficher dans leur communication financière, afin de faire croire aux investisseurs une bonne image de l'entreprise qui ne la représente pas réellement. La capacité de changer à volonté le résultat net à communiquer à la communauté financière, procure aux dirigeants le pouvoir de manipuler les investisseurs. Ce point est parfois considéré par des analystes comme une intelligence financière, et parfois il est réprimandé par d'autres. Généralement, les dirigeants profitent de deux stratégies pour atteindre leur but de fraude, à savoir le lissage des résultats et le timing de la diffusion.

D'après Wirtz, (2005), le lissage des résultats est un acte d'opportunisme. Une pratique qui permet aux dirigeants de manipuler les décisions des investisseurs. Une communication financière transparente doit refléter les résultats tels quels sont, sans aucune modification, et ce indépendamment de l'intention des dirigeants (même si elle est bonne).

Cette manœuvre non appréciée par quelques financiers, nuit à la qualité de la communication financière, car elle empêche les investisseurs de percevoir le degré du risque qu'ils peuvent encourir en s'engageant avec cette société. Stolowy & Breton, (2003) quant à eux qualifient le lissage comme avantageux à la fois pour les dirigeants que pour les actionnaires ; d'une part pour les dirigeants car cela leur permet de réduire leur taux d'endettement, et d'autre part pour les actionnaires d'une autre part, vu qu'ils gardent le même niveau confortable de la rémunération.

La deuxième possibilité pour défaire et maquiller les résultats, il s'agit de la gestion stratégique des résultats, et plus précisément le timing de la diffusion du contenu de la communication financière. En effet, certains financiers avancent que le timing de la diffusion de la communication financière, peut-être plus précieux que le contenu lui-même. De là, les investisseurs affirment que plus les informations sont annoncées tôt, plus ils pourront évaluer ces prédictions, et par la suite la crédibilité des dirigeants. De ce fait, un dirigeant ayant pour objectif d'assurer une communication financière de qualité, mise sur l'ajustement de ses prévisions en fonction de la conjoncture, ou tout autre élément pouvant modifier les prévisions, ainsi que sur sa diffusion à temps, laissant aux investisseurs la marge d'analyser et d'être convaincus par cette stratégie. Le haut management a pris conscience que rehausser la qualité de la communication financière, revient à réduire l'asymétrie de l'information communiquée, et viser la transparence du contenu divulgué. C'est ainsi que la communication financière est considérée comme un signal au marché.

Selon la théorie du signal, les investisseurs sont tenus de prendre leurs décisions sur la base d'un certain nombre de signaux émis par l'entreprise. Celle-ci, a le devoir de convaincre ses cibles de la crédibilité des informations communiquées. A titre d'exemple, quand une entreprise annonce qu'elle a contracté une dette bancaire, cela envoie implicitement un signal positif au marché qu'elle est en bonne santé financière, que ses prévisions pour les investissements futurs sont bonnes.

La banque ayant accordé le crédit, a bien pris le temps d'analyser les circonstances actuelles et futures de l'entreprise. Ceci dit, elle envisage d'accroître ses rendements, pour rembourser d'une part sa dette, et d'autre part pour se procurer un surplus pour rémunérer ses actionnaires ainsi que pour le développement de ses activités. Ceci dit, la structure financière est l'un des signaux les plus robustes, que l'entreprise peut émettre à son public (les investisseurs en particulier) via sa communication financière, car elle permet de relater son fort potentiel, ce qui lui permettra de se distinguer sur le marché.

Il est à noter que certaines décisions prises par les dirigeants sont considérées comme un élément de signalisation permettant d'évaluer leurs qualités en termes de rationalisation et de gestion, nous citons principalement le cas du choix chronologique de lancer une émission des actions. Les études menées dans le cadre de la théorie du signal ont pu démontrer que le timing est aussi pris en considération pour la levée des fonds. En effet, pour rehausser ses fonds, une entreprise peut faire appel à l'émission de ses actions. Le timing de cette opération n'est pas choisi au hasard, l'entreprise ne s'y met que lorsque le cours de son action est à son plus haut niveau. A cet effet, c'est le comportement des dirigeants vis-à-vis de la prise des décisions de financement qui compte.

Les études menées par Trueman (1986) valident que la communication financière d'une qualité élevée est un signal probant pour le marché financier. L'auteur confirme que la valeur d'une entreprise au sein du marché, dépend de la perception qu'ont les investisseurs à son encontre, et aux capacités de ses dirigeants et leurs flexibilités à prédire et rectifier les anticipations par rapport à l'environnement et la conjoncture économique.

La revue de littérature des travaux réalisés sur la base de la théorie du signal en relation avec la qualité de la communication financière fait relever qu'une communication financière jugée favorable permettrait de réduire un certain nombre de risques ; nous citons particulièrement le risque lié à la dispersion des analyses et des prévisions effectuées par les analystes financiers, et le coût de capital (rendement attendu en contrepartie de l'investissement). Il faut préciser

que les nouveaux moyens de diffusion de la communication financière, plus précisément le site internet, laisse aux dirigeants une marge de manœuvre importante. Ils y voient une opportunité pour diminuer l'asymétrie d'information.

Outre le choix des informations à diffuser, l'entreprise bénéficie d'un plus grand écho, vu que de nos jours c'est le moyen le plus populaire et le plus utilisé par le monde entier. Ce moyen permet de rehausser la qualité de la communication financière, vu qu'il permet aux investisseurs d'épargner les coûts de collecte de l'information.

Nous récapitulons que la théorie du signal fournit un cadre d'analyse théorique de l'importance de la communication financière dans le processus décisionnel. Nous choisissons de nous positionner avec le courant qualifiant la communication financière comme un moyen phare qu'utilisent les entreprises pour envoyer des signaux à ses parties prenantes, et plus précisément aux investisseurs afin d'influencer leurs opinions. Nous rejoignons également les études qui approuvent l'importance du timing de la diffusion de la communication financière dans la prise de décision.

Section 3 : La communication financière au Maroc

1. Réglementation de la communication financière au Maroc du CDVM à l'AMMC

La Bourse de Casablanca est, comme toute autre place boursière, le lieu de rencontre par excellence des sociétés en recherche de fonds pour financer leurs investissements, et les agents en offrant leurs excédents. Créée en 1929, la Bourse de Casablanca, a connu de nombreuses modifications juridiques, techniques et réglementaires. Nous nous intéresserons dans cette partie à l'AMMC (auparavant CDVM), qui est l'intervenant qui nous intéresse, vu son statut de contrôleur de la communication financière.

Le conseil Déontologique des Valeurs Mobilières CDVM a été créé en 1993. Il s'agit d'un organisme public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière, dont la mission principale était de veiller à la surveillance du marché des capitaux au Maroc. Le CDVM était doté d'une indépendance lui permettant d'exercer ses missions. En effet, selon l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), les autorités de régulation financière dans un pays doivent être indépendantes et responsables.

Quatorze ans plus tard, l'OICV signe avec le CDVM la convention multilatérale d'échange et de coopération (Multilateral Memorandum of Understanding / MMOU). Une convention qui vaut une reconnaissance de la conformité de l'Autorité et de la législation régissant les marchés de capitaux au Maroc aux standards internationaux dans le domaine de la régulation financière. Selon l'article premier du DAHIR PORTANT LOI N° 1-93-212, le CDVM « veille au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières et en particulier s'assure de l'équité, de la transparence et de l'intégrité de ces marchés. Il assiste le gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation de ces marchés ».

Le CDVM a pour mission de veiller à la conservation et à la protection de l'épargne investie, et ce à travers le contrôle de l'information financière diffusée. Appelé aussi « Gendarme de la Bourse », il assure le fonctionnement du marché dans de bonnes conditions, mais essentiellement essaie de garantir la transparence, l'intégrité et la sécurité du marché financier. En effet, dans une perspective de renforcement des autorités de régulation, le CDVM laisse place à l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux AMMC. Instituée par le Dahir n° 1-13-21, l'AMMC est dirigée par un président. Ce changement vise en un premier lieu le

renforcement de l'indépendance de l'autorité pour une meilleure supervision des marchés des capitaux. La question qui se pose : est-ce que L'AMCC n'est pas soumise à un contrôle ? Bien évidemment, L'Etat procède au contrôle de l'AMMC à travers un commissaire du gouvernement nommé par le ministre chargé des finances.

Le CDVM était présidé par un conseil d'administration assurée par le Premier Ministre ; l'AMMC a changé ce mode de gouvernance, il repose actuellement sur un conseil d'administration, un collège des sanctions et un conseil scientifique. Le Ministre de l'Economie et des Finances propose un président de l'AMMC au chef de gouvernement, qui le propose à son tour à Sa Majesté le Roi pour la nomination. La transparence des marchés passe impérativement par le rehaussement des standards de communication financière et extra-financière, par l'amélioration des règles de gouvernance des émetteurs et le renforcement du contrôle de l'information. Telle est la définition des conditions pour améliorer la transparence des marchés. L'AMMC s'est assignée principalement les missions suivantes :

- S'assurer de la transparence du marché,
- Assurer l'application des règles de la législation et de la réglementation,
- Garantir l'égalité de traitement des épargnants et des investisseurs en matière d'accès à l'information,
- Adopter des mesures préventives en renforçant le contrôle.

A cet égard, le collège des sanctions a été institué pour assurer le respect des règles. Organe autonome au sein de l'AMMC, ayant pour mission d'instruire les dossiers susceptibles de faire l'objet d'une sanction. Composé d'un magistrat et de deux membres désignés par le conseil d'administration, sa mission consiste sur le fait d'étudier les dossiers suspects, en donner l'avis neutre et proposer au président du conseil d'administration la sanction disciplinaire adéquate.

L'AMMC s'est dotée d'un Conseil Scientifique afin de contribuer au développement de la connaissance scientifique en relation avec le marché des capitaux. Son rôle est d'assister la recherche scientifique, en produisant et en assistant les thématiques de la finance des marchés. Les modifications apportées au CDVM, sont le résultat du développement du marché financier marocain, et de la vision du Maroc pour garder le même niveau des normes des marchés financiers internationaux.

Au fil du temps, le marché financier marocain a connu une évolution remarquable en matière de communication financière. La quasi-totalité des sociétés cotées se sont obligées de publier

des documents extra-financiers. Un point fort qui a permis à la Bourse de Casablanca de développer l'indice « Casablanca ESG 10 ». Un indice qui analyse les opportunités d'investissement et les politiques de gestion de portefeuilles.

Premier axe stratégique de l'AMMC, la communication financière des sociétés cotées a pris de l'ampleur au Maroc. Ainsi, plusieurs recommandations se sont développées afin de répondre au principe de la transparence, en instaurant le document de référence, en présentant aux émetteurs des modèles type de document d'information, et en sanctionnant tout retard de diffusion d'information. Les nouveautés apportées sont synthétisées dans le rapport annuel 2019 de l'AMMC en trois axes principaux (Annex 3).

2. La communication financière au Maroc

Au Maroc, comme dans tout autre pays du monde, les informations concernant une société cotée, doivent être portées à la connaissance du public dans le cadre de sa communication financière. Inspirées du modèle français, les communications émises dans la Bourse de Casablanca, se font d'une manière périodique. On entend par information périodique ; les rapports financiers communiqués d'une manière annuelle et semestrielle. La législation marocaine exige également des publications des informations importantes (ou dites permanentes), et des informations occasionnelles. Dans un but d'atteindre la transparence du marché, la circulaire de l'AMMC n°03/19 vient implémenter de nouvelles règles concernant la communication financière des sociétés cotées sur la Bourse des valeurs de Casablanca.

En effet, les sociétés cotées sont tenues, à l'instar de la loi précitée, de publier obligatoirement un rapport financier annuel sur leur site internet, et ce dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice. Elles doivent également publier un communiqué de presse dans un journal d'annonces légales, contenant au minimum les bilans et comptes de produits et charges sociaux et consolidés, le cas échéant, un commentaire sur les réalisations, les rapports des contrôleurs de compte sur les comptes sociaux consolidés, le cas échéant, en indiquant de manière explicite le lien internet permettant d'accéder au rapport financier annuel. Des changements qui visent un contenu de communication financière plus pertinent, et plus complet.

L'obligation de publication concerne les rapports semestriels aussi, dans un délai ne dépassant pas les trois mois qui suivent la clôture du premier semestre de chaque exercice. Ledit rapport doit comporter un commentaire relatant les différents faits marquants du semestre, tout en fournissant des explications sur la variation des comptes. Suite à l'entrée en vigueur de cette

nouvelle loi, un contrôle rigoureux et régulier a été effectué par l'AMMC qui portait essentiellement sur :

- Le respect des délais et supports de publication,
- L'exhaustivité du contenu exigé par la réglementation ;
- La clarté, la cohérence et la pertinence de l'information publiée.

Les contrôles effectués font ressortir les résultats suivants :

Tableau 9 : Résultat du contrôle des publications annuelles au titre de l'exercice 2018.

Nature des constats	Nombre de constats
Non-respect des délais des publications financières	3
Non-respect de l'exhaustivité des états publiés	2

Source : Rapport annuel de l'AMMC 2019, p.90

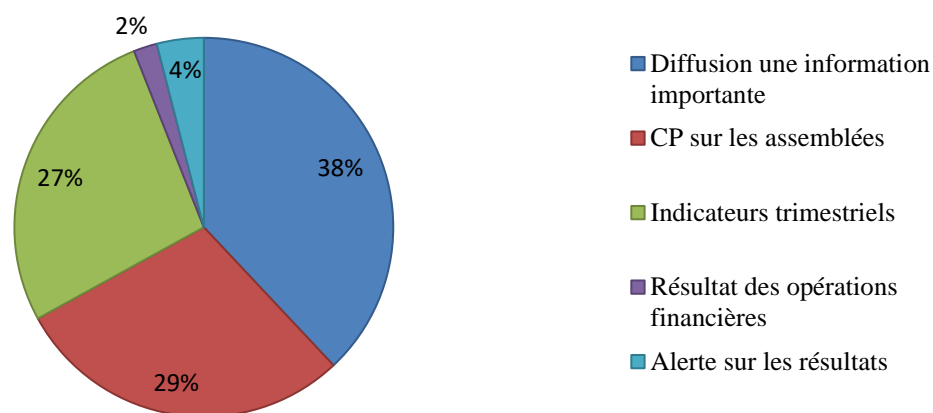
Tableau 10 : Résultat du contrôle des publications financières réalisées en application de la circulaire 03/19.

Nature des constats	T2 2019	S1 2019	T4 2019
Non-respect des délais des publications financières	16	02	04

Source : Rapport annuel de l'AMMC 2019.

Comme il a été cité auparavant, toute information jugée importante, pouvant modifier le cours d'une entreprise ou influencer les décisions des investisseurs doit faire l'objet de publication. En 2019, suite à l'application de la circulaire de l'AMMC, le marché a témoigné une augmentation de 72 % des communiqués de presse publiés par rapport à l'année 2018.

Répartition des publications par objet du communiqué en 2019



Source : Rapport annuel AMMC 2019.

Figure 7 : Répartition des publications par objet du communiqué en 2019.

3. Communication financière face au Covid 19 au Maroc

En période de crise, la communication financière est la facette de l'entreprise face à son environnement. Parfois, seule la communication d'une entreprise peut déclencher une crise à son encontre. De ce fait, et vu les circonstances actuelles de l'année 2020, il nous est apparu essentiel d'aborder l'axe de la communication financière en période de crise d'une manière générale, et d'analyser plus précisément la situation actuelle de la communication financière pendant cette période de pandémie au Maroc.

La vie d'une entreprise ne peut être exempte de crises. La communication financière peut être un moyen probant, pour stabiliser la situation d'une entreprise durant ces périodes critiques. Résultats financiers alarmants, rumeurs, situation de grève ou même de guerre dans un pays donné peuvent éveiller une situation de crise.

Par sa définition, une crise est une suite d'événements exceptionnels qui viennent perturber la continuité de l'activité ordinaire. Selon Westphalen, (2004) : « Quand la crise revêt une dimension publique, les médias s'en emparent et donnent au dysfonctionnement générateur de la crise une autre ampleur. C'est précisément cette accélération, tant fonctionnelle que médiatique, qui contraint l'entreprise à réagir. Pour ne pas subir la crise, il faut alors prendre en main sa résolution et sa communication ».

Quelle soit d'origine interne ou externe, une crise représente un défi à relever pour l'entreprise. D'où l'émergence de se baser en amont sur une stratégie de crise, dont la communication financière est souvent l'acteur principal.

La première étape de toute stratégie de crise repose sur l'identification des risques potentiels. Cela revient à évaluer les problèmes qui peuvent subvenir au sein de l'entreprise, au niveau technologique, commercial, managérial... Ou encore des problèmes relatifs à l'environnement, tel qu'un changement de la législation et la réglementation ou par exemple une modification des conditions du secteur d'activité. Néanmoins, des événements imprévus peuvent changer brusquement l'activité de l'entreprise : le Corona Virus en est l'exemple concret. Une fois les risques définis, l'entreprise est tenue d'anticiper, et de décider de sa manière de réagir, non seulement en informant sur les faits, mais plus particulièrement rassurer le large public, tout en gérant l'état d'urgence dans laquelle elle se trouve. (Libaert et Westphalen, 2014, p.71) : ont synthétisé les ripostes possibles (voir annexe 9), à savoir :

- Le silence : ne pas réagir, ou délivrer le minimum d'informations,
- Offensive : nier la crise, chercher à retourner l'opinion,
- Transfert : de responsabilité sur autrui (salarié, agence, fournisseur...)
- Reconnaissance : l'entreprise avoue sa faute, collabore avec les médias,
- Discretion maitrisée : lâcher progressivement des éléments.

Le timing joue un rôle décisif en période de crise, car il faut prononcer le bon message au bon moment. A cet effet, une nécessité de collaborer avec des spécialistes ayant une vision externe et neutre de la situation est fortement sollicitée. Le post crise est aussi d'une importance remarquable. Cela permet une relecture des événements, et renforcer son image vis à vis du marché. La crise sanitaire relative au Corona Virus était à l'origine du bouleversement sans précédent du monde entier. Le marché boursier marocain n'y a pas échappé. Débuté en Mars 2020, le Corona Virus a marqué son premier cas atteint au territoire. Les autorités marocaines ont priorisé la santé des citoyens, et ont pratiquement mis en « stand-by » l'économie nationale. Les entreprises se sont retrouvées en arrêt d'activité. La Bourse des valeurs de Casablanca a connu alors une chute incomparable, suite à laquelle les décisions des investisseurs se sont mises en péril.

L'AMMC intervient, pour fixer les règles imminentes durant cet état d'urgence sanitaire. Effectivement, selon l'article 15 de la loi 44-12 portant sur l'appel public à l'épargne, les sociétés cotées sont tenues de rendre public, toutes informations pouvant influencer les

décisions des investisseurs, dès qu'ils en ont pris connaissance. L'AMMC sollicite les sociétés cotées pour la publication de l'impact de la propagation du Corona Virus au Maroc sur leur activité. L'AMMC a tenu de leur rappeler que les publications trimestrielles, doivent contenir obligatoirement un commentaire sur le trimestre écoulé, mais également leurs prévisions concernant l'impact de la pandémie sur l'activité.

La communication financière se fait remarquer comme élément clé dans la relation sociétés-investisseurs pendant la crise sanitaire. Certaines sociétés ont relevé le défi et ont pu rassurer leurs parties prenantes, d'autres par contre ; se sont retrouvées dans l'incapacité de s'affirmer devant un avenir incertain. Face à cette panique, et grâce aux recommandations et mesures directives édictées par l'AMMC en matière de communication financière, le marché financier a pu résister au choc. L'AMMC a tenu d'actualiser régulièrement ses recommandations en faveur de la communication des sociétés.

La communication financière de l'année 2020 au Maroc ne peut guère passer inaperçue. Les actionnaires et les parties prenantes sont assoiffés pour toute information pouvant influencer leurs décisions. Les sociétés de leur part, sont méfiantes vis-à-vis des informations qu'elles divulguent. Certes, elles n'ont aucun pouvoir sur la publication des comptes de résultats, toutefois les explications qu'elles y apportent, peuvent modifier les sorts. D'où la nécessité de détailler l'impact de la crise sanitaire sur l'activité de la société et sur sa santé financière dans les annexes des rapports publiés. Remporter le défi revient alors à établir des plans prévisionnels de la situation future, et proposer une diversification de scénarios et de solutions à adopter, afin de cerner le risque au maximum, et dans le but de convaincre ses investisseurs. Le discours approuvé peut être décisif pour le destin de la société. La transparence demeure le terme phare sur lequel insistent toutes les recommandations de l'AMMC. Par dérogation, l'AMMC accentue sur le fait que les sociétés peuvent tenir leurs assemblées générales ordinaires ou extraordinaires pour approuver leurs comptes, par les moyens de communication audiovisuels ou visioconférences, comme assouplissement durant l'état d'urgence sanitaire déclarée par l'Etat marocain.

L'AMMC a informé les sociétés cotées, sur les canaux de transmission de leurs communications financières, tout en maintenant les délais de publication. Le recours aux plateformes électroniques était la solution envisageable. L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux a pu garantir la centralisation, sur son site internet, de toutes les communications financières des sociétés cotées, pour en assurer l'accès au public. L'AMMC souligne aux

acteurs du marché des capitaux que les communiqués de presse des indicateurs du premier trimestre de l'année 2020 doivent être publiés :

- Immédiatement après la tenue de la réunion,
- Simultanément dans le site internet de l'émetteur, dans un journal d'annonces légales.

Bien évidemment une copie est adressée à l'AMMC pour centralisation sur le site comme il a été évoqué auparavant. Le contenu des communiqués de presse était mis sous la lumière également. Il doit englober obligatoirement des indicateurs sociaux et consolidés de son émetteur, entre autres nous citons :

- Indicateurs sur l'activité en termes de chiffre d'affaires et de volume de production,
- Investissements et désinvestissements de la période écoulée,
- Endettement.

Mise à mal, la communication financière au Maroc a fait preuve de résistance dans un contexte où il est difficile de communiquer. Réellement la totalité des communications financières ont été à la portée du public à temps. Cependant, les explications apportées par les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca semblent être timides durant le premier trimestre de l'année 2020. Réticence et hésitation expliquées par l'incertitude sur l'effet que peut avoir l'information publiée sur ses récepteurs.

Conclusion

En guise de conclusion, nous pouvons dire que la communication financière a pu s'approprier une importance majeure au sein des entreprises. Une importance qui s'affirme jour après jour. Elle a pu acquérir une dimension stratégique afin de renforcer son image face au marché financier et d'augmenter sa crédibilité vis-à-vis ses cibles.

Le contenu de la communication financière est minutieusement examiné aussi bien par les responsables de cette fonction que par le haut management de la société. C'est un discours qui représente les valeurs, les objectifs et les axes stratégiques de la firme.

En effet, le contenu de la communication financière est passé d'une simple corvée annuelle, à une opportunité que les entreprises se précipitent à saisir. Présenter un contenu étoffé d'informations d'une qualité élevée, et globalisant les différents aspects et ambitions de la société, revient à connaître les attentes de ses cibles en matière informationnelle. Les

obligations légales à elles seules ne sont plus suffisantes pour convaincre un public ; des informations extra-financières sont requises pour se distinguer sur le marché.

En effet, faisant face à une multitude de cible rend la tâche difficile pour l'entreprise, néanmoins elle permet de rétablir et de renforcer la relation de confiance entre l'entreprise et son public, surtout dans le cadre d'un environnement incertain, caractérisé par des crises, des fraudes et des scandales financiers.

Au Maroc, la communication financière s'est inspirée du modèle français pour établir un cadre général de cette fonction. Aujourd'hui le Royaume est en quête permanente pour l'amélioration des règles régissant la communication.

En somme, les différentes recherches et études menées dans le cadre de l'explication des mécanismes de la communication financière, ont prouvé la relation étroite entre la qualité de la communication financière et la prise de décision. Cette dernière fera l'objet d'étude du prochain chapitre.

Chapitre II : Le processus décisionnel des investisseurs institutionnels au cœur du projet de l'investissement

Introduction

Dans une continuité des perspectives du premier chapitre, ce second chapitre a pour objectif d'expliquer les autres variables de notre travail de recherche, à savoir la prise de décision et les investisseurs institutionnels.

Conscients de leur ampleur, les marchés financiers veillent à accorder une importance majeure à ces acteurs puissants, à savoir les investisseurs institutionnels. Leur rôle certes sert à assurer l'intermédiation financière en assurant la rencontre entre les agents avec un excédent de fonds avec ceux qui en ont besoin, mais le monde des finances sait que leur décision d'investissement ou désinvestissement en faveur d'une entreprise donnée n'est pas sans conséquences.

Ceci dit, outre l'importance de ces acteurs, l'acte même d'investir préoccupe aussi bien les investisseurs que les entreprises. De ce fait, le présent chapitre tentera de combiner l'étude de ces deux concepts en deux sections.

Section 1 : les investisseurs institutionnels : une victoire dans les marchés financiers

1. Investisseurs institutionnels au détriment des investisseurs individuels

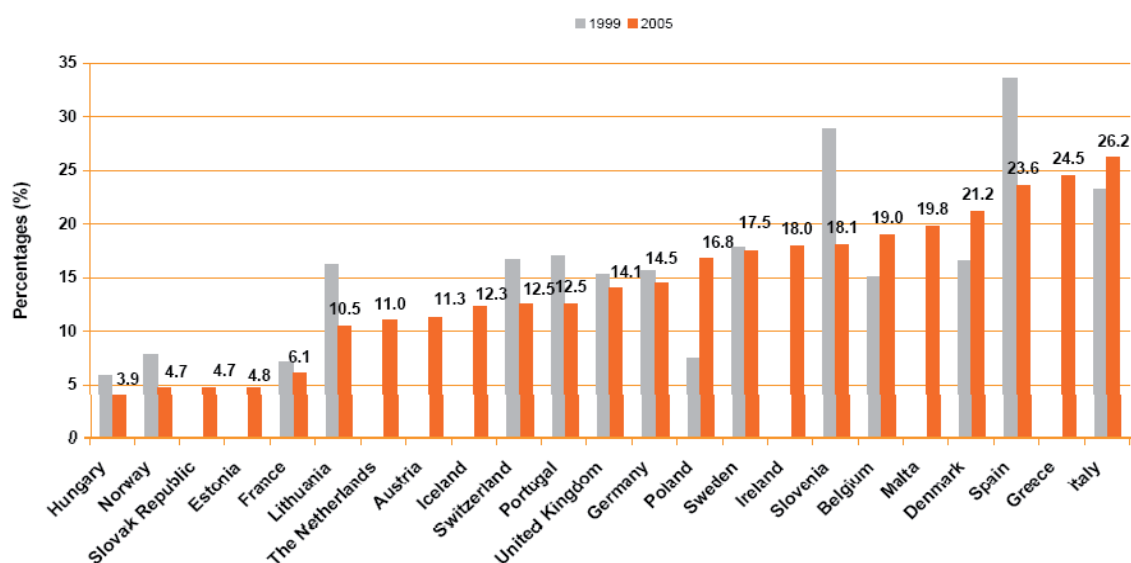
A l'instar des changements massifs qu'a connus le monde des affaires ces dernières années, la structure de l'actionariat s'est métamorphosée à son tour, elle s'est démarquée et s'est caractérisée par une nouvelle phase de capitalisation à travers l'introduction des investisseurs institutionnels. De ce fait, nous allons nous intéresser dans ce qui suit à comprendre ce que sont ces investisseurs institutionnels et quel est leur rôle dans le processus de prise de décision.

En effet, l'ouverture du monde de la finance s'est qualifiée certes par la diversification des instruments et outils, mais également par la variété de ses acteurs. D'après Gurley et Shaw (1960), le système financier, dont le rôle principal est la rencontre entre les agents en besoin de financement et les agents ayant la capacité du financement, fonctionne de deux manières différentes : soit directement, soit à travers l'intermédiation financière. Dans cette perspective, les investisseurs institutionnels constituent aujourd'hui un pilier fondamental de la finance des marchés via leur rôle d'intermédiaire financier.

A notre connaissance, dans la littérature abordant le sujet, très peu de chercheurs ont proposé une définition claire de la catégorie des investisseurs individuels. Nous notons celle de Bouzoubaa (2015) qui définit l'investisseur individuel comme suit : « 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 ses placements ».

Une étude faite par Darras Barquiseau et Viviane Neiter en (2016) a démontré le déclin des actionnaires individuels minoritaires dans presque tous les pays de l'Europe durant la période allant de 1999 à 2005, comme le montre le schéma ci-après :

INDIVIDUAL INVESTORS / HOUSEHOLDS
Evolution 1999 - 2005



Source : N.D Barquisseau « Vers une meilleure compréhension des actionnaires individuels minoritaires : Une étude exploratoire » Ed Management et avenir 2013.

Figure 8 : Evolution de la part des AIM dans les différents pays européens de 1999 à 2005 (FESE, 2007).

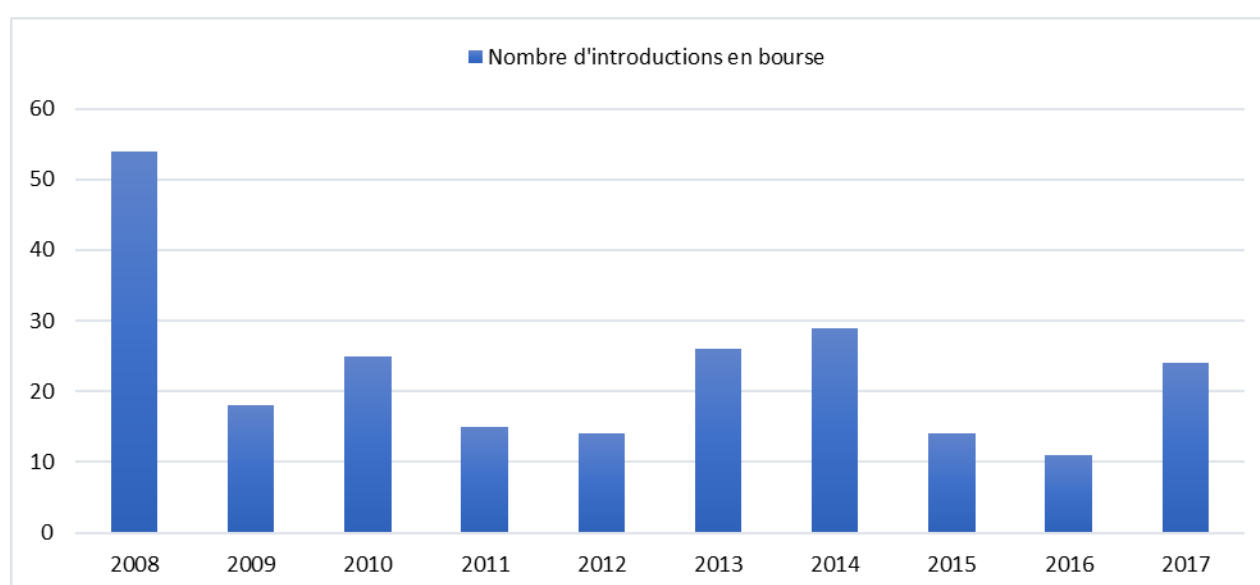
Cette baisse, est expliquée par l'auteure par deux raisons : d'abord les effets de la crise économique et financière qu'a connues le monde au début des années 2000, mais aussi à cause de l'éclatement du concept d'internet, qui a indirectement changé les comportements des investisseurs et a émergé l'apparition de nouvelles classifications des investisseurs notamment les investisseurs institutionnels. Ces petits porteurs de fonds deviennent de plus en plus minoritaires, et agissent à travers des intermédiaires.

Dans le même contexte, les entreprises recherchent un financement par fonds propres auprès des investisseurs pour financer leurs besoins à court ou à long terme en vendant une participation sous forme d'actions. Les sources de financement par actions comprennent les bénéfices non répartis, le capital d'investissement, les offres publiques et les plateformes de financement participatif. La croissance d'une entreprise grâce à un marché boursier très actif est très essentielle pour assurer son accès au financement par le biais d'offres publiques (OCDE, 2019).

La figure suivante présente le nombre d'introductions en bourse d'entreprises dans la région MENA. En effet, la difficulté à collecter des données et à analyser les introductions en bourse dans la région de 2014 à 2017 en est la principale raison sur la base des rapports boursiers

annuels et des rapports d'introduction en bourse d'Ernst & Young (EY) dans la région MENA (OCDE, 2019).

D'après la figure 11, nous retenons que de 2008 à 2017, 230 entreprises de la région MENA sont entrées en bourse. De ce fait, la valeur moyenne des fonds propres par entreprise qui ont été levés par ce biais sur la période est forcément élevée. Comme la figure l'indique, 2008 et 2014 ont été les bonnes années pour les introductions en bourse d'entreprises de la région MENA. Il nous semble qu'après la crise financière de 2007-2008, le nombre d'introductions en bourse au sein de la région MENA a augmenté. De 2014 à 2017, ce nombre a diminué d'année en année par rapport auparavant.



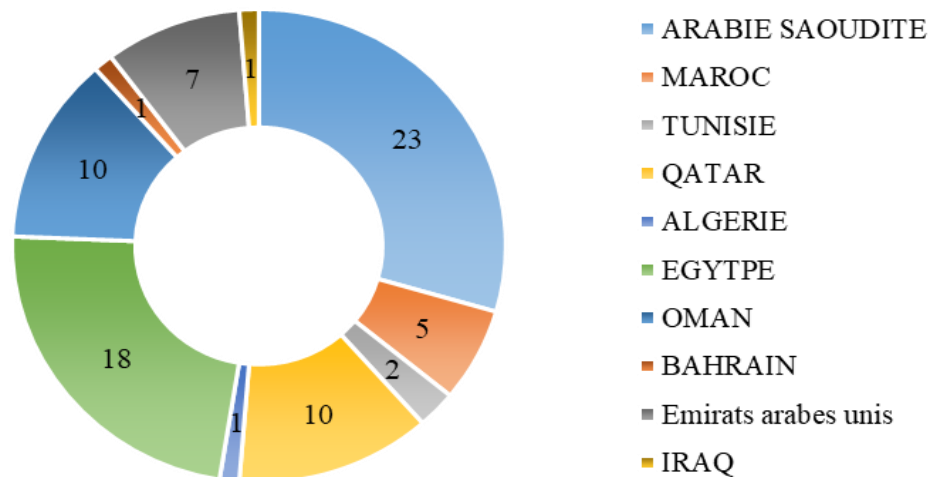
Source : Adapté des rapports d'EY sur les introductions en bourse dans la région MENA et des sites internet des places boursières.

Figure 9 : Introductions en bourse dans la région MENA, 2008-2017.

A travers l'analyse de la Figure 12, on constate que de 2014 à 2017, la plupart des introductions en bourse des entreprises de la région MENA ont eu lieu en Arabie Saoudite et en Égypte. À elles toutes, les introductions en bourse réalisées dans ces deux pays ont permis aux sociétés concernées de lever 10,2 milliards USD. Cependant, celles réalisées en Arabie Saoudite ont largement dépassé les opérations équivalentes lancées en Égypte en termes de montant des capitaux (Ernst & Young 2018).

Nous comprenons à présent que les investisseurs individuels représentent une proportion modérée du total des transactions sur les autres marchés de la région MENA (WFE (2017a). La Bourse de Casablanca fait exception parce qu'elle constituait d'une base d'investisseurs

institutionnels et elle ne représentait que 10% de la valeur totale des transactions réalisées par les investisseurs individuels en 2016. Le chiffre pour 2016 était 40 % à la Bourse du Koweït, 51 % à la Bourse du Qatar, 30 % à la Bourse de Bahreïn et 83 % à la Bourse saoudienne (Tadawul). Nous en déduisons qu'en 2016, les investisseurs institutionnels ont représenté 90% du marché boursier marocain.



Source : Adapté des rapports d'EY sur les introductions en bourse dans la région MENA et des sites internet des places boursières.

Figure 10 : Nombre d'introductions en bourse par pays, 2014-2017.

Une catégorie qui devient de plus en plus minoritaire, mais qui présente tout de même des avantages pour l'entreprise. Les investisseurs individuels attirent l'attention des dirigeants grâce à leur fidélité. Selon Nagy et Obenberger (1994), les facteurs qui définissent le comportement de cette catégorie demeurent classiques ; il s'agit en l'occurrence de la maximisation des richesses et la minimisation des risques. Mais ils prennent en considération également d'autres facteurs d'ordre environnementaux de l'entreprise.

Selon Pozniak et Scoubeau (2020), le marché financier s'intéresse dernièrement aux investisseurs individuels afin de mieux appréhender leur comportement en ce qui concerne la prise de décision de leurs investissements. Le volet comportemental suscite ici l'intérêt des économistes pour expliquer le processus de la prise des décisions, plus précisément les décisions sur le long terme.

L'étude de la psychologie des investisseurs d'une manière générale et des investisseurs individuels plus spécialement n'a pas uniquement pour objectif de les catégoriser, mais surtout

d'analyser leur comportement vis-à-vis la notion du risque. Ce qui permettra aux entreprises de les satisfaire.

Nous allons synthétiser dans le tableau suivant, la vision de quelques auteurs sur les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels :

Tableau 11 : Synthèse des principales différences entre investisseurs individuels et investisseurs institutionnels.

Auteurs	Année	Type d'investisseurs étudiés	Particularité	Conséquences
Moussavou	2019	Individuels	Peu d'expérience pour faire face aux risques	Se dirigent vers les start-ups, laissant le terrain pour les institutionnels
Lubochinsky	2011	Individuels	Peu de connaissance du domaine	
Séjourné	2006	Individuels	Manque de diversification du portefeuille	Font confiance aux institutionnels pour cette tâche
Hanin	2005	Institutionnels	Rôle majeur dans la finance socialement responsable	Assurer la cohésion entre la finance et l'économie sociale
Cardona et Fender	2003	Institutionnels	Inciter la titrisation	Réanimer le marché financier
Brabet	2002	Institutionnels	La main invisible derrière les mutations des stratégies des entreprises	Résolution des problèmes de gouvernement des entreprises

Source : Conception personnelle élaborée à partir de la revue de littérature

L'évaluation des risques de la part des investisseurs individuels réfèrent principalement au problème de l'asymétrie informationnelle. En effet, leur part des titres que ces investisseurs détiennent ne leur confie pas le privilège d'accéder à toute l'information, contrairement aux investisseurs institutionnels.

Dans le même contexte, et en appliquant les principes de la théorie d'agence, il s'avère que les investisseurs institutionnels ont un impact direct sur les coûts d'agence. Dans un premier volet et d'après Schneider (2000), le fait que les investisseurs institutionnels soient impliqués dans le processus de l'intermédiation financière, donne lieu à des frais supplémentaires. Un deuxième volet qui s'avère influencer les coûts dans le cadre de la théorie d'agence, il s'agit des coûts de surveillance. Dans ce cas, le principal ne peut être en mesure d'évaluer le travail du professionnel. Néanmoins, ceci requiert beaucoup de connaissances et de compétences.

D'après Bouzoubaa (2015), les investisseurs institutionnels au terme de la théorie d'agence ont un contrat à double face. La première les lie à leurs clients. Le second est entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants des entreprises.

Cela nous mène à évoquer la problématique de la confiance des investisseurs individuels dans les marchés financiers. Autrement dit, le manque d'expérience et de moyens que ce type d'investisseurs éprouvent, peut être à l'origine de la baisse de leur participation sur les marchés du monde entier. En revanche, les investisseurs institutionnels, se montrent plus confiants face aux aléas des marchés financiers.

A l'aube de l'année 2008, on assistait à une nette baisse de la participation des investisseurs individuels dans les marchés financiers mondiaux. Un tel constat peut être expliqué par un contexte financier de plus en plus difficile suite aux différents crashes boursiers, fraudes et crises financières.

Cette montée en puissance des investisseurs institutionnels était à l'origine d'une propagande sur le sujet du pouvoir conféré à cette catégorie d'investisseurs, dans la participation à la gouvernance des entreprises, et dans la définition de leurs différentes stratégies.

Dans son article rédigé en 1998, Morin met l'accent sur la gestion des grandes entreprises françaises, et affirme qu'elle a connu une transformation radicale. Et ce, à travers l'entremise des grands gestionnaires de fonds de pension américains. Jeffers et Plihon (2001) dans leurs travaux de recherche, affirment ce constat et rajoutent que les fonds de pension américain ont certainement pris un poids prépondérant dans le capital des grandes entreprises françaises

certes à cette époque. Cependant, pris individuellement, ces acteurs sont en effet des actionnaires minoritaires. Pourtant, le pouvoir qu'ils exercent dépasse leurs parts détenues de ces entreprises.

Commons (1924) propose un cadre théorique pour la construction d'une théorie des investisseurs institutionnels, prenant en compte la position de contrôle qu'ils occupent au sein du marché financier.

En effet, le cadre d'analyse commonsien nous confirme que la présence massive des investisseurs institutionnels au sein du marché financier est d'une importance majeure, car ils jouent implicitement un rôle régulateur de l'activité financière à travers la souveraineté politique.

En effet, l'émergence des institutionnels au sein des marchés financiers avait pour bienfait selon Gillan et Starks (2003) de mieux surveiller et contrôler la gestion des entreprises. La montée en puissance des institutionnels était à l'origine de l'abandon du modèle rhénan, qui était axé sur une vision sur le long terme, et qui repose sur le compromis social entre employeurs et syndicats en Allemagne.

Au Canada, Rousseau (1996) confirme que les investisseurs institutionnels suivent un chemin sûr pour remplacer progressivement les investisseurs individuels. Selon l'auteur, leur rôle est aussi bien de gérer les portefeuilles de leurs actionnaires, que de prendre la décision en tant qu'actionnaires ou investisseurs.

Parfois, les investisseurs institutionnels agissent en contrepoids au pouvoir des dirigeants des entreprises. Et ce, dans un objectif de maximisation des profits des actionnaires, mais aussi dans une perspective de rééquilibrage des intérêts de l'ensemble des parties prenantes, en minimisant les conflits d'intérêts.

Effectivement, l'intervention des investisseurs institutionnels dans la gestion des entreprises n'a pas fait l'unanimité des chercheurs. Dans ce sens, Ponsart (2011) contredit ces pensées. Il affirme en effet que l'importance des investisseurs institutionnels ne constitue pas forcément une pression pour les entreprises au point de leur dicter ou même intervenir dans la définition de leurs stratégies.

Pour conclure, nous pouvons dire que l'actionnariat individuel demeure faible dans le monde entier. C'est le cas également pour le Maroc où les investisseurs individuels sont rares dans le

marché boursier. La quasi-majorité des investisseurs font recours à l'intermédiation au détriment de la finance directe.

Il nous semble que d'après ce qui précède, la présence des investisseurs institutionnels au sein du processus de l'intermédiation financière a pour objectif d'aligner les intérêts des actionnaires avec ceux des dirigeants ce qui explique leur montée en puissance au détriment des investisseurs individuels. Ceci, n'exclut pas le fait qu'ils impliquent des coûts supplémentaires par les porteurs de fonds.

2. Les investisseurs institutionnels entre activisme et passivité

La montée en puissance de la présence des investisseurs institutionnels dans la quasi-totalité des pays du monde a suscité l'intérêt d'un nombre intéressant des chercheurs, afin de comprendre leur fonctionnement et leur comportement.

La revue de littérature laisse apparaître une hétérogénéité du comportement des investisseurs intentionnels, qui peut varier entre la passivité et l'activisme. Dans cette partie nous nous intéresserons à la revue de la littérature expliquant ces deux cas de figures.

2-1 La passivité des investisseurs institutionnels

Il faut savoir que les investisseurs institutionnels ont été pendant de très longues années des agents inactifs. C'est au cours des dernières années qu'ils ont commencé à prendre conscience de leur pouvoir d'influencer les décisions des entreprises. L'intervention des investisseurs institutionnels au niveau de la gouvernance des entreprises a fait de nombreux débats entre les chercheurs. Il y en avait ceux qui encourageaient cette participation active, et d'autres par contre, voyaient que cela ne fait que nuire à la gestion et au développement des entreprises aussi bien sur le court terme que sur le long terme.

Le premier courant de la littérature abordant l'analyse du comportement qu'adoptent les investisseurs institutionnels vis-à-vis les entreprises est plutôt neutre. Ce courant admet que l'influence exercée par ces institutionnels sur les entreprises est minimale voir même inexistante. Nous parlons donc de la passivité des investisseurs institutionnels.

Ce courant de neutralité, présume que les investisseurs institutionnels s'abstiennent d'intervenir dans la gouvernance des entreprises. D'après Hansen et Hill (1991), certains

investisseurs institutionnels choisissent de ne pas intervenir dans les décisions des entreprises et leurs stratégies, du fait qu'ils détiennent des titres à court terme, nécessitant des coûts sur le court terme alors que ses résultats ne verront le jour que sur le long terme.

Ce raisonnement rejoint un peu les la théorie adverse de l'activité et plus précisément celle qui prend la forme de la myopie, que nous aurons l'occasion de voir avec plus de détails dans cette section.

Black (1990) a également soutenu cette idée. Selon le chercheur, certains investisseurs préfèrent ne pas influencer les décisions des dirigeants. Selon lui, un investisseur institutionnel doit garder son rôle initial et traditionnel, qui consiste à gérer son portefeuille sans obligatoirement intervenir au niveau interne de l'entreprise.

D'après Hirschman (1970) explique que les deux théories de l'activisme et de la passivité peuvent expliquer conjointement le comportement des investisseurs institutionnels à travers leur coexistence.

Il rajoute que la passivité des investisseurs institutionnels peut être expliquée comme une forme d'insatisfaction des investisseurs institutionnels, qui préfèrent ne pas réagir, car c'est le choix le moins coûteux.

Certainement, cette attitude neutre de la part des investisseurs institutionnels n'est pas validée par tous les chercheurs. A titre d'exemple Orléan (1999) affirme qu'à cet effet, certains investisseurs institutionnels préfèrent renoncer à leur droit de vote pour participer à la gouvernance des entreprises et ce, en vue privilégier la liquidité instantanée des titres qu'ils détiennent, c'est-à-dire la possibilité de pouvoir les vendre et les liquidités à n'importe quel moment.

D'après Gomez et Korine (2007), les gérants des entreprises s'investissent sérieusement alors que les investisseurs institutionnels ne s'y intéressent pas vraiment et se préoccupent uniquement des dividendes sur le court terme.

C'est ce reproche spécifique qu'on adressait aux institutionnels passifs. Leur poids en termes des titres qu'ils détiennent, ainsi que la facilité qu'ils ont pour accéder à l'information, leur permet de diriger les décisions des entreprises. Ce qui peut être considéré comme un manque à gagner pour les dirigeants.

Cretes et Rousseau (1997) Ben M'Barek (2001) admettent que le marché financier français favorise la passivité des investisseurs institutionnels, ceci est expliqué par sa nature, qui se caractérise par le verrouillage du capital. Ceci dit, le cas français réunit généralement des institutions passives qui soutiennent les décisions des dirigeants des entreprises, et leur délèguent le pouvoir de la prise de décision. Selon l'auteure, lesdits institutionnels optent pour la cession des titres en cas d'insatisfaction.

Qu'en est-il alors du cas contraire, c'est-à-dire des investisseurs institutionnels qui ne se contentent pas du rôle de la simple constatation, mais plutôt choisissent d'intervenir dans la gouvernance des entreprises ?

2-2 L'activisme des investisseurs institutionnels

D'après Bushee et Goodman (2007) les investisseurs institutionnels ont un accès facile à l'information. Sur cette base, ils peuvent évaluer aisément les entreprises. Ce qui constitue un critère de poids lourd dans leur choix d'investissement.

En effet, les entreprises dont les gérants préservent une grande partie d'informations pour eux même ne font pas partie des cibles des investisseurs institutionnels. Comme il a été cité avant, les investisseurs institutionnels se caractérisent par le volume de leurs opérations. Ils effectuent généralement des transactions sous forme de blocs d'actions. Un volume qui leur procure un pouvoir (tantôt dit implicite tantôt explicite) sur les entreprises, ce que nous l'appelons communément l'activisme des investisseurs institutionnels.

Girard (2004) a parlé dans ses travaux de recherche de l'activisme institutionnel qui se manifeste par la pression indirecte faite par les investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises. Dans le même sens, Bianchi et Enriques (2001) présentent l'activisme des investisseurs institutionnels comme légitime, et se traduit par le pouvoir qu'ils exercent sur les entreprises et qui a pour conséquence un impact sur son mode de gestion ou de gouvernance. Ce pouvoir peut être étendu pour toucher les décisions stratégiques des entreprises.

Les études effectuées dans cette perspective peuvent être divisées en deux courants, le premier confirme que l'activisme institutionnel joue en faveur des sociétés (Bughin (2011), Monaco et Bughin (2011)), et un deuxième courant qui énumère les effets négatifs de cette intervention. Toutefois, il existe quelques chercheurs qui ne partagent pas ces mêmes pensées. A titre d'exemple Corpataux et Crevoisier (2011) pensent qu'aux Etats Unis, l'activisme actionnariale

n'est qu'un effet de vitrine. Ceci est expliqué par l'existence d'un nombre limité d'investisseurs institutionnels sur le marché qui le domine.

Sahut et Othmani (2010) précisent que l'activisme des investisseurs institutionnels a pour mission certes de bien contrôler les entreprises et les décisions prises par leurs dirigeants, mais surtout à leur diriger et orienter afin d'opter pour les meilleurs choix disponibles. Selon les mêmes auteurs, le pouvoir des investisseurs institutionnels peut se manifester au cours du processus de la prise de décision, et ce à travers l'utilisation de leur droit de vote indépendamment du nombre des titres qu'ils détiennent. Les décisions prises par les dirigeants se voient alors influencées par les institutionnels.

Afin de mieux appréhender le comportement des investisseurs institutionnels vis-à-vis des entreprises et du degré d'influence exercé sur les dirigeants, la revue de littérature laisse apparaître trois volets explicatifs de ce concept. Nous synthétisons ci-après les éléments explicatifs de l'activisme des investisseurs institutionnels, ainsi que les chercheurs les plus marquants qui les ont abordés :

La bataille des procurations	Le choix des investissements		Les mécanismes de gouvernance
Les petits porteurs délèguent leurs pouvoirs de vote.	Hansen et Hill (1991) : effet positif	Agrawal et Mandelker (1992) : négatif	Implication dans les décisions tel que la rémunération des dirigeants

De ce qui précède, nous pouvons conclure que l'activisme des investisseurs institutionnels a autant d'avantages que d'inconvénients. La question qui se pose est qu'est ce qui conditionne cet activisme ? Et quels sont les facteurs qui poussent les investisseurs institutionnels à participer à la prise de décision des gérants d'entreprise ?

La littérature fait apparaître l'horizon des investissements comme le premier élément définissant l'attitude des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire, s'ils vont adopter une stratégie active ou par contre vont opter pour la passivité. Ceci dit, il faut savoir que le type d'institution fait la différence entre ses choix stratégiques, mais aussi le type de participation qu'ils détiennent.

La situation d'un investisseur institutionnel qui opère sur le court terme, et qui ne va pas subir une pression lors de la liquidation des titres n'est pas la même d'un investisseur institutionnel qui, quant à lui, joue sur le long terme et qui fait face à la pression des actionnaires lors de la vente des titres. Ces deux situations font que le choix de l'un diffère de l'autre.

A ce sujet, un courant de recherche défend la « myopie » des investisseurs institutionnels, tandis que d'autres soutiennent l'interventionnisme sur le long terme. La myopie des investisseurs institutionnels, dont nous parlons ici comme elle a été définie par Hansen et Hill (1991), Bushee (1998), Graves (1990) et autres, consiste à pousser les dirigeants des entreprises à privilégier les gains à court terme, au détriment de la croissance de l'entreprise sur un horizon plus lointain. Cette situation est issue de la pression que les investisseurs institutionnels eux-mêmes subissent de la part des actionnaires. Cette myopie des investisseurs institutionnels peut conduire dans des cas à une myopie des dirigeants des entreprises, ce qui peut causer un sous-investissement de ces dernières.

Un deuxième courant favorise que les investisseurs institutionnels encouragent plutôt les investissements sur le long terme des entreprises. Les institutionnels savent qu'il faut s'intéresser à des critères qui leur donne une idée sur la vision des dirigeants par rapport au futur de l'entreprise. Notamment, la qualité du management et les objectifs des dirigeants sur la politique d'investissement et le maintien des gains sur le long terme.

Chen et al (2007) soutiennent l'idée de l'activisme interventionniste, selon laquelle ils considèrent que les liens entre les investisseurs institutionnels et les entreprises (avec les dirigeants plus précisément) s'intensifient lorsqu'il s'agit des relations de longues durées, ce qui leur permet d'avoir un avantage informationnel à moindre coût.

D'après Sahut et Othmani (2010), le niveau de participation des investisseurs institutionnels est un facteur clé déterminant leur activité ou leur passivité. Selon les auteurs, la structure de leurs portefeuilles va déterminer leur stratégie active ou passive vis-à-vis les entreprises. Ceci dit, un portefeuille très diversifié veut dire que le pourcentage du capital détenu par l'institutionnel est relativement faible. Du coup, il lui serait difficile et coûteux de collecter les informations de chacune de ces entreprises et de les traiter.

2-3 L'activisme et la passivité des investisseurs institutionnels à travers les théories

Les apports théoriques de la littérature financière qui ont tenté d'étudier le comportement des investisseurs institutionnels sont abondants. Le comportement de ces derniers que nous avons pu voir auparavant se manifeste sous forme de passivité ou activisme. L'activisme étant considéré comme la façon à travers laquelle les actionnaires expriment leur mécontentement du gouvernement de l'entreprise. A cet effet, plusieurs théories se sont positionnées pour épauler les différentes pensées économiques autour du comportement des investisseurs institutionnels.

Dans un premier rang, nous citons les théories qui supportaient l'activisme des investisseurs institutionnels. Il s'agit principalement de la théorie de l'enfermement des institutions initiée par Aoki (1984). Cette théorie se base sur le fait que les investisseurs institutionnels détiennent parfois des parts, qui ne leur permettent pas la négociation. De ce fait, ils sont dans l'obligation de rester prisonniers de leurs titres. A cela, s'ajoute le coût que peut engendrer leur sortie du capital de la firme qui les décourage de prendre cette initiative. Ce positionnement pousse les investisseurs institutionnels à réagir activement dans la gouvernance de la firme, dans l'espérance d'améliorer sa rentabilité (ou ses conditions d'une manière générale).

Cette même théorie avance que la sortie du capital d'une société de la part des investisseurs institutionnels ne leur présente pas des avantages concurrentiels, mais au contraire la session des titres par les institutionnels peut engendrer carrément un effondrement du cours boursier. Ainsi, une fois la cession des titres s'est faite, les occasions pour réinvestir ces fonds se trouvent de plus en plus rares. Les investisseurs institutionnels privilégient alors le contrôle de la gouvernance de l'entreprise.

La passivité des investisseurs institutionnels a représenté de son tour un champ d'étude pour les chercheurs qui la soutenait, à commencer par la théorie du portefeuille. D'après les principes de la théorie du portefeuille, les investisseurs institutionnels doivent chercher à diversifier la composition de leur portefeuille, plutôt que de chercher à contrôler ou influencer les décisions des dirigeants des entreprises dont ils détiennent les titres. En cas de mécontentement, la théorie du portefeuille privilégie la vente des titres de la société au lieu du contrôle des décisions de ses dirigeants.

Le principe de la théorie du portefeuille implique que les investisseurs institutionnels sont tenus de diversifier leur portefeuille dans une perspective de diminution des risques potentiels. Cependant, la diversification explicite également la diminution du pouvoir d'intervenir au sein de chacune des entreprises, et adopte par la suite le principe de la passivité.

Hirschman (1970) quant à lui, supporte les deux théories précédentes. L'auteur se base sur le fait que les deux idées de la passivité et l'activisme peuvent coexister. L'auteur utilise les deux théories pour expliquer le comportement des investisseurs institutionnels dans leur prise de contrôle des entreprises. L'auteur n'exclut pas pourtant l'option de la vente en cas du mécontentement des investisseurs institutionnels. Il considère que la prise de contrôle est une manière de montrer son mécontentement et un moyen pour essayer de changer les stratégies adoptées par la société.

En guise de conclusion, nous pouvons dire que l'importance de la présence des investisseurs institutionnels au sein des marchés financiers demeure indéniable. Leur poids s'est imposé et s'est confirmé à travers le rôle qu'ils représentent dans l'équilibre des économies à l'échelle internationale. Le comportement que ces institutionnels adoptent vis-à-vis les entreprises dont ils détiennent les titres peut s'avérer soit passif, c'est-à-dire qu'ils préfèrent exercer leur rôle traditionnel d'intermédiaire financier sans intervenir dans les décisions prises par les dirigeants des entreprises, soit actif, et dans ce cas généralement les investisseurs institutionnels essaient d'exprimer leur volonté de changer les sorts des entreprises afin d'améliorer leurs situations et leurs conditions.

Il nous semble que la théorie initiée par Hirschman (1970) est la meilleure solution pour expliquer le comportement des investisseurs institutionnels vis-à-vis les dirigeants de l'entreprises. En effet, il n'y a aucune raison (à notre sens) qui peut empêcher les deux idées de coexister. Ceci, va dépendre de plusieurs facteurs économiques, sociaux, environnementaux et autres qui conditionnent l'état de l'entreprise. Ceci dit, nous pensons que pour la même société, les mêmes investisseurs institutionnels vont adopter un comportement différent selon la situation (Tantôt actif, tantôt passif).

Au Maroc, le marché financier n'a pas échappé à la tendance haussière des investisseurs institutionnels. Les études ont démontré leur présence au niveau de la gouvernance des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, et ce, a forcément un impact sur le processus décisionnel d'investissement. Cependant, Oubenal et Zeroual (2017) affirment que la forte présence d'un certain nombre s'institutions financières (les auteurs ont mentionné la CDG et

la CIMR) au niveau des capitaux des entreprises cotées au Maroc, ne signifie pas qu'ils exercent un pouvoir sur eux, mais plutôt qu'ils sont convoités par ces sociétés à participer activement dans leurs réunions, afin de les faire participer dans la mission de la levée des fonds.

Sur un échantillon de 49 entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, une étude a été menée par Bousetta (2019) afin d'étudier le degré d'implication des institutionnels sur les décisions prises (y compris la décision de la divulgation de la communication financière) par les entreprises cotées au Maroc. Les résultats de l'étude ont approuvé les affirmations de Oubenal et Zeroual (2017), et confirme que le degré auquel les investisseurs institutionnels et non significatif.

Afin de positionner notre travail de recherche et de mesurer l'activisme des investisseurs institutionnels, nous nous sommes concentrés sur l'influence des parties prenantes et l'ensemble des stratégies et vision selon lesquelles les investisseurs institutionnels prennent action dans la société cible, et ce afin d'améliorer le rendement sur investissement. Ces stratégies comprennent toute action de contrôle visant l'amélioration de la valeur de la société. Nous nous sommes davantage encouragés à penser que l'activisme des investisseurs institutionnels permet d'orienter la stratégie de la communication financière de l'entreprise dans le sens d'une meilleure valorisation de leurs titres et de défendre l'intérêt commun des actionnaires, et ce dans le but ultime d'influencer la prise de décision d'investissement.

Dans cette optique, il nous semble opportun de considérer l'activisme des investisseurs institutionnels comme légitime, tant qu'il exerce un pouvoir sur les entreprises et impacte leur mode de gestion ou de gouvernance. Ce pouvoir peut être étendu pour toucher les décisions stratégiques des entreprises.

Dans cet ordre d'idée, il nous semble d'après l'analyse de ces données, et contrairement au contexte européen ou américain, les investisseurs institutionnels au Maroc adoptent une position passive vis-à-vis des décisions des entreprises cotées, mais cela n'empêche qu'ils gardent un œil sur leurs activités. Autrement dit, ils jouent un rôle de surveillance.

3. Les typologies des investisseurs institutionnels

La revue de la littérature traitant le sujet des investisseurs institutionnels les a regroupés en plusieurs catégories. Selon Brancato (1997) et Nejjar (2011) les investisseurs institutionnels sont représentés en quatre catégories à savoir : les fonds de pension (publics et privés), les

compagnies d'investissement, les compagnies d'assurance et les banques. D'autres courants de chercheurs, rassemblent les investisseurs institutionnels en trois catégories uniquement : les fonds de pensions, les banques et les compagnies d'assurance, et puis les organismes de placement collectif. Nous allons essayer de définir les investisseurs institutionnels dans cette partie selon cette dernière classification qui, à notre avis, nous semble la plus pertinente et la plus adéquate à notre terrain de recherche.

3-1 Les fonds de pension

Selon Boubel et Pansard (2004) le rôle des fonds de pension réside dans le fait de collecter les cotisations salariales et patronales des salariés, et de les investir dans des actifs financiers, dans un but de financer les futures retraites. Les chercheurs affirment qu'il s'agit « d'une véritable assurance de retraite pour les salariés ».

(Gréau 2000, p.18) définit les fonds de pension comme étant des organismes dédiés principalement au financement des retraites. La collecte de leur fonds se fait à travers des cotisations salariales et patronales des deux secteurs publics et privés, dans un but de payer les retraites actuelles et futures.

Selon (Artus et Legros 1992, p.125) le rôle des fonds de pensions se résume en quatre objectifs qui se persécutent sur l'économie nationale, et qui sont comme suit :

- « Augmenter l'épargne privée,
- Adapter les systèmes de retraite selon les cycles économiques et démographiques,
- Développer la capitalisation,
- Modifier les structures de placement et de financement des agents économiques ».

Gréau (2000) précise que ces organismes font terreur aux économies internationales, du fait des problèmes qu'ils commencent à rencontrer dus au nouveau cycle de vie caractérisé par sa longueur. A cet effet, les économies mondiales commencent à s'inquiéter par rapport à l'incapacité que peut encourir ces fonds à payer les retraites. Les économistes ont commencé alors des débats concernant un modèle économique à suivre pour pallier aux insuffisances de ces organismes.

Le modèle Britannique du fonctionnement des fonds de pension a connu un franc succès, qui l'a rendu un modèle pour les pays de l'Europe. En effet, ces institutions ont un effet macroéconomique aussi bien en termes de flux et de stock, dont une grande partie est investie par la suite dans la capitalisation boursière britannique. D'après Rosen (1992), les fonds de

pension ont tendance à jouer un rôle pro-cyclique en abaissant le prix du facteur du travail en période d'euphorie boursière.

Cependant, d'après Gréau (2000), les fonds de pension font débat autour de leur activité et l'effet qu'ils ont vis-à-vis de l'économie. Selon l'auteur, les fonds de pension n'ont pas vraiment participé à la croissance économique américaine.

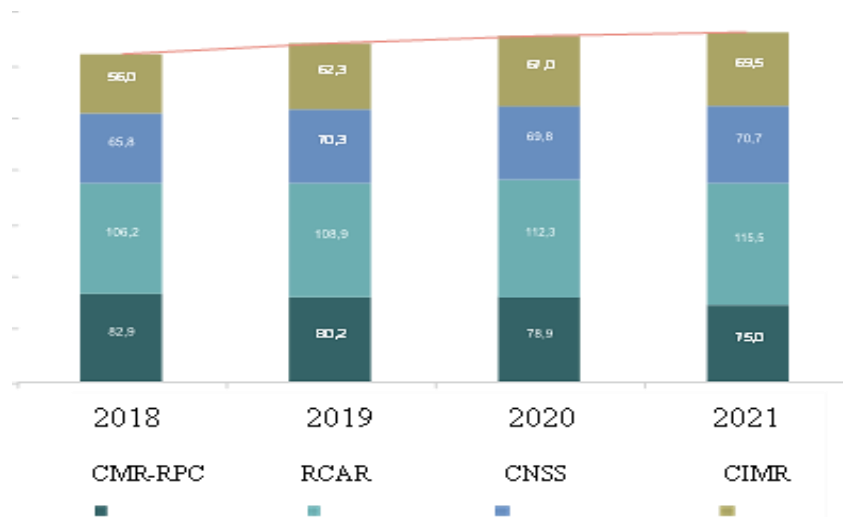
Dans le contexte français, le lien entre les fonds de pension et l'épargne n'a pas échappé au débat. La part croissante des fonds de pension anglo-saxons détenant des parts des entreprises françaises en est la preuve. Majnoni a analysé trois rapports établis par Davanne, Lorenzi et Morin (1998) afin d'en tirer les effets que ces institutions ont sur l'économie française. Les rapports sont d'accord sur le fait que la durée de vie du citoyen français est allongée par rapport aux années précédentes, ce qui engendre un déséquilibre du système français de retraite. De ce fait, il est primordial que l'Etat trouve des solutions pour résoudre ces insuffisances.

Le débat sur le système répartition-capitalisation conclut que certes la capitalisation est une meilleure solution sur le long terme, mais cela n'empêche qu'elle engendre des coûts sur le court terme. Charpin (1998) approuve cette conclusion et rajoute que cet élément doit être pris en compte lors de la recherche des solutions.

D'après Davanne et al (1998) et suivant le modèle américain, la gestion des fonds de pension doit être déléguée à des professionnels de la gestion financière.

Selon Babeau (1991), la protection de la vieillesse repose essentiellement sur le système de la répartition et non de la capitalisation. Selon l'auteur, deux niveaux de réflexion se présentent : D'abord considérer les fonds de pension comme les autres investisseurs institutionnels, ayant pour objectif de gérer un stock important d'épargne. Ensuite, considérer le dualisme capitalisation-répartition existant afin de protéger la vieillesse.

Au Maroc, deux caisses de retraite interviennent au niveau de la Bourse de Casablanca. Il s'agit essentiellement de la CIMR et la CMR, auxquelles nous ajouterons dans cette catégorie deux mutuelles à savoir : la MAMDA-MCMA et la CNOPS.



Source : Rapport annuel sur la stabilité financière n°09 Exercice 2019, p.98 www.ammc.ma

Figure 11 : Evolution des réserves des régimes de retraite (en milliards de dirhams)

Il s'avère que les placements des régimes de retraite suivent une tendance haussière durant les dernières années. Ils ont enregistré une augmentation de 1% à la fin de l'année 2021, avec un volume qui a atteint 332,8 milliards de dirhams.

3-2 Les banques

La banque joue un rôle primordial dans l'équilibre de l'économie des pays. Elle est l'intermédiaire par excellence entre les agents économiques ayant un excédent de fonds, avec ceux qui en ont besoin.

A cet effet, Fall (2011) rejoint cette définition en précisant que l'une des causes du retard des économies des pays du sud, est l'exclusion (indirecte) du financement bancaire des personnes démunies.

Fall (2009) rajoute que la banque est un intermédiaire financier ayant l'objectif principal de collecter les fonds, dans un but de financer les projets qu'elle juge rentables.

D'après (Bialès 2020, p.10) « on appelle banque toute institution financière détenant le pouvoir de créer de la monnaie. Et qui peut le plus peut le moins : les banques peuvent réaliser l'intermédiation financière alors que les intermédiaires financiers 'purs' n'ont pas le pouvoir de création monétaire ».

(Bogaert 1966, p.30) définit la banque comme étant : « une profession commerciale qui consiste essentiellement à recevoir des dépôts à vue ou à terme et à prêter les fonds disponibles à des tiers en agissant en créancière ».

D'après Godowski et Maque (2009), les banques interviennent au niveau de l'économie nationale en tant qu'acteur essentiel d'équilibre. Selon les auteurs le rôle que jouent ces institutions en tant qu'intermédiaire financier permet la transformation des actifs financiers en liquidité.

Babeau (2008) affirme dans son article que la titrisation est énormément bénéfique pour les institutions financières avant de participer au déroulement des économies car elle donne en effet de la souplesse dans l'équilibrage des bilans des banques.

D'après Arestis et al (2001) les banques sont les premiers acteurs qui participent à soutenir la croissance économique à travers les marchés financiers. Ils aient tout de même difficile de tester empiriquement l'effet que les institutions financières ont sur la croissance économique, toutefois la présence des banques se démarque à cet effet, grâce à leur rôle d'intermédiaire financier.

Dans ce même sens, Augier et Soedarmono (2012) affirment que l'intervention des banques en tant qu'intermédiaire financier permet de minimiser les risques, et ce en diversifiant les risques, ce qui impose que le développement du secteur bancaire pèse énormément sur l'activité des secteurs financier.

Bialès (2020) synthétise dans son article « L'intermédiation financière » le rôle joué par les banques au niveau de l'économie nationale d'une manière générale, et dans les marchés financiers plus précisément :

- « Elles fournissent de la liquidité aux épargnants (les banques ont un passif liquide et un actif liquide), ceci génère structurellement un risque de crise de liquidité des banques ; d'où la régulation, l'assurance des dépôts, les financements sur les marchés financiers ne fournissant pas de liquidité,
- Elles détiennent une information de qualité sur les emprunteurs, avec la relation de long terme qu'elles ont avec les emprunteurs, l'information disponible sur les marchés financiers concerne les grandes entreprises, mais pas les petites ou moyennes entreprises,

- Elles diversifient les risques, ce qui permet aux banques d'avoir un passif sans risque (les dépôts) et un actif risqué (les crédits), le financement sur les marchés financiers implique que le risque est porté par les épargnants de base. La diversification des risques macroéconomiques, ce qui impose aux banques de disposer d'un coussin de fonds propres et ce qui impose l'assurance des dépôts » (Bialès 2020, p.30).

L'auteur insiste par la même occasion sur le fait qu'il faut distinguer entre les différents concepts concernant ce sujet : d'une part entre l'intermédiation de marché et l'intermédiation du bilan, et d'autre part entre l'intermédiation financière et l'intermédiation bancaire.

Il précise que l'intermédiation du marché consiste à trouver des agents ayant la capacité d'acheter des titres en faveur des agents en besoin de financement et qui ont initié l'opération de l'émission des titres (intermédiation passive). L'intermédiation du bilan, quant à elle, est une intermédiation active du fait qu'elle consiste en une transformation des titres, ce qui affecte le bilan de l'intermédiaire.

Bialès (2020) affirme que la différence entre l'intermédiation financière et l'intermédiation bancaire est que si la première cherche à financer les entreprises des crédits à moyen et long terme via les agents non financiers excédentaires.

La deuxième se base sur la transformation de la nature des titres c'est-à-dire les crédits sont la base des dépôts.

En ce qui concerne le rôle primordial de la banque dans l'équilibre de l'économie et de la société. D'ailleurs, le modèle de banque universelle permet d'apporter une meilleure stabilité au système financier et par conséquent à l'économie en général, grâce à une meilleure résilience que celle des banques moins diversifiées voire spécialisées.

Au Maroc, la stabilité du système financier est en partie liée au modèle de banque universelle. Lors de la crise financière de 2008, ce profil de banques a fait preuve d'une solide résilience grâce notamment à des bilans suffisamment capitalisés, une structure saine des ressources, dont les dépôts non rémunérés représentent plus de la moitié, une faible concentration du risque de crédit et enfin une gestion rigoureuse de risque. Cependant, il convient de noter que les banques spécialisées au Maroc ont connu de sérieuses difficultés dans le passé. Il s'agit de la banque Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH) et Crédit Agricole du Maroc. Le premier est spécialisé dans le secteur de la promotion immobilière et hôtelière, tandis que le second finance le secteur

agricole. La faillite des promoteurs immobiliers et des agriculteurs dans un contexte économique difficile a conduit ces banques à la quasi-faillite au cours des années 2000. A cette époque, la Banque Centrale Populaire (BCP) a même contribué au redressement du CIH en portant sa participation dans le capital de la banque de 2,2% à 20,2%³.

Au niveau international, il nous paraît difficile de soutenir la supériorité des banques mondiales en termes de rentabilité par rapport aux autres modèles bancaires, surtout à long terme. Cependant, cette pratique révèle le cas du Maroc qui représente la rentabilité financière et la rentabilité boursière des trois principaux profils de banques cotées au Maroc, à savoir les banques globales à dimension internationale (comme le groupe Attijariwafa Banque, BCP, la Bank of Africa) et les banques globales locales (Banque Marocaine pour le Commerce et l'Industrie, Crédit du Maroc) Et enfin, des banques historiquement spécialisées comme le CIH.

En analysant le profil rendement/risque du secteur bancaire marocain, il nous paraît évident que les investisseurs ayant des horizons d'investissement à moyen et long terme opteraient davantage pour le modèle des banques universelles internationales au détriment de banques purement locales voire spécialisées.

3-3 Les compagnies d'assurance

Les dernières décennies ont témoigné des changements massifs dans tous les domaines. Le marché financier en était un. Depuis des années, les compagnies d'assurance se sont enracinées dans les marchés financiers mondiaux, comme agent principal agissant en faveur de l'équilibre économique. Boubel et Pansard (2004) définissent les compagnies d'assurance comme étant des intermédiaires financiers institutionnels, qui ont pour mission de souscrire des contrats d'assurance pour prémunir les souscripteurs d'éventuelles pertes possibles.

Les compagnies d'assurance sur ce fait, se projettent dans le long terme. Elles consistent à collecter les primes versées par les souscripteurs en avance, et ce jusqu'à ce que l'intéressé en ait besoin.

D'après Dimicoli (1973) les comportements des compagnies d'assurance dans les marchés financiers ont un but ultime à savoir gagner un rendement minimum élevé. Autrement dit, elles

³ Voir l'article paru le 14 septembre 2001 dans L'économiste, édition no 1101 : <https://www.leconomiste.com>.

considèrent que leur portefeuille est subdivisé en deux parties : une première peu risqué, et une deuxième partie plus risquée.

A cet effet, les compagnies d'assurance sont tenues de verser une indemnité pour l'assuré en cas de perte. L'indemnité peut couvrir la totalité de la perte, ou une partie, ce qui dépend du contrat et de l'accord entre les deux parties.

Vu que les compagnies d'assurance reçoivent les cotisations des assurés avant même de devoir payer les prestations y afférentes, elles doivent constituer des réserves en vue d'être en mesure de payer en cas de besoin.

En se basant sur cette logique, les compagnies d'assurance se dirigent vers les marchés financiers afin de constituer un capital pour en faire une réserve prête au moment voulu. L'intermédiation financière qui n'était faite au début pratiquement que par des banques, incluse aujourd'hui les compagnies d'assurance comme un facteur clé de la bonne réussite et de son développement.

Niyensenga (2013) précise que l'importance des compagnies d'assurance réside dans le fait qu'elles jouent les trois rôles primordiaux dans le secteur économiques, à savoir :

- Agent économique,
- Intermédiaire financier (en tant qu'investisseur institutionnel, et en transformant l'épargne),
- Etre un relais pour les politiques économiques.

Borch (1968) confirme ce volet. Selon l'auteur, le rôle traditionnel des assurances en tant qu'investisseur institutionnel est pertinemment important et repose sur le principe de l'offre et la demande du marché.

Bencivenga et Smith (1985) rejoignent ces énoncés, et confirment que les compagnies d'assurance sont désormais de grands intermédiaires financiers, et se sont imposées comme un des moteurs du développement des économies des pays.

Demarigny (2015) qualifie les compagnies d'assurance comme étant un investisseur institutionnel de premier rang. L'auteur justifie sa description par le fait que leur montant est assez important, la détention des actions est directe et durable et non volatile.

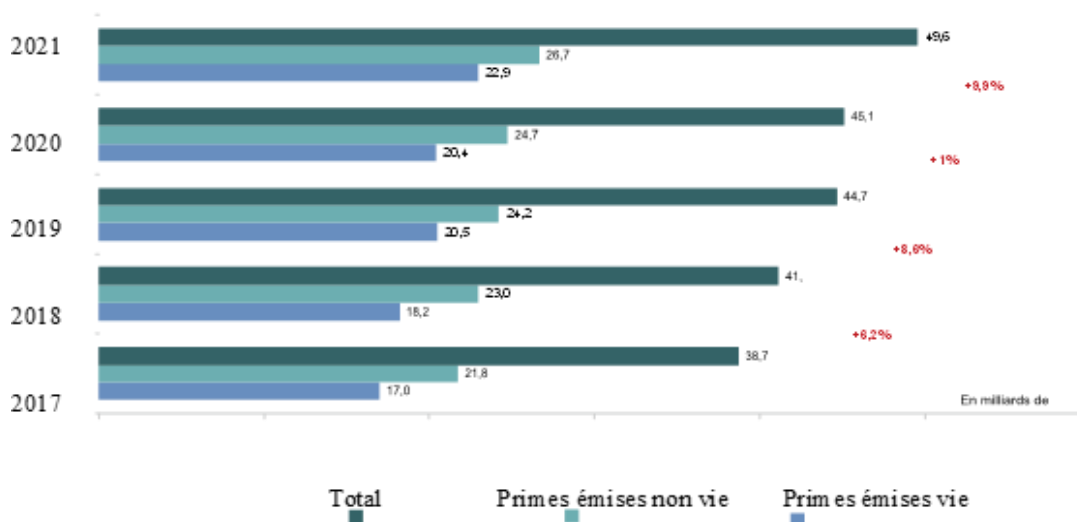
Jeffers et Plihom (2001) ont constaté en effet, que les portefeuilles des compagnies d'assurance sont les moins diversifiés géographiquement parmi les investisseurs institutionnels actifs sur le

marché financier français, contrairement aux fonds de pension, qui détiennent la part la plus importante des actifs étrangers.

En effet, le secteur des assurances se distingue des autres secteurs au sein du marché financier par la particularité des caractéristiques de ses produits assurance vie et assurance non vie. Le premier type est énormément important pour ce secteur car il constitue également de produit d'épargne. Le deuxième type d'assurance, quant à lui, sert de protection du déroulement de l'activité.

En 2016, Patriat confirme que les compagnies d'assurance font partie de l'industrie financière, et elles assurent la gestion de l'épargne dégagée par le versement des primes d'assurance qui contribuent au financement de l'économie.

Nous pouvons dire d'après ce qui précède que les compagnies d'assurance sont des investisseurs institutionnels, qui profitent de leurs activités principales pour récolter des fonds importants afin de les réimplanter dans les marchés financiers, en vue d'un éventuel gain, et ce à travers ce que l'on appelle la gestion collective.



Source : Rapport annuel sur la stabilité financière n°09 Exercice 2019 www.ammc.ma

Figure 12 : Evolution des primes émises vie et non vie.

Par ailleurs, le Maroc est l'un des pays qui, depuis la seconde moitié des années 1990, a mis en œuvre les réformes structurelles les plus importantes de son système financier en modernisant le cadre légal et réglementaire et l'infrastructure technique. Cependant, les changements de comportement des acteurs tardent à émerger. Le volume d'actifs financiers drainé par le système financier marocain est l'un des plus importants de la région sud de la Méditerranée, mais ce dernier reste encore largement dominé par les sociétés financières. Peu de familles

possèdent des instruments financiers principalement en raison du niveau d'endettement, des inégalités de revenus et des distorsions fiscales.

Ces dernières années, le secteur de l'assurance au Maroc a consolidé sa position de force, avec une classe moyenne croissante, des avantages fiscaux et une concurrence féroce entre les bancassureurs donnant un dynamisme notable au segment de l'assurance-vie. En effet, le Maroc est le deuxième plus grand marché d'assurance en Afrique en termes de primes brutes, et se classe très bien à la fois pour la densité et la pénétration de l'assurance. En outre, les réformes réglementaires contribuent à consolider la solidité financière des acteurs de l'assurance et à élargir la gamme de produits d'assurance obligatoires et discrétionnaires disponibles. Il nous semble que le secteur de l'assurance arrive à maturité, ses acteurs se tournent de plus en plus vers les marchés internationaux pour développer leurs activités.

Ceci dit, le défi pour les pouvoirs publics est principalement d'élargir la base des épargnants, notamment à travers la mise en place de nouveaux instruments financiers, l'éducation financière et la refonte du système de retraite par répartition.

3-4 Les organismes de placement collectifs

Comme leur nom l'indique, les organismes de placement collectifs sont des fonds d'investissement dont l'objectif est de couvrir les besoins en financement des entreprises.

Pour définir les organismes de placement collectif Vladi (2015) cite : « Un fonds d'investissement est un véhicule composé d'une série d'investisseurs, de personnes ou de sociétés non liés. De par leur participation commune à ce fonds et donc de par la mise en commun de leurs capitaux, ces personnes ont la possibilité d'investir à des échelles qui ne leur sont pas accessibles sur base de leur capital uniquement. Outre cet aspect avantageux du fonds, la participation à ce dernier permet également à ses membres le partage des coûts et des bénéfices. Enfin, de par l'importance du capital investi, la diversification des risques est beaucoup plus efficace » (ALFI 2014-2015, p.11).

Pour mieux simplifier ce concept, Kremer et Lebbe (2007) qualifient les fonds de placement collectifs comme un recueil individuel auprès des épargnants, et qui serviront par la suite d'investissement. En d'autres termes, les organismes de placement collectifs procèdent à la collecte des fonds auprès des particuliers à travers l'émission des titres. Ces institutions procéderont par la suite à réinvestir dans les marchés financiers.

Il s'agit d'une méthode que les investisseurs individuels adoptent pour rentabiliser leur épargne, ce qui leur permettra de profiter de l'expérience et l'expertise des organismes de placement collectifs et maximiser leurs profits.

Selon Jourdan (2015) l'appellation Organisme de placement collectif comprend deux catégories, à savoir : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) et les Fonds d'investissement alternatifs (FIA).

En effet, après avoir collecté les fonds auprès des épargnants, les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) se spécialisent en investissement exclusive en valeurs mobilières.

Au Maroc, depuis le lancement et la création de Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) principalement après les réformes entamées depuis le début de l'année 1990, ces organismes sont destinés surtout à libéraliser l'économie par une extension des différentes possibilités de financement pour les entreprises marocaines, et la création de nouveaux produits d'investissement proposés aux épargnants.

Au fait, les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières sont des instruments financiers de mobilisation de l'épargne qui permettent d'acheminer l'épargne publique vers les investissements, et le financement de l'économie nationale. En effet, ces produits ont marqué leur utilité dans de nombreux pays plus principalement en faveur des épargnants qui ont signé.

Section 2 : Décision d'investissement : une réflexion stratégique

La prise de décision n'est pas une tâche aisée aussi bien pour les managers que pour les investisseurs ; plus précisément quand il s'agit d'une décision pour investir. C'est le pas le plus important qu'une entreprise ou qu'un investisseur peut franchir. Une étape qui doit être réfléchie et bien mesurée dans tous les sens. Pour ce faire, une analyse approfondie doit être faite pour essayer de cerner les risques, délimiter les obstacles et prévenir les solutions possibles pour d'éventuels problèmes.

En effet, le concept de la prise de décision a fait l'unanimité au cours des années. Il s'agit de l'opération la plus importante de tout agent économique. Il s'agit d'une renonciation aux opportunités présentes afin de parier sur le futur. Mintzberg (1990), Louart (1999) et Brault (2002) admettent le fait que cette opération est fondée principalement sur deux piliers majeurs : le choix et l'information.

De plus, des chercheurs comme Simon (1945), Allisson (1969) ou encore Bower (1970) ont associé la thématique de la prise de décision à la décision stratégique (décision qui touche l'ensemble de l'entreprise et non pas un seul département ayant un risque significatif. L'investissement en est l'exemple concret). A cet effet, deux courants de chercheurs s'affirment, le premier soutient l'idée que le dirigeant influence la prise de décision (Keen (1980), Bérard (2010)), et un deuxième courant qui défend l'idée selon laquelle le dirigeant subit une pression (interne et externe) lors de sa prise de décision (Roux-Dufort (2003)). A cet effet, Mollard (2006) affirme qu'effectuer un choix parmi les différentes options disponibles pour un décideur repose certes sur la disponibilité et l'accessibilité à l'information, mais également sur la qualité de son contenu. C'est à partir de ce constat que la prise de décision tire son importance, et affirme l'existence d'une relation avec la communication financière.

1. La prise de décision : une revue de littérature

1-1 La prise de décision : De la théorie de maximisation des gains à la théorie de maximisation de l'utilité

Nous soulignons qu'il nous est apparu primordial d'étudier le processus de prise de décision afin de comprendre son lien avec la communication financière diffusée par l'entreprise.

La prise de décision sur les marchés financiers a depuis toujours suscité l'intérêt des chercheurs. En effet, la théorie de la prise de décision s'est développée au fil des années. Partant

des constats statistiques, la théorie de la prise de décision aujourd'hui dépasse le simple aspect économique et adopte l'aspect psychologique.

La prise de décision a depuis toujours suscité l'intérêt des gestionnaires et des économistes. Trouver des solutions aux problèmes de prise de décision a fait l'objet de plusieurs études. La pionnière d'entre elles, est celle effectuée par Simon (1947). Il affirme que la prise de décision est le fil conducteur principal pour étudier la gestion des entreprises.

Il est notoire que la majorité des décisions ne sont pas instantanées, elles nécessitent par contre un temps de réflexion, c'est pour cela que nous parlons de processus de prise de décision.

Parmi les premières recherches effectuées dans le domaine est celle élaborée par Blaise (1670) selon laquelle l'investisseur est intéressé essentiellement par le gain le plus élevé. C'est le critère ultime qui constitue sa base de son choix, et qui est calculé mathématiquement par ce que l'on appelle l'espérance de gain.

Selon ladite théorie, on suppose que le problème à résoudre ou l'opportunité à saisir sont bien définis, et que toutes les conséquences des différentes solutions sont connues. Il s'agit donc d'une action linéaire : Délimitation du problème, définition des solutions et choix de la décision à exécuter. Cette théorie n'a pas pris en compte un ensemble de facteurs influençant le processus décisionnel, à savoir par la complexité de ce dernier, les particularités du décideur lui-même et les objectifs de l'entreprise.

Cette théorie a été critiquée pour être incomplète et unidimensionnelle, ce qui a donné lieu à la naissance d'une nouvelle théorie basée sur la maximisation de l'utilité. Une théorie pluridisciplinaire qui prend en compte le volet du risque qui caractérise le marché financier.

La théorie de la maximisation de l'utilité est devenue vite le fondement de la prise de décision en marchés financiers dans un cadre de rationalité optimale.

Cette théorie permet de palier le niveau de richesse des personnes à leur niveau d'utilité.

Simon vient instaurer sa nouvelle théorie et critiquer sa précédente pour trois raisons :

- Les capacités humaines sont limitées,
- L'information reçue est généralement incomplète,
- Les conséquences de toutes les décisions possibles ne peuvent être connues.

1-2 Les modèles de la prise de décision au fil des ans

Dans le même sens, les économistes ont toujours été en quête de la rationalité. A cet effet, trois courants viennent expliquer le processus de la prise de décision, à savoir : le modèle de la rationalité absolue, le modèle de la rationalité limitée, et le modèle politique et de pouvoir.

Le courant des économistes classiques, commençant par Adam Smith, ont abordé le concept de la rationalité c'est-à-dire une recherche à satisfaire au mieux les besoins des individus.

L'individu de son côté cherche à maximiser son utilité, comme évoqué précédemment, et l'investisseur sollicite la maximisation de ses profits.

The One Best Way, telle était la devise des économistes classiques, notamment A. Smith pour répondre à la résolution des problèmes. Nous parlions à l'époque de la rationalité absolue. Partant du fait, que nous devons faire le choix optimal pour tout problème rencontré tout en veillant à ne rien laisser au hasard. Une situation qui peut être envisageable pour le quotidien des hommes (toutefois avec des réserves), mais qui représente de nombreuses limites si on veut l'appliquer au contexte organisationnel. La complexité des problèmes rencontrés dans une entreprise, ne laisse pas de chance pour une seule façon de résoudre les situations.

Selon Simon (1965), et en se basant sur la représentation théorique du comportement de l'être humain, la prise de décision s'effectue en supposant connaître l'information complète, et prévoir toutes les solutions possibles et d'en faire le choix optimal.

Cette théorie a été critiquée pour être trop irréaliste et idéaliste. Elle s'applique parfaitement aux problèmes simples, mais ne peut être appliquée dès lors que le problème se complexifie. C'est à partir de ce constat que l'on a commencé à converger vers la rationalité limitée.

A cet effet, Simon (1977) a proposé un nouveau modèle basé sur la rationalité limitée. D'après Simon (1977) (fondateur de la science de décision), la théorie de la rationalité limitée repose sur deux principes contradictoires avec la théorie précédente : le premier est que l'information détenue par le décideur est incomplète. Le deuxième est que l'incertitude est difficile à gérer. Cette théorie présume que le cerveau humain a des capacités limitées, et ne peut prédire toutes les solutions futures possibles, et ne peut analyser tous les aspects de l'information disponible. De ce fait, la décision prise ne peut être la meilleure.

Offrant un prix Nobel pour sa réflexion, Simon (1977) aborde la rationalité limitée au lieu de la rationalité absolue. Il part du fait que la rationalité au sein du même organisme n'est pas la

même, et que chacun a des capacités d'analyser et de voir les choses de son angle. Raison pour laquelle, la meilleure solution qu'un décideur peut adopter est celle qui lui semble la plus rationnelle, et la plus adéquate, en prenant en considération l'environnement dans laquelle elle est prise.

Simon (1977) affirme que la meilleure décision prise est celle jugée par le décideur la plus satisfaisante pour résoudre un problème donné, en prenant en compte son environnement.

Fredrickson (1985) rajoute que la prise de décision se base sur le rationnel et sur l'intuitif. En 1989 Eisenhardt avance que le besoin en matière informationnel est extrêmement important dans le processus de prise de décision, plus précisément quand il s'agit d'une décision stratégique. Ce processus passe selon Eisenhardt (1989) par une présélection des informations dont dispose le décideur, afin d'en tirer les plus importantes pour une prise de décision.

L'une des plus récentes études effectuées par Zsambock et Klein en 2014, approuve ce concept. Ils affirment que les décideurs reposent majoritairement sur leur intuition, qui est le résultat de leurs expériences et leurs backgrounds académiques, pour prendre une décision.

La théorie de la rationalité limitée est la plus utilisée de nos jours. Elle s'est complétée par l'aspect psychologique du décideur. Ce qui engage les émotions les expériences et le parcours du décideur.

Le modèle politique et de pouvoir est le troisième courant traitant la prise de décision. Selon ce courant, la meilleure décision est celle qui serait acceptable par tous les acteurs concernés.

Selon ce courant, une autre dimension intervient dans la précision du modèle à suivre pour prendre une décision ou pour améliorer son processus, il s'agit du pouvoir détenu par les décideurs. Selon ladite théorie, les intérêts des décideurs les plus puissants va prendre le dessus. Parfois les individus ayant un pouvoir de décision imposent leurs avis (directement ou indirectement) sans s'en apercevoir. D'après Pfeffer & Salancik (1974), il faut favoriser la décision collective au détriment de la décision individuelle, et ce en fonction des éléments ayant plus de pouvoir d'entre eux.

D'après les modèles de prise de décision cités dans le temps, on peut déduire que ce n'est pas le modèle de prise de décision qui va préciser le cheminement exact de ce processus de prise de décision pour les entreprises au Maroc. Cependant, cela dépend de plusieurs paramètres qui influencent le choix d'un tel processus. Certes, le modèle de la rationalité limitée reste le plus utilisé et le plus répandu à ce jour, mais cela n'empêche pas les autres d'être également évalués en fonction de situations particulières. Selon les trois courants, la prise de décision est

essentiellement influencée par trois facteurs : l'information, le décideur lui-même et le contexte. En conséquence, et afin de répondre à nos questions de recherche, nous nous concentrerons sur les facteurs qui influencent la prise de décision. C'est pour ces raisons que nous pouvons dire que notre étude s'inscrit sous l'onglet du courant du modèle politique et de pouvoir.

2. Le processus prise de décision : Les facteurs d'influence

2-1 Le processus de prise de décision

Nous soulignons qu'il nous est apparu primordial d'étudier le processus de prise de décision afin de comprendre son lien avec la communication financière diffusée par l'entreprise.

La prise de décision a depuis toujours suscité l'intérêt des gestionnaires et des économistes. Trouver des solutions aux problèmes de prise de décision a fait l'objet de plusieurs études. La pionnière d'entre elles, est celle effectuée par Simon (1947). Il affirme que la prise de décision est le fil conducteur principal pour étudier la gestion des entreprises.

Il est notoire que la majorité des décisions ne sont pas instantanées, elles nécessitent par contre un temps de réflexion, c'est pour cela que nous parlons de processus de prise de décision. Le tableau suivant résumera l'évolution des étapes constitutives du processus de décision au fil des années :

Tableau 12 : Evolution du processus de prise de décision.

Courant	Auteurs	Année	Etapes du processus décisionnel
Néo-classique	Condorcet	1775	<ul style="list-style-type: none"> - Discussion préliminaire, - Discussion approfondie, - Choix.
Moderne	John Dewey	1910	<ul style="list-style-type: none"> - Définition de la difficulté, - Détermination du caractère de la difficulté, - Proposition de solutions, - Evaluation de la proposition, - Admission ou rejet de la proposition.
	Herbert Simon	1960	<ul style="list-style-type: none"> - Renseignement sur le problème, - Modélisation afin de trouver des solutions, - Evaluation et choix des solutions.

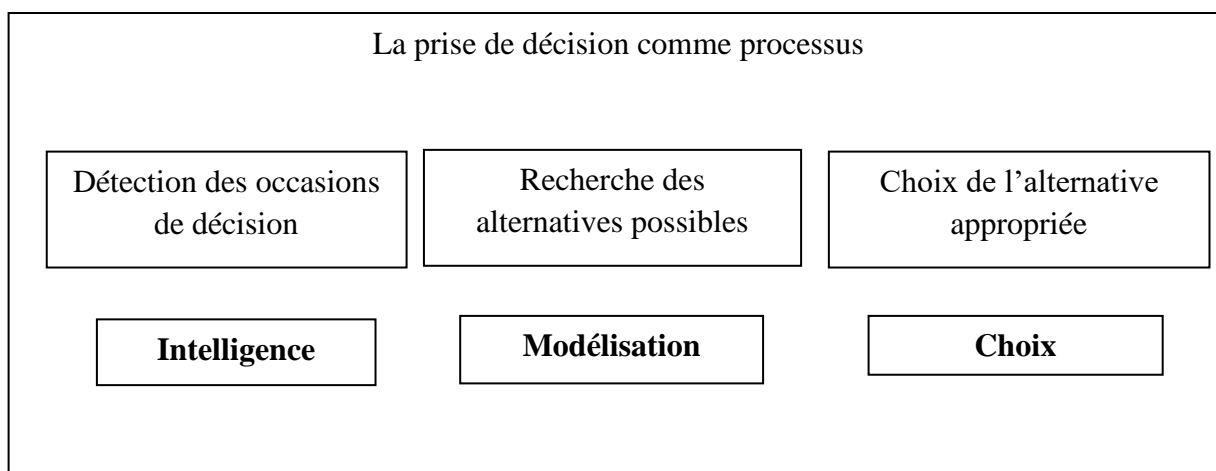
Séquentiel moderne	Brime et al	1962	<ul style="list-style-type: none"> - Définition du problème, - Recueillir les informations, - Déterminer les solutions possibles, - Evaluation des propositions, - Choix des solutions les plus pertinentes, - Exécution de la solution.
	Witte	1972	Elaboré à partir de la critique du modèle de Brime : <ul style="list-style-type: none"> - Identification du problème, - Simultanéité du recueil des informations et de recherche des solutions, - Evaluation des solutions se fait par un choix.
Non séquentiel	Mitzberg Raisinghani Théoret	1976	Basé sur le modèle de Simon : <ul style="list-style-type: none"> - Phase d'identification, - Phase de développement, - Phase de sélection.

Source : Elaboré à partir de la revue de la littérature

Nous pouvons constater que depuis les premières recherches effectuées pour comprendre le processus de la prise de décision, notamment celle menée en 1910 par John Dewey, les chercheurs se basent sur un minimum de trois étapes.

Les travaux de Dewey (1910) ont été la base des études postérieures. En effet, la spécification au niveau des étapes de la prise de décision permet d'approcher au mieux le problème afin de trouver les solutions les plus adéquates.

Les premières études se basaient sur une analyse linéaire des problèmes. Ce qui a été critiqué, et a donné naissance au modèle proposé par Simon, qui est devenu par la suite la base des études du processus décisionnel. D'après Simon (1965), le processus décisionnel est basé sur trois étapes, à savoir : l'intelligence, la modélisation et le choix. La première étape consiste à décortiquer et analyser le problème. La deuxième étape convient à rechercher les solutions possibles à ces problèmes. La dernière étape est l'étape décisive de la prise de décision. Le processus décisionnel est récapitulé dans la figure ci-après :



Source: “Role of Strategic Analysis in Strategic Decision-Making” Papulova et Gazova (2016).

Figure 13 : Processus de prise de décision modélisé par Simon.

Ces études ont été développées afin de bien visualiser le processus décisionnel. Ceci dit, la résolution de tout problème passe essentiellement par son analyse, avant de réfléchir aux différentes solutions qui se présentent. C’est une étape commune dans toutes les études citées précédemment.

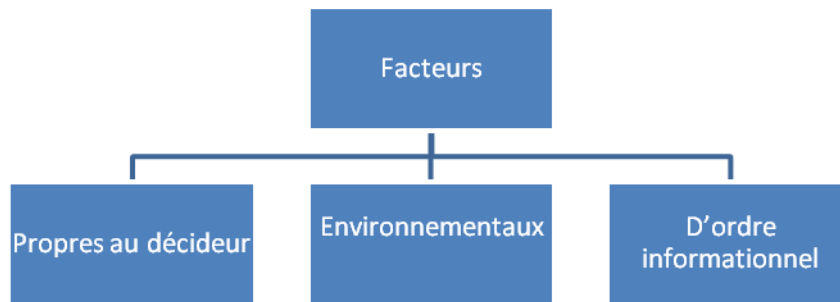
De ce fait, et afin de mieux appréhender le processus décisionnel, nous allons nous focaliser ci-après sur les déterminants qui influencent le processus de la prise de décision.

2-2 Les facteurs qui influencent la prise de décision

La revue de littérature traitant le sujet du processus de la prise de décision laisse apparaître une panoplie de facteurs qui ont pour impact direct l’influence sur le processus décisionnel.

Généralement les chercheurs choisissent de les catégoriser en facteurs externes à l’entreprise, nous parlons essentiellement de l’environnement de l’entreprise c'est-à-dire ses circonstances économiques, sociales et concurrentielles, et en facteurs internes à l’entreprise, et dans ce cadre nous parlons essentiellement du décideur.

Nous avons choisi de scinder ces facteurs en trois catégories :



Source : Conception personnelle

Figure 14 : Les facteurs influençant la prise de décision.

A). Facteurs propres aux dirigeants

Personne ne peut nier l'importance et l'implication du dirigeant dans le processus de prise de décision. Il est considéré comme le père spirituel de l'entité qu'il gère. De ce fait, plusieurs facteurs aident à la constitution de la personne qu'il est ; nous notons bien évidemment son éducation, sa personnalité et son environnement.

La personnalité du gérant est le patrimoine qu'il a pu acquérir au fil des ans. Sa capacité à courir des risques est le résultat de la vision qu'il a pour analyser les situations. Son background académique, ses expériences professionnelles mais aussi personnelles qui viennent forger cette personnalité, en agrandissant le sens de l'analyse aussi bien sur le court terme que sur le long terme.

Ce cumul de vécu, que l'on peut qualifier comme étant la somme des caractéristiques acquises et innées, permet de définir le degré qu'un gérant a vis-à-vis les décisions à risque ; notamment les décisions pour investir. Quelques théoriciens associent les décisions d'un gérant, spécialement celles de l'investissement, à l'estime de soi : un gérant ayant confiance en lui-même a tendance à prendre des décisions à risque élevé, et tend même à avoir une grande capacité à convaincre son entourage de son point de vue et de sa vision future.

Les caractéristiques individuelles du décideur ont pris de l'importance dans la revue de la littérature traitant la prise de décision. D'après Hartley et al (2010), le genre du décideur, son âge, ses valeurs et sa prédisposition à prendre des risques sont les éléments les plus importants qui influencent la prise de décision. Au-delà du volet rationnel et expérimental du décideur, les dernières études intègrent de plus en plus le volet psychologique (plus précisément les émotions et l'intuition) dans la prise de décision.

A cet effet, l'intuition du décideur a fait l'objet de nombreuses recherches. D'après Gary (2004), l'intuition est la façon avec laquelle un décideur traduit ses vécus et ses expériences vis-à-vis des situations données, et puis face à des décisions. Même si les décideurs justifient rarement leurs décisions par l'intuition, Klein (2004) y croit, et propose même aux décideurs certaines mesures pour améliorer leurs recours à l'intuition.

B). Facteurs environnementaux

Le facteur lié à l'environnement est, à notre sens, pris au sérieux plus que celui lié au décideur même. Il s'agit essentiellement, de l'environnement concurrentiel de l'entreprise et de son environnement économique et social.

Comme il a été cité auparavant, décider est un acte fort qui nécessite non seulement l'assemblage des éléments qui feront la base de la prise de décision, mais nécessite de les réconcilier. Pour ce faire, le décideur se positionne obligatoirement par rapport à ses concurrents. Il compare les opportunités à en tirer et les risques à encourir, tout en faisant un benchmarking avec les entreprises concurrentes du secteur. Des actions qui ne doivent en aucun cas être en opposition avec la vision stratégique de l'entreprise.

A ceci, s'ajoute un facteur externe à l'entreprise, et peu maîtrisable vu son instabilité ; à savoir l'environnement économique et social. D'un côté, les dirigeants ont pris conscience de l'importance d'intégrer le volet social dans leurs cultures. C'est un geste qui peut ouvrir de nouvelles opportunités à l'entreprise, en lui permettant de s'aligner avec son public visé, et de mieux adhérer à sa cible. A cet effet, l'adhésion au volet social peut prendre la forme du respect de certaines habitudes et coutumes du personnel, des clients cibles ou même dans la région où est installée l'entreprise.

A ce titre, Hough et White (2003) estiment que la prise de décision est directement liée à l'environnement dans laquelle elle est prise. En effet, selon les auteurs, la complexité et la rapidité des changements de l'environnement précise la façon dans laquelle doit être prise la décision. Un environnement avec des faits successifs et rapide, nécessite une rapidité au niveau de processus décisionnel.

Dans ce même sens, Eisenhardt (1989) affirme dans son étude que les meilleures décisions prises dans un environnement rapide, sont celles effectuées par des décideurs qui collectent des informations plus rapidement, ce qui permet selon l'auteur de saisir davantage d'occasions.

Elbanna et Child (2007) affirment que la complexité de l'environnement peut mener les décideurs à sous évaluer les problèmes à résoudre et les opportunités à saisir, et par la suite ne pas intégrer les éléments adéquats dans leur processus décisionnel. D'où la nécessité de bien s'informer sur l'environnement, afin de prendre les bonnes décisions.

C). Facteurs d'ordre informationnel

Partant du fait que la rationalité est limitée, que le décideur ne peut pas se fier toujours à son intuition et sa perception des choses et que l'environnement ne s'avère pas facile à analyser ; les managers font recours à la documentation externe, pour comprendre et analyser le contexte environnemental et concurrentiel de l'entreprise, tout en leur permettant de visualiser l'avenir pour pouvoir prendre des décisions.

Les informations externes permettraient au décideur de mieux clarifier son champ de vision ; de définir les éventuels risques et de se statuer par rapport aux concurrents. Dans ce cadre, la communication financière paraît comme un levier de base, sur lequel peut se baser la réflexion et la décision des investisseurs. En effet, plusieurs paramètres rendent la communication financière d'une importance variable d'un décideur à un autre. Notamment, le contenu, la forme de diffusion, la date et le délai.

Un décideur doit être averti et bien informé. Il ne doit pas se contenter des informations émanant de son entreprise, mais il doit s'intéresser aussi à l'extérieur. D'où, la majorité des managers pensent en premier lieu à la communication financière des entreprises diffusées dans les différents supports. Si une bonne partie d'entre eux préfèrent ne pas se baser sur cette source pour décider, d'autres la qualifie comme une opportunité à saisir, pour mieux comprendre ou au moins pour se méfier quand il s'agit de la concurrence.

Il est nécessaire de rappeler que la communication financière peut être une solide base de prise de décision, mais surtout de stabilité de l'économie. Les communications financières frauduleuses, qui étaient à l'origine des scandales financiers en sont témoins.

Les parties prenantes, entre autres les investisseurs institutionnels, sont devenus exigeantes en matière de communication financière. Les entreprises sont tenues alors de veiller à la diffusion d'une communication financière complète, qui répond à l'ensemble des questions des investisseurs.

Le but des entreprises est d'influencer positivement la prise de décision des investisseurs en leur faveur. Ceci ne peut se faire que si les entreprises arrivent à les convaincre de l'exhaustivité, la complétude et la sincérité du contenu partagé.

Cependant, d'après March (1991) « l'information est plus souvent rassemblée pour justifier une décision a posteriori, pour contrôler une interprétation ou créer une vision commune que pour clarifier a priori une décision », d'où la relation intrinsèque entre la communication diffusée par les entreprises et la prise de décision.

3. Décider en marchés financiers

Afin de comprendre les décisions d'investissements sur les marchés financiers, il nous est apparu essentiel de comprendre leur fonctionnement. De ce fait, nous allons analyser comment est organisé le marché financier à travers les différentes théories qui la traite. Vu que notre travail s'intéresse particulièrement aux investissements au Maroc, nous allons mettre l'accent par la suite sur le marché marocain.

3-1 Explication du comportement d'investissement à travers les théories financières en marchés financiers

A). L'hypothèse de l'efficience des marchés

Fama (1970) est le père fondateur de l'hypothèse de l'efficience des marchés (EMH). Il s'agit d'un grand thème économique. Fama (1970) présente une hypothèse selon laquelle « un prix fini toujours par refléter toutes les informations disponibles ». Mais avant de rentrer dans les détails de cette théorie, il revient d'abord de définir le concept de l'efficience, et d'en faire la différence avec un autre tant confondu à savoir l'efficacité.

Effectivement, un marché efficace est un marché qui repose essentiellement sur la rationalité. Ceci dit, le prix d'une action serait le reflet de ses résultats comptables. Or, ceci n'est pas possible car d'autres facteurs interviennent dans la définition des prix, notamment l'interprétation et la perception des informations diffusées par les entreprises ne seraient pas les mêmes d'un décideur à un autre. La spéculation est un autre facteur qui vient fausser la notion du marché efficace. A l'instar de la majorité des travaux contemporains, l'élément psychologique des investisseurs est d'une importance majeure dans la détermination des prix des titres. A partir de cette définition, nous pouvons avancer que la notion de l'efficience est

plus globale que celle de l'efficacité, et donc atteindre l'efficience du marché revient à atteindre son efficacité optimale.

De ce fait, d'après Fama (1970), l'efficience du marché a trois formes : l'efficience faible (comprend les informations historiques uniquement), l'efficience semi-forte (comprend les informations passées et les informations publiques) et l'efficience forte (regroupe l'ensemble des informations possibles même celles détenues par les initiés).

Dans cette même perspective, Paul (1965) affirme qu'un marché efficient est un marché où le prix est égal à tout instant à sa valeur fondamentale.

En 1978 Jensen vient simplifier la définition de Fama à propos de l'efficience des marchés. D'après Jensen (1978) « sont maintenant réputés efficients, les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transactions engendrés par cette action ». Selon Jensen (1978), la notion d'efficience est conditionnée par la possibilité de spéculer ou non sur la base des informations disponibles : un marché est efficient si l'on ne peut pas spéculer en se basant sur les informations dont on dispose.

Cependant le marché ne peut être complètement efficient. Il faut savoir qu'il y a des moments ou des événements interviennent et font biaiser cette efficience, notamment quand les émotions prennent le dessous de la rationalité.

Ceci étant dit, les marchés ne sont pas créés efficients. D'après Emerson et al (1997) aussi bien les investisseurs que le système d'un marché nouvellement créé ont besoin du temps pour acquérir de l'expérience et atteindre ladite efficience.

Certes l'hypothèse du marché efficient a fait de nombreuses preuves de sa véracité, mais cela n'empêche qu'elle présente des limites. La première difficulté rencontrée réside dans l'impossibilité d'appliquer les conditions de cette théorie.

Prévoir les évolutions des cours afin de pouvoir se décider pour investir n'est pas faisable selon théorie, vu que les prix des actions reflètent leurs justes valeurs. Les investisseurs selon cette théorie doivent se baser sur des hypothèses rationnelles. D'après les mêmes principes, un investisseur n'a pas à payer pour avoir une information, car les prix du marché en incorporent le coût.

Dans cette perspective, des années plus tard, des tests empiriques sont effectués et ont démontré l'impossibilité de l'application de l'ensemble des critères.

D'abord, la réalité des marchés implique que les transactions ne peuvent être sans coûts auxquels s'ajoutent d'autres frais, à savoir des frais fiscaux, ce qui réfute catégoriquement

l'idée de la gratuité de l'information. La difficulté à ce niveau s'avère dans le fait que les investisseurs doivent détenir la même information à titre gratuit pour pouvoir penser d'une manière rationnelle, ce qui est difficile voire impossible à appliquer.

D'un autre côté, les anticipations rationnelles posent également un problème. Les investisseurs qui sont tenus faire des anticipations sur la base de la rationalité absolue n'est pas vraiment possible, car nous pouvons trouver des investisseurs qui fondent leurs anticipations sur la tendance boursière. Des investisseurs dits suiveurs qui ne sont pas bien informés, et qui préfèrent suivre la tendance des cours boursiers, qu'ils soient à la hausse ou à la baisse.

De telles controverses mettent en question l'applicabilité de la théorie des marchés efficients dans le cadre de la finance classique. D'où les économistes ont considéré une approche alternative celle de la finance comportementale, pour pallier aux insuffisances de la théorie précédente.

B). La finance comportementale

Investir en marché financier revient à prendre une décision en se basant sur un ensemble de facteurs. Certes cette décision se base sur des faits et des informations, mais dépend également du décideur ; de ses valeurs convictions mais aussi de son état psychologique. Cette théorie s'approche au mieux à la réalité vécue par les investisseurs. Elle prend en considération l'interaction du marché financier, ce qui était négligé au niveau de la théorie de l'efficacité des marchés.

C'est au début des années 80 que la finance comportementale commence à s'enraciner. En 1981, Shiller met l'accent sur les limites de l'efficacité des marchés, et donne naissance à une finance révolutionnaire dite comportementale.

Contrairement à sa précédente, la finance comportementale se base sur le fait que les investisseurs ne sont pas tous rationnels, et même les plus rationnels d'entre eux ne le sont pas tout le temps. Cette approche intègre le volet psychologique des investisseurs, et se base sur l'étude de leur comportement en prise de décision pour évaluer les prix des titres. Ceci dit, la finance comportementale revient à identifier non seulement du marché, mais également les insuffisances comportementales des investisseurs.

En effet, nous pouvons dire que la finance comportementale est une science entre la psychologie et la finance, tout en mettant les investisseurs au centre d'intérêt, afin de leur permettre de raisonner et de décider avec leurs émotions.

Kahneman et Tversky (1979) avaient pour objectif de démontrer la problématique de la rationalité des investisseurs. Leurs travaux démontrent que la décision des investisseurs prise dans un environnement incertain et dans une quête de la maximisation de l'utilité ne peut en aucun cas être rationnelle. Ils ont cherché à mettre en évidence l'importance du risque dans la prise de décision des investisseurs. A cet effet, les deux chercheurs ont pu prouver l'effet de certitude, c'est-à-dire que les gens préfèrent une perte modeste mais certaine plutôt qu'un gain important mais probable et à risque. Dans le sens contraire, les gens ont tendance à préférer de perdre une somme importante mais probable plutôt qu'une perte certaine même si la perte n'est pas aussi importante.

La prise de décision des investisseurs d'après Kahneman et Tversky (1979) se fait sur la base d'un point de référence et non par rapport à l'objectif final. C'est-à-dire que la notion du risque influence directement la prise de décision des investisseurs en Bourse, avec une préférence d'éviter les choix risqués.

Ce qui a été dit précédemment a été illustré par Kahneman et Tversky (1979) comme suit :

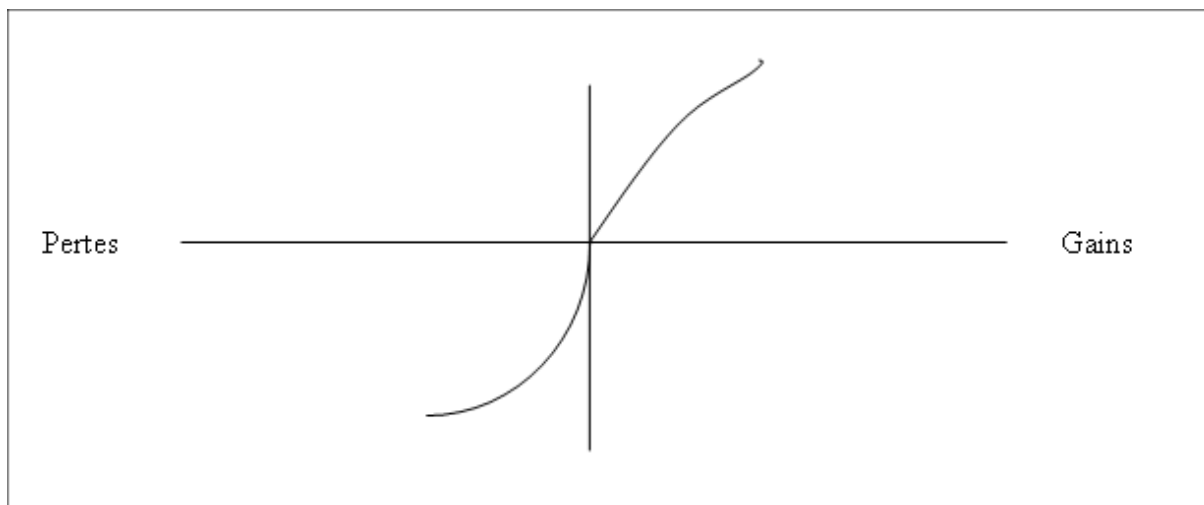


Figure 15 : Fonction de valeur de la prise de décision des investisseurs d'après Kahneman et Tversky (1979).

Dans leur théorie, Kahneman et Tversky (1979) affirme que les investisseurs agissent pour prendre une décision d'une manière subjective afin d'avoir le maximum possible de richesse ou autrement dit pour maximiser leur utilité.

Afin de prendre sa décision en Bourse, un investisseur affecte un niveau de satisfaction à chaque situation choisie sur la base des données dont il dispose.

Pour tester leurs pensées, les théoriciens de la finance comportementale font recours à la méthodologie de la finance expérimentale, afin de démontrer comment les investisseurs prennent leurs décisions réellement.

C). L'hypothèse du marché adaptatif

Pour mieux comprendre la prise de décision des investisseurs au niveau du marché financier, nous allons aborder ci-après l'hypothèse du marché financier.

En effet, cette théorie se base sur les principes de l'hypothèse de l'efficacité des marchés. Introduite par Lo (2004), cette théorie vient compléter la théorie de l'hypothèse des marchés efficaces, en se basant sur le fait que les décideurs sont parfaitement rationnels, mais être de temps à autre irrationnels. Ce qui implique que leurs décisions ne peuvent être tout le temps les meilleures qu'ils peuvent prendre. Les décisions des investisseurs selon l'hypothèse du marché adaptatif sont initiées par leurs intérêts personnels.

L'hypothèse du marché adaptatif essaie en quelques sortes de réconcilier les principes de l'hypothèse des marchés efficaces et ceux de la finance comportementale.

D'après Lo (2004) « les anomalies comportementales et les marchés efficaces sont les faces opposées d'une même pièce : ils reflètent la double nature du comportement humain. Le fait est que nous sommes parfois rationnels et parfois émotionnels. En général, nous sommes un peu les deux ».

En effet, cette théorie repose sur le fait que la décision est prise sur la base de deux facteurs essentiels, à savoir l'élément psychologique de l'investisseur et sa réaction vis-à-vis son environnement externe.

A priori, l'hypothèse du marché adaptatif est fortement acceptée par les milieux financiers, vu qu'elle représente la réalité vécue des investisseurs et leurs états d'esprit au moment où ils doivent prendre l'importante décision d'investissement.

Lo (2004) se base sur les biais comportementaux pour expliquer les bases de sa thèse. Il énumère les fondements de sa théorie comme suit :

- L'intérêt personnel est la première motivation de tout investisseur,
- Les décideurs sont sujets à commettre des erreurs,

- Les investisseurs finissent toujours par s'adapter,
- La concurrence est à la base de l'adaptation,
- La sélection naturelle façonne l'écologie des marchés,
- L'évolution détermine la dynamique du marché.

Plusieurs études avec des tests empiriques visant à vérifier les fondements de l'hypothèse du marché adaptatif ont été menés. Le tableau suivant résumera une panoplie de recherches avec les résultats obtenus :

Chercheurs	Année	Marché	Résultats obtenus
Verheyden et al	2015	Etats Unis, Europe, Japan	Résultats positifs avec les principes de l'AMH
Urquhart et McGroarty	2016	Etas Unis, Grande Bretagne, Japan, Europe	Résultats positifs avec les principes de l'AMH
Phan Tran Trung et Pham Quang	2019	Vietnam	Résultats positifs avec les principes de l'AMH
Niemczak et Smith	2013	Moyen Orient	Résultats positifs avec les principes de l'AMH
Lekhal et El Oubani	2020	Maroc	Résultats positifs avec les principes de l'AMH

Source : Elaboré à partir de la revue de la littérature.

D'après ce qui précède, nous pouvons dire que la majorité des études faites ont essayé d'expliquer le comportement des investisseurs sur les marchés financiers soit à travers la psychologie des décideurs soit via le marché même. La communication financière selon ces études n'est pas mise en valeur comme élément tranchant dans le processus de prise de décision. D'après (Baker & Wurgler 2007, p.2): "le sentiment de l'investisseur est une croyance relative aux cash flows futurs et aux risques liés à l'investissement qui n'est pas justifiée par l'information disponible".

De ces éléments, nous en tirons que notre thèse s'aligne avec les principes de l'hypothèse du marché adaptatif, du moment que nous croyons que l'importance de la communication financière (et l'information d'une manière générale) est indéniable, mais qu'elle ne peut aboutir à elle seule au meilleur processus décisionnel, et que le rôle du dirigeant est à prendre en considération.

3-2 Investir dans un environnement incertain

La décision d'investissement engendre dans la majorité des cas une certaine incertitude vis-à-vis le futur. Les marchés financiers sont le milieu parfait pour représenter un investissement incertain et à risques. Parfois, l'attitude du décideur face au risque est assimilée à sa capacité d'obtenir l'information et de l'analyser. Un investisseur réticent et qui a peur de prendre des risques en marchés financiers est un investisseur mal informé.

Cette idée n'est pas toujours validée. Le principe de l'asymétrie d'information est omniprésent dans la relation investisseur-entreprise malgré les efforts fournis par les sociétés pour palier à cette insuffisance et de rendre accessible toute l'information possible en faveur des investisseurs via leurs communications financières.

Depuis le début du siècle dernier, les économistes n'ont cessé d'étudier le concept de l'incertitude et sa relation avec la prise de décision. A cet effet, deux courants apparaissent pour éclaircir la prise de décision en incertitude : le premier courant repose sur les probabilités qui expliquent le risque que peut courir un décideur, par rapport au futur inconnu. Le deuxième courant par contre exclut la possibilité des probabilités pour expliquer l'incertitude.

Il convient alors de définir le concept de l'incertitude. Knight (1921) est considéré comme étant le spécialiste en la matière. D'après Knight (1921) l'incertitude est une nécessité économique, sans laquelle le monde économique ne serait qu'un univers figé. L'économiste se pose la question de la possibilité de prendre en considération quelque chose qui n'est pas certaine et dans le futur. Ses recherches ont présenté une conclusion qui consiste en la distinction entre le risque et l'incertitude. L'auteur affirme que la différence entre les deux concepts réside dans le fait qu'en se basant sur les statistiques (ou le calcul) le résultat peut être prévisible à travers l'observation des cas connus. L'incertitude quant à elle ne présente pas cette possibilité de par la singularité des cas.

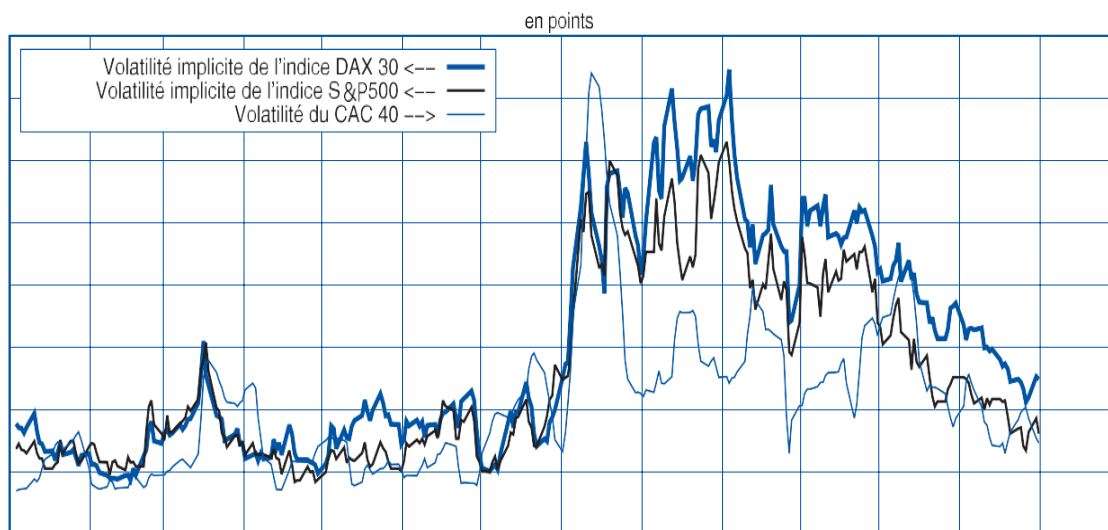
Keynes (1937) rejoint les propos de Knight. Il approuve la distinction entre le concept de l'incertain et du probable. Il avance que les décisions ne peuvent être prises en se basant sur des prévisions mathématiques, car le futur et le long terme sont incertains.

D'après Schackle (1950), la décision ne peut être prise sur la base d'un modèle prédéfini, car elle doit prendre en considération le futur incertain. Selon l'auteur, il ne s'agit pas du problème d'acquisition de l'information.

De ce fait, Knight, Keynes et Schackle s'accordent sur le fait que la prise de décision en univers incertain est confrontée aux limites de la connaissance dans un monde indéterminé.

Zakhartchouk (2012) a mené une étude sur les effets des chocs d'incertitude dans la zone Euro d'une manière générale, et en France plus précisément.

Zakhartvhouk (2012) présente le graphique ci-après qui démontre la volatilité des indices boursiers les plus représentatifs de la bourse française en période d'incertitude.



Source : « Les chocs de l'incertitude » Adrien Zakhartchouk Mars 2012.

Figure 16 : Volatilité des indices boursiers DAX 30, S&P 500 et CAC 40.

Selon l'auteur, les décisions d'investissement (comme celle de la consommation d'ailleurs) dépendent des anticipations des agents. Les investisseurs peuvent s'engager sur des investissements s'ils prévoient des débouchés futurs. L'inverse est également valide dans la mesure où ils ne peuvent s'aventurer sur des investissements face à un avenir éventuellement incertain.

Arellano (2010) et Bloom (2009) s'alignent sur le fait que les investisseurs ont tendance à réduire leurs investissements en période d'incertitude, voir même arrêter d'investir ce qui peut expliquer la volatilité des indices boursiers.

Ceci dit, les investisseurs sur un marché financier donné, reçoivent les mêmes signaux, et ont accès au même contenu informationnel cependant leur comportement vis-à-vis la prise de décision d'investissement n'est pas la même.

3-3 Asymétrie informationnelle, théorie des signaux et prise de décision d'investissement

La problématique de l'asymétrie informationnelle a toujours préoccupé les études des chercheurs pour expliquer le comportement des investisseurs dans le processus de la prise de décision d'investissement sur un marché financier.

Il convient de préciser qu'il existe deux courants de recherche à cet effet. Le premier initié par Grossman en 1976 afin de pallier au problème de l'asymétrie d'information entre investisseurs. Le deuxième auquel nous nous intéresserons dans cette partie concerne l'asymétrie informationnelle entre les investisseurs et les entreprises. Ce dernier courant avait pour mission d'étudier et de réduire cette asymétrie, en introduisant la théorie des signaux.

Il faut avouer que les investisseurs n'ont pas tous la même facilité d'accès à l'information, ce qui peut engendrer un certain favoritisme de certains investisseurs au détriment d'autres, et créer par la suite une asymétrie informationnelle.

Effectivement, le marché financier est le lieu où l'on trouve le plus d'asymétrie d'information. D'après Leland et Pyle (1977), les entreprises possèdent naturellement d'un avantage informationnel, à propos des investissements futurs (qui ne sont généralement pas dénoncé par prévention vis-à-vis les concurrents). Même la raison du recours au marché financier pour une levée de fonds n'est pas nécessairement connue. Selon les mêmes auteurs, les investisseurs par contre n'ont pas ce genre d'information.

D'après Verrecchia (2001), la décision de diffusion d'un contenu informationnel d'une entreprise revient principalement à son dirigeant. D'après le même auteur, on parle d'équilibre lorsque le contenu diffusé par l'entreprise génère un coût et que le dirigeant vise à maximiser la capitalisation boursière.

L'équilibre selon Verrecchia (2001) réside dans le fait que les dirigeants d'entreprise choisissent ce qu'ils vont communiquer aux parties prenantes, c'est-à-dire qu'ils gardent pour eux même le contenu qualifié de défavorable et communique ce qui va être vu comme favorable par les investisseurs. Dans ce cas, les entreprises sont tenues de se signaler aux investisseurs.

Autrement dit, les entreprises doivent prévoir des signaux, qui ne sont autre que des variables financières, et les communiquer à leurs cibles, et ce afin de les convaincre des critères qui leurs différencient des autres concurrents, c'est ce qui explique l'équilibre du signalement.

De leur côté les investisseurs peuvent déclencher ce que l'on appelle un équilibre séparant, c'est-à-dire qu'ils doivent mettre en avant des mécanismes incitatifs pour pousser les entreprises à révéler d'avantage d'information via leur communication financière.

A ce sujet, les travaux de Leland et Pyle (1977) ont démontré que pour résoudre ce problème d'asymétrie informationnelle, les intermédiaires financiers en jouent le rôle le plus important. Vu qu'ils peuvent avoir un accès facile et plus étendu à l'information.

La technique de la signalisation regroupe principalement trois signaux :

- Signalisation par la structure du capital,
- Signalisation par l'endettement,
- Signalisation par les dividendes.

En effet, Leland et Pyle valident le fait que le marché de capitaux démontre une présence prononcée de l'asymétrie informationnelle. Les entreprises ont une plus grande connaissance de leurs projets, leurs perspectives futures, l'évolution de leurs secteurs d'activité. Elles disposent de ce que les auteurs appellent « Inside Information » ou l'information interne tandis que les investisseurs ne peuvent pas procurer ce genre d'information.

Pour essayer de résoudre ce problème, les auteurs suggèrent que les entreprises doivent investir une grande partie en autofinancement de leurs projets futurs. Un investissement de masse qui servira de signal positif pour les investisseurs, qui vont le voir comme une confiance que l'entreprise a envers ses projets.

Enfin, les auteurs insistent sur le fait que les dirigeants des entreprises doivent s'engager d'une manière personnelle sur la diffusion d'un contenu crédible.

Section 3 : Le marché financier marocain

1. Le marché boursier

1-1 Historique

Le 07 Novembre 1929, la Bourse des valeurs de Casablanca a vu le jour, sur la base de l'initiative des principales banques exerçant leur activité au Maroc, sous le nom d'Office de compensation des valeurs mobilières.

L'histoire de la Bourse des Valeurs de Casablanca a été marquée par trois réformes successivement en 1948, 1967 et en 1993.

En 1948 la dénomination de la Bourse des Valeurs de Casablanca a connu un changement suite à un arrêté pour devenir l'Office de Cotation des Valeurs Mobilières de Casablanca.

Aujourd'hui la Bourse de Casablanca s'est mise à jour, et s'est dotée des nouvelles technologies pour rivaliser les marchés financiers internationaux.

En 1967 suite au Décret Royal, l'institution de la Bourse des Valeurs comme étant un établissement public doté d'une organisation juridique et technique.

1993 était l'année de création de la Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca (actuellement appelée Bourse de Casablanca) sous forme de société anonyme de droit privé à laquelle est confiée la gestion de la Bourse des Valeurs.

1995 était l'année de la création des Organismes de Placement en Valeurs Mobilières (OPCVM), et de l'association professionnelle des sociétés de la Bourse (APSB), et ce afin de renforcer le système boursier marocain.

En 2001 les indices MASI et MADEX ont été lancés.

1-2 Les missions du marché boursier :

La Bourse de Casablanca est la société gestionnaire de la place boursière du Maroc. Dans son communiqué du 09/05/2013 K. Hajji affirme que l'objectif principal est d'assurer le bon fonctionnement et le développement du marché boursier, et ce à travers :

- La surveillance et le pilotage de la séance de cotation ;
- La diffusion des informations boursières et la production d'indices de marché ;
- L'assistance des émetteurs dans la cotation de leurs valeurs et dans l'exécution de leurs opérations financières ;

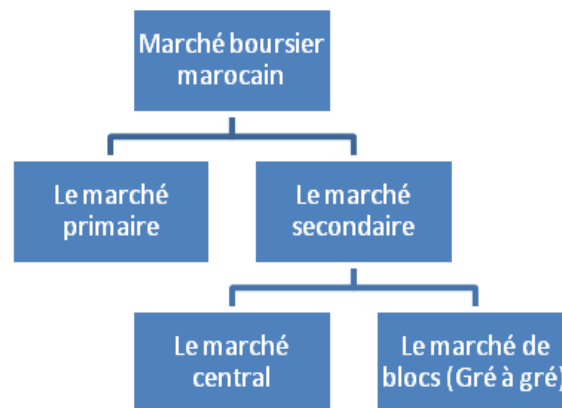
- L'intervention lors du dénouement des transactions conclues entre les différents intervenants ;
- La garantie des mouvements en cas de défaillance d'un intermédiaire ;
- La sensibilisation du public et sa familiarisation avec le rôle et les activités du marché boursier.

Afin d'atteindre ses objectifs, la Bourse de Casablanca s'est engagée dans un système de Management de la Qualité selon la norme ISO9001, afin d'assurer une qualité défiant les marchés internationaux.

Ceci dans un but d'atteindre les objectifs stratégiques qu'elle s'est assignée à savoir :

- Attirer plus d'investisseurs,
- Être compétitive au niveau international,
- Améliorer la liquidité de la place.

1-3 L'organisation de la Bourse de Casablanca



Source : Conception personnelle

Figure 17 : Organisation du marché boursier marocain.

2. Le marché primaire (Filière de l'inscription)

Appelé également le marché du neuf, c'est le marché où s'effectue l'émission des titres pour la première fois. Il s'agit de la vente directe entre les entreprises et les investisseurs. C'est le marché où se crée de la valeur. Les entreprises émettent de nouveaux titres soit dans le cadre d'une première introduction en Bourse, ou dans le cadre d'une augmentation de capital, c'est la raison pour laquelle on parle de création ou d'émission.

De ce fait, le marché primaire englobe principalement les opérations suivantes :

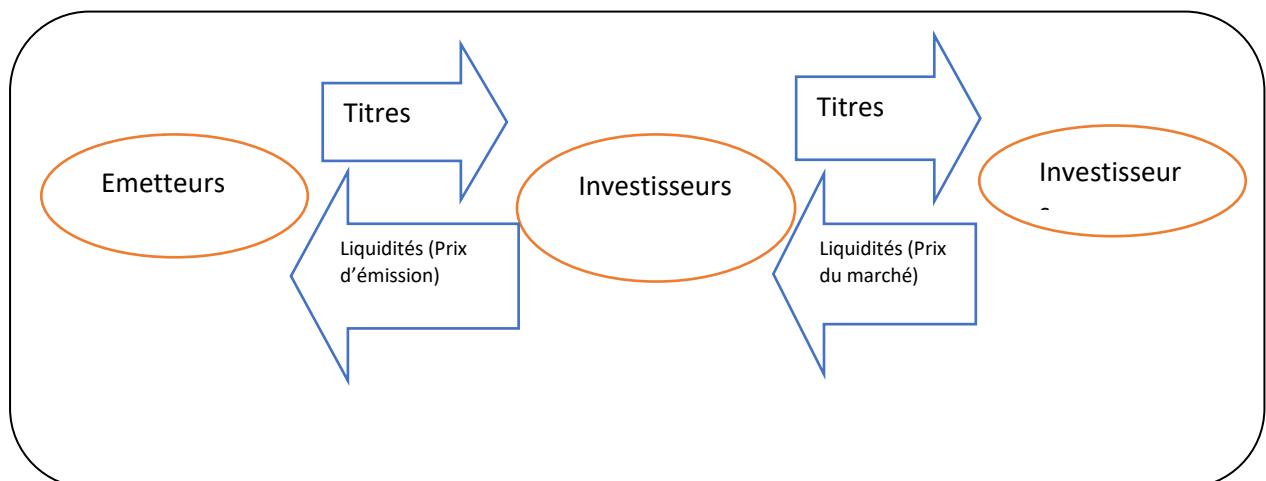
- L'émission des actions par les entreprises (Dans le cadre de l'augmentation de leurs fonds propres),
- Le lancement d'emprunts obligataires.

C'est une phase de diffusion et de placement de titres. Elle est caractérisée par une centralisation des souscriptions, allocation des titres par catégorie d'investisseurs et fixation du cours de première cotation.

2-1 Le marché secondaire (Filière de négociation)

Le marché secondaire quant à lui est le marché d'occasion. Dans ce marché, les opérations s'effectuent directement entre investisseurs. Ces opérations se passent généralement à travers les intermédiaires financiers. Le rôle de l'AMMC est primordial dans ce cadre, car elle veille au bon déroulement de l'opération, et au respect des droits de l'ensemble des parties.

Le marché secondaire se subdivise en deux marchés : Le marché central et le marché de blocs.



Source : Site de l'AMMC <https://www.ammc.ma./fr/espace-epargnants/definition>

Figure 18 : Organisation du marché financier.

2-1.1 Le marché central

Dans le marché central, la détermination du prix des actions est basée sur la confrontation de l'offre et la demande. Le marché central est considéré comme marché de détail, là où tout intervenant peut acheter des titres.

Afin d'assurer la transparence pour les intéressés, la Bourse des valeurs de Casablanca assure toutes les informations possibles concernant les cours des titres, ainsi que les informations concernant les sociétés cotées.

2-1.2 Le marché de blocs

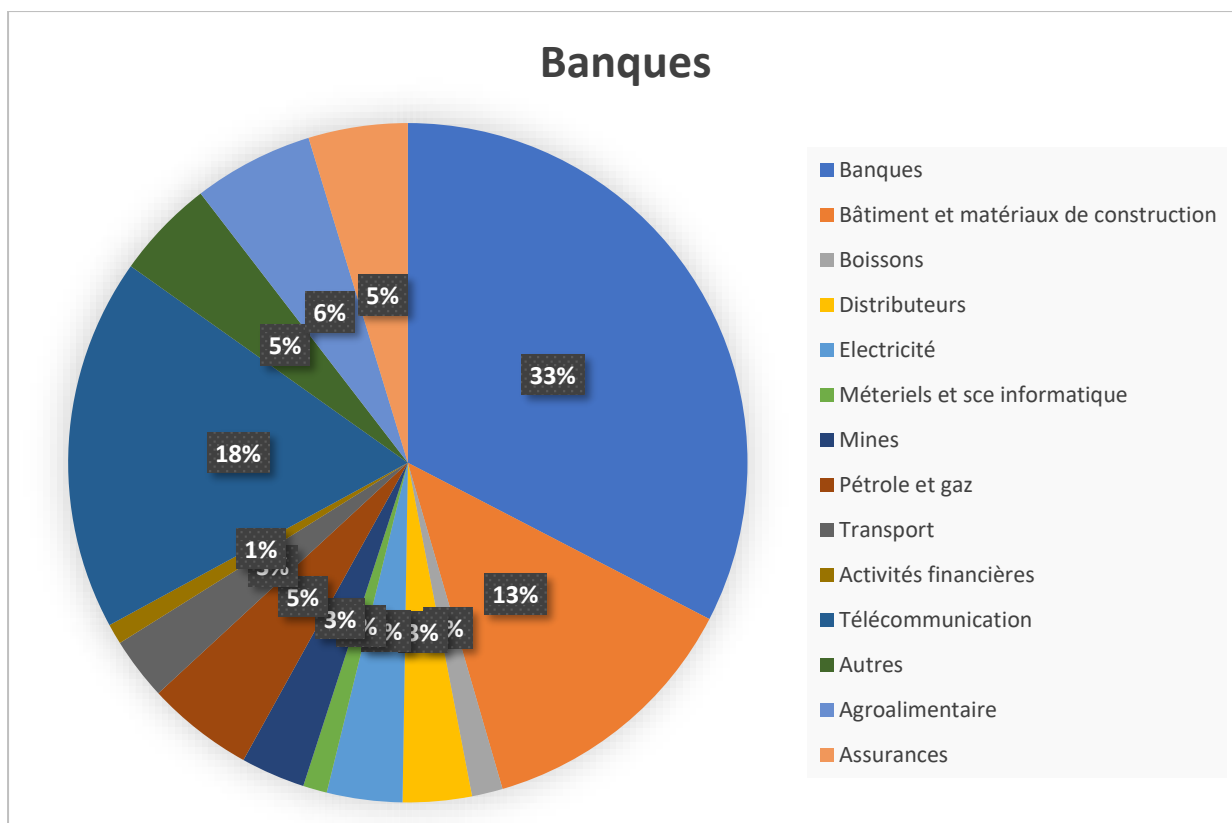
Les transactions sur le marché de blocs sont les opérations qui ne peuvent pas avoir lieu sur le marché central.

Les opérations au niveau de ce marché sont effectuées par blocs vu leur volume important, et sont réservées aux investisseurs institutionnels.

Les transactions au niveau du marché de blocs doivent correspondre à un minimum appelé Taille Minimum de Blocs (TMB).

3. Le profil des investisseurs en Bourse

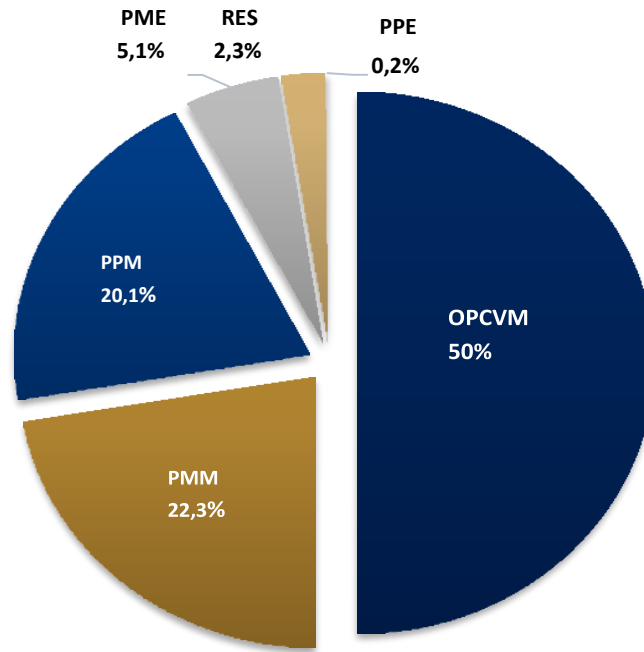
A la date du 31/12/2021, la Bourse de Casablanca a publié un rapport englobant l'ensemble des indices de l'activité annuelle de la place. Dans ce rapport, nous constatons la diversification de la capitalisation de la Bourse de Casablanca. Toutefois, les banques détrônaient le capital de la Bourse de Casablanca avec le plus grand pourcentage de 32%. La télécommunication vient en deuxième position avec 17,75%, suivie de bâtiment et matériaux de construction avec 12,89%. Le reste de la capitalisation boursière demeure très diversifiée et ayant des pourcentages très rapprochés. Ces secteurs d'activité sont très variés et comprennent l'agroalimentaire, pétrole et gaz et autres. La répartition de la Bourse de Casablanca par secteur d'activité est représentée dans la figure suivante :



Source : Rapport d'activité 2021 de la Bourse de Casablanca.

Figure 19 : Répartition de la capitalisation boursière par secteur d'activité.

Il s'avère que le marché financier marocain est dominé par la présence des investisseurs institutionnels au cours du premier trimestre de l'année 2022 d'après le dernier rapport publié par l'AMMC. Les OPCVM représentent la moitié des achats effectués au cours du premier trimestre de l'année 2022, suivi par les PMM avec 22,30% et 20,1%. Les catégories des investisseurs dans la Bourse de Casablanca sont représentées dans la figure suivante :



Source : Rapport « Profil des investisseurs en Bourse » AMMC 2022

PMM : Personnes morales marocaines

PME : Personnes morales étrangères

PPE : Personnes physiques étrangères

PPM : Personnes physiques marocaines

RES : Opération exécutée via le réseau bancaire

OPCVM : Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Figure 20 : Répartition des achats par catégorie d'investisseurs 1er Trimestre 2022.

Conclusion

De ce qui précède, nous pouvons conclure que la vision stratégique cadre le concept de la prise de décision d'investissement. Une réflexion stratégique et prospective s'implique pour situer l'avenir de l'entreprise. Que ce soit pour une vision de gain financier ou encore pour un positionnement sur le marché, les décideurs qui sont dans notre cas des investisseurs institutionnels sont tenus de mettre une stratégie sur le long terme au cœur de leur réflexion. Pour faciliter leur tâche, les décideurs doivent savoir bien se renseigner pour pouvoir prendre les meilleures décisions.

En effet, nous pouvons conclure que la décision d'investir est contrôlée par plusieurs déterminants. Les décideurs prennent tout leur temps et procèdent à l'analyse de plusieurs facteurs entre autres des facteurs liés à l'environnement, des facteurs relatifs aux décideurs eux-mêmes et des facteurs d'ordre informationnel.

Néanmoins, une étude bien précise et ficelée ne peut éviter aux décideurs de tenir compte des imprévus. Effectivement, un investissement est susceptible de faire face à plusieurs contraintes et risques. Ceci dit, la décision en marchés financiers demeure d'une particularité exceptionnelle. Il s'agit d'une décision dans un environnement incertain et à risques. Une raison pour laquelle plusieurs études ont été menées pour expliquer le comportement de la prise de décision en marchés financiers.

Chapitre III : La communication financière au cœur du processus décisionnel et présentation d'un modèle conceptuel de recherche

Introduction

La communication financière est un concept qui crée la polémique dans les milieux financiers ces dernières années. Son existence représente le lien de liaison entre l'entreprise et ses parties prenantes. C'est la raison pour laquelle plusieurs études ont été menées afin d'étudier d'une part la communication financière et le degré de sa qualité, et d'autre part la relation qui lie la communication financière aux investisseurs institutionnels durant leur processus de prise de décision d'investissement.

L'objectif des deux premiers chapitres étant atteint, le présent chapitre sera scindé en deux parties principales : la première partie sera consacrée à la détermination de la relation existante entre la qualité de la communication financière et le processus de prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels, et ce à travers une revue de littérature des différentes études portant sur le sujet. La deuxième partie, quant à elle, sera réservée à la présentation d'un modèle conceptuel de recherche, qui représente d'une part l'ensemble des hypothèses proposées pour cette étude, puis une proposition d'un modèle conceptuel de recherche, qui regroupe et schématise l'ensemble des relations encadrant notre travail.

Section 1 : l'analyse du lien entre la communication financière et la prise de décision :

1. La communication financière et la prise de décision : de la complémentarité à la complexité

1-1 Les enjeux de la communication financière en faveur des investisseurs institutionnels

Comme nous avons pu le comprendre, la communication financière n'est pas faite que de chiffres, c'est une fonction à part entière pour les entreprises. Elle est considérée comme un véritable outil de gestion. En effet, la bonne gouvernance de l'entreprise repose entre autres sur un bon équilibre de sa stratégie de communication. La synergie des différentes fonctions de communication dont l'entreprise dispose, participent favorablement à sa bonne gouvernance. L'importance de ces différentes fonctions est évidente, néanmoins la communication financière demeure la plus dominante d'entre elles, vu son contenu probant et tant recherché. La force attribuée à la communication financière est également conclue du fait de son attachement direct à la direction générale.

Dans ce sens, Guimard, (2007) affirme que « le passage à la communication financière indique que la société cotée a décidé d'élaborer une stratégie de communication ». Selon Ornée et Chekkar & Onnée, (2006), l'adoption d'une stratégie de communication financière permet à l'entreprise de se démarquer par rapport à ses concurrents. A cet effet, nous pouvons présumer que les enjeux stratégiques majeurs de la communication financière sont au nombre de quatre, et qu'ils visent la communauté financière d'une manière générale, et les investisseurs institutionnels d'une façon plus précise :

- **Le renforcement de l'image de l'entreprise** : l'image de l'entreprise est sa devise sur le marché. Construire une image solide et la maintenir devient la préoccupation des entreprises, car elles sont conscientes qu'elles font face à un public de plus en plus averti. De ce fait, la communication financière participe fortement à la création d'une image fidèle de l'entreprise. Ses messages cherchent à se concorder avec les attentes de ses cibles. Libaert et Johannes (2010) assimilent la communication financière de l'entreprise à sa stratégie visant à convaincre ses utilisateurs de la solidité et l'efficacité de son management. Bompoin et Marois (2004) vont dans ce même sens et rajoutent que la communication financière aidera les entreprises à mieux maîtriser leurs situations financières. Dans le même enchaînement d'idées, Doyen (1990) et Elliott (1994) stipulent que la

communication financière a pour but de construire l'image de l'entreprise. Ceci nous dirige à conclure que les entreprises adoptent la communication financière comme une stratégie, dont le but est de renforcer son image. Cette finalité est atteinte généralement sur le moyen et long terme, à travers la transparence des messages communiqués. Garbett (1991) Depoers (1999) ou encore Mallin (2002) s'alignent également sur le rôle majeur que possède la communication financière dans la construction et le renforcement de l'image de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle nous osons dire que le contenu communiqué fait la force de l'historique de la société en matière de sa communication financière, car c'est une preuve de sa crédibilité face à ses parties prenantes.

- **La gestion de la relation avec les investisseurs** : La gestion des relations avec les actionnaires occupe les préoccupations des sociétés. Une fonction tellement importante qu'elle est parfois directement liée à la direction générale. D'après (Libaert & Westphalen, 2018, p.56) et Westphalen, (2004) « Par nature, le discours financier sur l'entreprise façonne l'image globale qu'elle aura auprès de ses différents publics. Et inversement, les autres actions de communication rejailliront sur son image financière ». L'adoption d'une stratégie de communication financière requiert l'implication du président directeur général de la société pour signer les lettres aux actionnaires, les communiqués de presse et veiller à assister et à animer les grandes réunions avec les analystes. Une fonction dont l'objectif ultime est de construire une image transparente et attrayante auprès de ses différentes parties prenantes.

Face à une exigence des investisseurs, les sociétés visent à instaurer une crédibilité stratégique. Ceci dit, elles tracent une stratégie financière basée sur la construction d'une bonne réputation aussi bien de la société que celle de ses dirigeants. Ces derniers sont les porte-paroles de la société. Leur discours est le reflet du positionnement de l'entreprise et de ses perspectives pour le futur, ainsi qu'il sert à accroître sa notoriété.

Coutton (2008) rajoute que la communication sert à gérer la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes (plus précisément les investisseurs) à deux niveaux : d'abord en amont, dans la mesure où elle prête attention à leurs attentes, puis en aval, c'est-à-dire veiller à influencer leurs avis afin de les inciter à investir.

Il nous semble d'après ce qui a été dit, la communication financière est aujourd'hui un moyen incontournable dont se sert l'entreprise pour gérer ses relations avec les investisseurs, et ce en satisfaisant leurs besoins informationnels, en les rassurant quant à la stabilité de leurs structures financières, et finalement en les incitant à y investir.

- **La valorisation du cours du titre** : Certes le cours d'une action est soumis à la loi de l'offre et la demande, mais il est facilement influençable par la perception de l'image que les investisseurs ont sur la société. Tant que la société semble maîtriser aussi bien sa situation actuelle que son avenir, la demande de cette action sera forte et fera grimper son cours. L'intérêt de la communication financière émerge à ce stade permettant à la société de se différencier par rapport à la concurrence, et prouver à la communauté boursière la solidité de la société, la certitude et le contrôle de son environnement futur. Les investisseurs accordent en effet une grande importance au contenu du discours ; notamment ils font plus confiance à une société dont la communication financière est transparente fiable claire et bien expliquée. La communication financière est donc une arme solide dont la société doit en assurer la bonne utilisation afin de valoriser son cours boursier. Chemlal (2015) affirme à cet effet, que les entreprises sont tenues de s'engager sur la stratégie de la communication financière, même si cela peut engendrer des coûts supplémentaires, car, d'après l'auteur, cela vaut la peine, dans la mesure où la communication financière va renforcer sa crédibilité auprès des investisseurs, ce qui va jouer favorablement sur son cours boursier. Il nous semble que les entreprises font face à un dilemme important, à savoir trouver l'équilibre entre la valeur réelle de l'entreprise et sa valeur sur le marché (cours boursier), et c'est à cet effet qu'elles se servent de la communication financière pour essayer d'ajuster cette valeur.
- **La Capacité à lever les fonds** : La valorisation du cours boursier nous amène au troisième pilier des enjeux stratégiques de la communication financière ; à savoir la capacité à lever les fonds d'une société. Effectivement, une communication financière solide sert d'arme pour la société en cas de besoin pour obtenir de nouvelles ressources financières, grâce à l'image qu'elle a pu faire circuler auprès de ses actionnaires et ses prospects. Des clients ou prospects convaincus sont facilement engagés, pour remplir aisément le besoin de l'entreprise. Dans cette perspective, Chemlal (2015) De Teyssier (1998) Elliott (1994) se sont mis d'accord sur le fait que les investisseurs représentent la cible privilégiée de la communication financière, vu qu'ils représentent une source de financement non négligeable. A cet effet, nous sommes d'accord que la communication financière sert à renforcer la solidité de l'entreprise aux yeux des investisseurs et des épargnants, et ce dans un but ultime de pouvoir lever ses fonds.

1-2 Les besoins en communication financière des investisseurs institutionnels

Après avoir cerné le concept des investisseurs institutionnels, la question qui se pose est : « à quoi exactement s'attendent ces institutionnels en matière de communication financière ? ». En

effet, répondre à cette question n'est pas une tâche aisée, car les avis que nous avons trouvés dans la littérature divergent.

Comme nous avons pu le préciser dans le premier chapitre, la communication financière englobe aussi bien des informations obligatoires que des informations complémentaires. Ceci dit, il s'agit de l'ensemble des informations que l'entreprise est prête à divulguer, qu'il s'agisse d'informations comptables, financières ou extra-financières qui la concerne et qui sont susceptibles d'influencer ses publics en sa faveur.

Il est évident alors que l'objectif ultime de tout investissement est la rentabilisation maximale du capital investi avec un minimum de risque possible. A cet effet, les investisseurs institutionnels disposent de la communication financière comme une première source pour s'informer à propos de la santé financière de l'entreprise dans laquelle ils veulent s'aventurer.

D'après Lim et Mackinlay (1998), les informations contenues dans la communication financière permettent à l'entreprise d'exposer sa capacité financière, ainsi qu'approuver ses stratégies qui se manifestent dans la communication financière. Les investisseurs d'une manière générale et les investisseurs institutionnels d'une manière précise profitent de cette source d'information pour se ressourcer et s'immuniser contre d'éventuels risques, ainsi que valider leurs choix d'investissement vis-à-vis une entreprise donnée.

Hand et Green (2012) approuvent les constats de Lev et Zarowin (1999) et estiment que les informations comptables et financières évoquées au niveau de la communication financière pèsent dans la prise de décision d'investissement.

Chandra (1975) affirme que la majorité des analystes faisant partie de son étude soulignent que leurs décisions d'investissement reposent sur les bénéfices par action.

Parrino et al (2012) quant à eux, contredisent le courant précédent, et avancent que le facteur principal sur lequel s'appuie la décision d'investissement est la performance de l'entreprise via son management.

L'étude menée par Hatterjee et al. (2010) voit les choses autrement. Les auteurs affirment que le contenu de la communication financière doit répondre aux besoins des investisseurs institutionnels en offrant ces trois catégories d'informations, à savoir :

- « Les informations actuelles,

- Les informations analytiques,
- Les informations prédictives. »

Dans le contexte marocain, les études qui se sont intéressées à l'étude des besoins informationnels des investisseurs institutionnels sont très peu nombreuses. Néanmoins une recherche récente menée par El Yaacoubi et Ferrat (2021) sur un échantillon de 50 entreprises cotées à la Bourse de Casablanca, démontre que très peu de ces sociétés accordent une importance aux données prévisionnelles, ce qui constitue une entrave pour les analystes et les investisseurs, dont le travail et la décision sont basés (entre autres) sur les données prédictives.

D'après ce qui précède, nous pouvons conclure que le contenu de la communication financière n'admet pas de normes standardisées, il dépend surtout des besoins des investisseurs institutionnels qui diffèrent selon plusieurs facteurs, mais également de la perception et de l'analyse qu'ont les investisseurs institutionnels dudit contenu.

Guimard (2007) confirme la difficulté de lister les attentes des parties prenantes, néanmoins elle résume que grosso modo les investisseurs institutionnels s'attendent à des conditions, plus ou moins standardisées, de forme, à savoir : l'accessibilité, la rapidité et la régularité, ainsi que des conditions de fond, notamment : la cohérence du discours et la comparabilité des données.

En ce qui concerne les conditions de forme des attentes des investisseurs institutionnels, Ngongang (2017), Ben Saada et al, (2013) rejoignent Guimard sur ces propos. Selon les auteurs, assurer l'accessibilité de la communication financière à un large auditoire revient à en accroître l'utilisation. En effet, avec l'instauration d'Internet comme outil incontournable de la diffusion de l'information et de la gestion de la relation avec les investisseurs, ces derniers deviennent de plus en plus exigeants, et se fient davantage aux sites internet des sociétés pour évaluer leurs situations. Internet devient alors une interface incontournable entre l'entreprise et ses investisseurs actuels et potentiels (Pozniak, 2013, p.33).

L'accessibilité se manifeste alors par la facilité d'accès à l'information à moindre coûts et efforts. Il est à noter que les entreprises continuent toujours de tenir des réunions, des communiqués de presse, des assemblées générales ainsi que toutes les formes de supports traditionnels, mais se focalisent sur ces nouveaux vecteurs de la communication financière (site internet, réseaux sociaux) se valent efficaces et efficients, et ont pour but d'exposer

l'information, de l'expliquer pour éviter toute confusion, de fidéliser les investisseurs actuels, et de séduire et convaincre les investisseurs potentiels (Léger 2008, p. 92).

L'accessibilité implique également le principe de l'égalité de l'information en faveur de l'ensemble des parties prenantes. Cependant, un problème s'émerge à ce niveau : des relations privilégiées sont tissées avec quelques investisseurs institutionnels (ou leurs analystes travaillant pour leur compte) pour plusieurs raisons. Parfois, certains analystes se démarquent par leur réactivité, leur sens d'analyse ou même le type de questions qu'ils se posent, ce qui leur permet une relation de proximité avec l'entreprise.

Outre l'accessibilité, les attentes des investisseurs institutionnels se focalisent sur la rapidité. Comme nous l'avons évoqué auparavant, le temps et le timing de la diffusion de la communication financière sont très décisifs dans le processus de la prise de décision. En effet, avoir l'information c'est bien, mais l'avoir au moment opportun est meilleur. C'est un facteur que Guimard (2017) a conjugué avec la réactivité de l'entreprise.

Diffuser la communication financière au bon moment, répondre à un courriel ou encore à un e-mail, s'avèrent pris au sérieux par les investisseurs institutionnels, et semblent influencer leurs opinions, et impactent implicitement leurs prises de décision.

Le dernier point, qui marque l'esprit des investisseurs institutionnels est la régularité dans la diffusion de la communication financière. En effet, les entreprises doivent veiller à ne pas laisser de longues plages de temps s'installer entre leurs annonces.

Des actualisations doivent être mises à jour régulièrement, afin de mieux maintenir les relations avec ses investisseurs, ainsi que pour faire une bonne impression auprès de ses investisseurs potentiels. Ceci, joue inévitablement en leur faveur au moment de la prise de décision.

Léger (2003) rajoute qu'à cet effet, les entreprises ne doivent pas s'exprimer uniquement quand elles veulent le faire, ou s'abstenir par contre quand tout va bien. Au-delà des publications obligatoires régies par la Loi, les entreprises doivent assurer le principe de la régularité et de la permanence de l'information des parties prenantes, et plus précisément des investisseurs institutionnels, même quand il s'agit d'un contenu optionnel.

Par ailleurs, les conditions de fond de la communication financière sont également vues de près par les investisseurs institutionnels. Dans un premier temps, la cohérence du discours est le premier élément analysé par les investisseurs institutionnels. Léger (2003) et Guimard (2007)

sont d'accord sur le fait qu'il ne faut pas négliger la mémoire des analystes et des investisseurs institutionnels. Ceci dit, le changement du discours d'une entreprise doit être bien réfléchi pour ne pas en subir les dégâts néfastes par la suite.

En effet, le discours doit être de nature stratégique, explicatif et prédictif. D'abord l'entreprise doit situer l'ensemble de sa stratégie au niveau de sa communication financière, elle doit ensuite expliquer ses résultats par rapport à ses objectifs (qu'elle doit rappeler d'ailleurs), puis doit expliciter ces prédictions pour l'enchaînement de ses actions pour le futur. Ceci dit, tout changement stratégique est bien évidemment tolérable à condition qu'il soit accompagné par des explications.

Il faut savoir que d'après les investisseurs institutionnels la cohérence du discours englobe aussi sa clarté, c'est-à-dire qu'il doit être rédigé par précision, et que son style vise la compréhension de son lecteur.

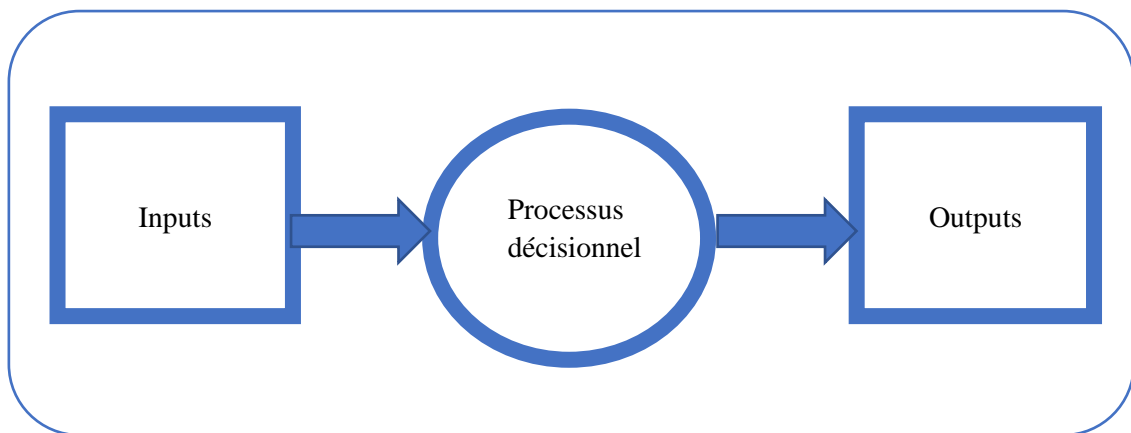
Ainsi, la communication financière tente à convaincre les investisseurs institutionnels de la stabilité de la situation financière de l'entreprise, et de la solidité de sa stratégie. A cet effet, elle doit procurer à ses cibles la possibilité de la comparabilité des données, afin qu'ils puissent s'assurer de cette stabilité. Cela étant dit, les sociétés tâchent à compléter la réglementation de cet aspect, en présentant un contenu informationnel comparable d'une période à une autre.

En d'autres termes, il nous semble, d'après ce qui a été dit, qu'une communication financière claire, accessible, rapide, régulière et qui fait preuve d'objectivité est génératrice d'opinions favorables, et à tendance à influencer positivement les décisions des investisseurs institutionnels en faveur de son entreprise.

1-3 La communication financière comme outils de l'amélioration de la prise de décision

Relever le défi d'améliorer la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes demeure l'un des objectifs majeurs de la communication financière. De ce constat, de nombreuses études ont été faites pour se focaliser sur l'impact que peut avoir la diffusion de la communication financière sur le comportement des investisseurs. Le débat à cet effet reste ouvert entre ceux qui approuvent et ceux qui dénoncent l'importance de la communication financière au sein du processus décisionnel.

A ce sujet, TORT (2001) avance que les informations dévoilées dans la communication financière contrôlent et dirige le déroulement du processus de la prise de décision des investisseurs.



Source : Traitement de l'information et de prise de décision Libby et Lewis (1982).

Figure 21 : Modèle de prise de décision.

Selon libby et lewis (1982), le processus décisionnel est le résultat du traitement des inputs. Pour définir ces Inputs, les auteurs ont abordé l'ensemble des composantes de la communication financière ; à savoir le support de diffusion, le timing et le contenu. Des caractéristiques qui ont pour autant le pouvoir de changer les décisions prises, et cela dépend de la perception que va avoir le décideur sur la communication financière qu'il traite : sa véracité, sa fiabilité, sa transparence et son historique par rapport à l'image de l'entreprise sur le marché.

Libby et al (1982) confirment que les décisions prises par les investisseurs sont intrinsèquement liées à la perception et le traitement des informations reçues. Ceci dit, à l'instar des scandales financiers et des affaires de fraude qui ont envahis le monde des affaires ces dernières années ; investir devient une équation difficile à résoudre. Le premier élément qui fait l'objet des investigations des investisseurs est le contenu de la communication financière diffusée par l'entreprise. Nous rappelons qu'il ne s'agit pas de l'élément phare qui va trancher entre les choix des décideurs mais plutôt l'un des plus importants.

Les investisseurs vont d'abord comparer la cohérence des communications financières au fil des ans. Ils vérifient également si le contenu de la communication financière est complet, précis et pertinent. L'analyse du contenu de la communication financière est une tâche complexe. Ses composantes peuvent représenter une influence majeure sur les décideurs. Adopter une stratégie

de communication financière a pour but d'éclaircir la visibilité des investisseurs. En effet, le discours d'une communication financière aujourd'hui se focalise sur l'explication du positionnement de l'entreprise, sur la solidité de ses projets à venir et sur la cohérence de son discours.

Notre recherche a révélé les limites liées à la communication financière au Maroc et les facteurs que nous avons mis en œuvre. En dehors de ces facteurs, nous avons également effectué des interprétations qui peuvent permettre des discussions théoriques. Les limites identifiées sont également des éléments de cadrage de notre recherche liés à notre problématique. Cependant, ces limites peuvent représenter une extension de notre recherche.

L'évaluation de la qualité de la communication financière au Maroc est conditionnée, comme nous l'avons évoqué dans le premier chapitre, par un ensemble de facteurs. Celui qui s'est répété à chaque fois était relatif au dirigeant de l'entreprise. Comme nous avons pu voir que plusieurs aspects orientent les décisions du dirigeant, à savoir son éducation, son background académique, ses expériences, sa culture, sa personnalité, sa capacité à prendre des risques et ses capacités d'analyser l'environnement en vue de prévoir l'avenir. Les recherches récentes ont même intégré le volet psychologique voir même émotionnel des dirigeants dans leur prise de décision.

Nous pouvons souligner l'importance du haut management dans la définition de la communication financière adressée à l'ensemble des cibles ainsi que la qualité qui y est attribuée. C'est à cet effet, que nous avons choisi la volonté du Top Management comme le premier élément sur lequel nous allons nous baser pour mener notre enquête, et définir si effectivement la qualité de la communication financière est intrinsèquement liée à la volonté du dirigeant. Nous avons étudié les caractéristiques de l'entreprise marocaine dans le processus de la prise de décision selon des facteurs propres aux dirigeants, des facteurs environnementaux et des facteurs d'ordre informationnel qui ont une influence sur le processus décisionnel. A l'issue de notre travail, nous avons mis l'accent sur les divers repères méthodologiques sur lesquels nous nous sommes basés pour réaliser notre enquête sur le plan pratique. Nous essayons dans un premier temps de présenter les résultats obtenus à partir d'un questionnaire destiné aux managers, directeurs et aux responsables financiers dans les sociétés cotées et dans un second temps, de nous en tenir à leurs interprétations afin de vérifier l'influence de la qualité de la communication financière des entreprises marocaines sur le processus de la prise de décision.

1-4 Concepts de liaison entre la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels

Comme il a été démontré dans les chapitres précédents, l'importance de la communication financière s'est accentuée ces dernières années, et a maintenu une place inégale au cœur du processus décisionnel des entreprises.

A cet effet, nous tenterons dans cette partie de démontrer la relation existante entre les différentes variables de notre travail de recherche, et ce à travers l'énumération des différents travaux qui ont essayé de résoudre une problématique semblable à la nôtre via la revue de littérature.

Avant de commencer la revue de littérature, il revient d'abord de rappeler que les marchés financiers ont carrément changé de peau pendant les dernières décennies. D'une part, la communication financière ne se contente plus de son rôle informatif, mais devient plutôt un pilier stratégique au sein de la stratégie de gouvernance de l'entreprise, d'autre part nous constatons l'effet grandissant que les investisseurs institutionnels exercent sur les marchés financiers, et l'importance qu'ils commencent à acquérir de la part des entreprises via les différents outils dont disposent ces dernières, entre autre la communication financière comme moyen d'attraction de ces investisseurs tant redoutables, et dont l'effet ne peut en aucun cas passer inaperçu.

A partir de ces constats, il convient de rappeler que nous allons essayer de déterminer dans ce qui suit les relations existantes entre la qualité de la communication et la décision d'investissement des investisseurs institutionnels à partir des différentes études faites dans ce sens, ce qui sous-entend que nous allons retracer les besoins en matière de communication financière de la part des investisseurs institutionnels.

Comme nous l'avons précisé auparavant, la communication financière a dépassé le cadre réglementaire, pour se constituer comme un outil incontournable d'attraction de nouveaux investisseurs, et de fidélisation des actionnaires actuels des entreprises, dans un monde d'affaires caractérisé de plus en plus par la compétitivité acharnée pour recueillir les fonds auprès des épargnants, étant donné que c'est la meilleure façon de financer l'activité et les investissements des entreprises sans devoir à recourir aux prêts bancaires.

La question qui se pose alors et à laquelle nous essayons de répondre est : dans quelle mesure la communication financière intervient dans le processus décisionnel ? Et comment la qualité de la communication financière est perçue par les analystes financiers, premiers concernés, dans leurs rapports sur la prise de décision de l'investissement.

D'après Mahmoud (2012) la communication financière est un outil stratégique dont dispose l'entreprise, et qui a pour objectif d'augmenter sa valeur. Son travail vise à évaluer la qualité de la communication financière divulgué de la part de l'entreprise dans le contexte libyen, et ses résultats ont démontré qu'il existe une relation négative entre la qualité de la communication financière divulguée et les mécanismes de gouvernance y compris la prise de décision. Il faut préciser que l'auteur a souligné qu'il sous-entend les mécanismes de gouvernance internes qu'externes.

Dans ce même sens, Guimard (2007) précise dans son ouvrage que les analystes financiers sont les spécialistes de l'évaluation et de la prévision. De ce fait, selon l'auteur, leur rôle réside dans le fait de conseiller et d'accompagner les investisseurs, en émettant leurs avis à partir des informations dont ils disposent. Guimard (2007) les considère comme une cible phare de la communication financière. Ce qui nous amène à nous poser les questions suivantes : comment ces analystes financiers perçoivent-ils la communication financière ? Et comment procèdent-ils à l'évaluation de sa qualité ?

Pour répondre à cette question, nous avons trouvé une multitude de travaux, visant à traiter la problématique liant la prise de décision des analystes financiers à la communication financière. N'oublions pas de rappeler que les analystes financiers sont les principaux acteurs qui travaillent en faveur des investisseurs institutionnels, et c'est la raison pour laquelle nous nous intéressons à les inclure dans notre étude.

La plus récente étude relative au contexte marocain est celle effectuée par EL Yaacoubi et Ferrat (2021). Les auteurs ont conclu d'après leurs entretiens auprès des analystes financiers une unanimité de ces derniers sur l'importance de la communication financière dans le processus de leur prise de décision. Les résultats de leur étude confirment que la communication financière se voit la matière première de la prise de décision d'investissement de ces acteurs. Toutefois elle divise les analystes financiers au Maroc en deux catégories : une première catégorie qui se base sur ce que l'entreprise offre comme informations via sa communication financière, sans avoir une autre source pour s'informer. La deuxième catégorie, quant à elle,

comporte des analystes financiers qui ont accès à l'information sans passer directement par l'entreprise, ce qui est selon les auteurs un mauvais signe, vu qu'il nuit à l'égalité de l'accès à l'information.

El Yaacoubi et Ferrat (2021) soulignent également que cette dernière catégorie d'analystes financiers implique que le contenu de la communication financière présenté par l'entreprise est jugé insuffisant.

Au Maroc également, Marchoud (2018) s'est intéressé dans son article à l'examen de la qualité de la communication financière et sa relation avec les attentes des parties prenantes en ce qui concerne la matière première de la communication financière, à savoir l'information financière des sociétés cotées au Maroc. Selon l'auteur, la communication financière est d'une importance majeure vu qu'elle permet d'éliminer les doutes que peuvent avoir les analystes financiers et les investisseurs à propos de l'entreprise et sa pérennité sur le marché. L'auteur avance également que le rôle initial des analystes financiers réside dans leurs capacités à collecter et analyser les informations diffusées par les entreprises. Ainsi, l'auteur rajoute que leurs paroles sont prises au sérieux en milieux financiers, vu qu'ils influencent, conseillent et recommandent des sociétés au détriment d'autres en faveur de leurs clientèles (qui sont généralement des non professionnels).

Ce qui précède nous amène à nous poser la question suivante : « De quelles informations exactes ont besoin les acteurs du marché financier d'une manière générale, et les analystes financiers plus précisément, pour prendre une décision d'investissement, ou même pour favoriser une recommandation d'une société précise ? »

Malheureusement, nous n'avons pas trouvé une réponse tranchante à cette question, ou une liste exhaustive qui détermine les besoins des analystes financiers en matière de communication financière. Au contraire, les avis sur le sujet sont très mitigés et laissent apparaître différentes réponses.

En effet, une étude faite par Bolton (2003) sur le sujet des besoins informationnels du marché a conclu que les entreprises ne sont pas en mesure de connaître les besoins de leurs cibles (y compris ceux des analystes financiers). L'auteur avance que les acteurs du marché même ne connaissent pas exactement dont ils ont besoin concernant le contenu de la communication financière des entreprises. L'auteur rajoute qu'à cet effet, les entreprises communiquent le

contenu qui leur semble utile et susceptible d'influencer l'avis des utilisateurs, plus précisément tout ce qui semble être apprécié par les analystes, en se basant sur leurs rapports précédents.

En s'alignant avec les propos de Bolton (2003), Guyot (2010) a constaté que le contenu de la communication financière des entreprises diffère selon plusieurs critères. L'auteur a précisé que la méconnaissance des attentes du marché pousse les entreprises à divulguer ce qui se joue en leur faveur, c'est-à-dire que les plus grandes d'entre elles favorisent leurs positionnements sur le marché, tandis que les plus petites font connaître à leur public le savoir-faire dont elles disposent.

Dans le contexte tunisien, Khemir (2011) a mené une étude auprès de 23 professionnels financiers (principalement des analystes financiers) afin de mettre l'accent sur la communication financière qu'ils attendent de la part des entreprises, et pour vérifier également si ce contenu est capable de changer leurs avis, ainsi que les décisions qu'ils comptent prendre vis-à-vis d'une société donnée. Les résultats de cette enquête ont révélé que le contenu de la communication financière divulguée est loin d'être la seule source sur laquelle se basent les analystes financiers pour une prise de décision d'investissement. Pourtant, les chiffres affirment que les analystes financiers (et les gérants de portefeuilles aussi selon l'auteur) avouent qu'ils ne prennent pas cet aspect à la légère, vu qu'il peut favoriser le changement de leurs décisions d'investissement.

En France, Nejjar (2011) a effectué une étude qui vise à expliquer la qualité de la communication financière, à travers les mécanismes de gouvernance. Les résultats de ses études ont prouvé que l'avis des analystes financiers est capital pour la décision de l'investissement. L'auteur insiste également sur le rôle que ces acteurs jouent en matière de recommandation boursière. Ce qui ne se fait par bien évidemment au hasard, mais c'est plutôt une mission complète qui consiste à collecter puis analyser le contenu de la communication financière divulguée.

Nejjar (2011) ajoute que les investisseurs institutionnels jouent un rôle très important dans la détermination de la qualité de la communication financière. Selon l'auteur, l'importance de ces acteurs réside dans le fait qu'ils n'investissent dans un cours que lorsqu'ils sont convaincus de la stratégie à long terme de sa société. C'est la raison pour laquelle les entreprises veillent à leur fournir toute l'information nécessaire et possible pour qu'ils puissent se positionner.

Doyen (1990) rejoint ces propos, et souligne l'importance de la communication de qualité dans le processus de prise de décision. Selon l'auteur, les analystes financiers sont au centre du processus décisionnel. Leur rôle réside dans les prévisions qu'ils se prononcent par rapport aux résultats des entreprises, et ceci ne peut être fait sans se baser sur une communication financière de qualité. L'auteur rajoute que c'est un rôle primordial qui se traduit par le bon fonctionnement du marché.

Par ailleurs, si les études visant à cerner les besoins des investisseurs (notamment ceux des analystes) sont nombreuses, c'est que les entreprises se rendent compte de l'importance octroyée par les entreprises à la perception de la divulgation de la communication financière de la part du marché financier, et plus précisément la vision des analystes financiers en termes de communication financière.

Effectivement pour illustrer ces pensées, des travaux effectués par Eccles et Mavrinac (1995) mettent l'accent sur l'impact de la communication financière sur les décisions d'investissement des acteurs du marché. Durant leur enquête, les auteurs ont mentionné que les analystes financiers et les investisseurs n'ont pas une idée précise en ce qui concerne leurs attentes informationnelles, néanmoins, la majorité d'entre eux se sont prononcés sur leurs préférences concernant le contenu qu'ils souhaitent voir dans la communication financière des sociétés qu'ils analysent, et ils utilisent attribuent même la mention « extrêmement utiles » à certaines mesures, vu qu'ils les jugent comme alarmantes pour leur prise de décision.

Ainsi, pour mieux appréhender le jugement porté par les analystes financiers sur les entreprises à partir de leur communication financière divulguée, Chambost (2008) a mené une étude dans ce sens. Les résultats de ses travaux ont témoigné que l'importance des analystes financiers est en haute parallèle avec la montée en importance du rôle des intermédiaires financiers. L'auteur affirme alors que les analystes financiers ont pour mission de réconcilier la valeur réelle du titre boursier à sa valeur comportementale pour pouvoir se prononcer et recommander ou pas une telle société. Chose qui ne peut être faite sans qu'ils aient recours à la communication financière, avec la seule différence, les préférences du contenu informationnel différent d'un analyste financier à un autre, et ce sur la base de plusieurs critères.

Afin de mieux faciliter la comparaison des recherches effectuées, et dont le but est d'analyser la relation entre la communication financière et le processus de prise de décision, nous

synthétisant dans le tableau suivant ces différents chercheurs ainsi que leurs conclusions sur le sujet :

Tableau 13 : Tableau récapitulatif sur l'existence d'une la relation qu'entretient la communication financière avec le processus de prise de décision.

Chercheur	Année	Pays	Existence d'une relation entre la qualité de la communication financière et la prise de décision	Justification
Doyen	1990		Oui	L'objectif principal de la communication financière est de convaincre les parties prenantes (y compris les investisseurs).
Eccles et Mavrillac	1995		Oui	Les analystes et les investisseurs qualifient certaines informations de la communication financière comme étant « extrêmement utiles » pour la prise de décision.
Bolton	2003	Europe	Oui	La diffusion de la communication financière permet de corriger la mauvaise image de l'entreprise.
Guimard	2007	France	Oui	La communication financière accorde une attention particulière aux investisseurs institutionnels et aux analystes vu leurs poids dans la prise de décision d'investissement.

Chambost	2008		Oui	La communication financière a pour vocation de réconcilier l'impact de cognitif de l'analyste financier à la valeur du titre.
Nejjar	2011	Europe	Oui	La communication financière constitue un processus dont le but est d'influencer l'échange avec les parties prenantes.
Khemir	2011	Tunisie	Oui	Le contenu de la communication financière (notamment ESG) impacte la décision des parties prenantes.
Mahmoud	2012	Libye	Non	La communication financière ne représente qu'une partie de la réalité des entreprises.
Marchoud	2018	Maroc	Oui	Outre la stabilité du marché, la communication financière offres aux investisseurs l'équité d'accès à l'information.
El Yaacoubi et Ferrat	2021	Maroc	Oui	La communication financière a une responsabilité stratégique : renforcer les relations avec les investisseurs.

De ce qui précède, nous pouvons conclure que certes il existe des études qui démontrent l'inexistence d'une relation entre la communication financière et la prise de décision, néanmoins elles sont peu nombreuses. En effet, en faisant le tour de la revue de littérature, la majorité des études approuvent qu'en effet il existe une relation qui lie la communication financière au processus décisionnel.

Il nous semble qu'effectivement le processus de prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels via leurs analystes financiers ne peut être fait sans passer par la communication financière. Il convient également de préciser que nous n'avons pas pu repérer des éléments de la communication financière sur lesquels s'accordent les analystes financiers. Les préférences de ces acteurs diffèrent selon plusieurs facteurs, nous citons, entre autres : l'historique de la société, le secteur d'activité, la taille d'entreprise, la conjoncture socio-économique...

2. La qualité de la communication financière et sa relation avec les investisseurs institutionnels vue par les théories

Depuis l'émergence du concept de la communication financière avec le rôle qu'elle occupe actuellement comme un axe sur lequel repose la stratégie générale de l'entreprise, les études se sont succédé pour mettre en exergue cette fonction, et pour analyser les différents aspects qui la déterminent. En s'alignant avec notre travail de recherche, et en tenant compte des recherches sur le sujet, il s'avère que le processus de la prise de décision a été traité à plusieurs reprises dans les études, et ce comme un concept qui repose sur la communication financière.

Par ailleurs, la décision d'investissement, étant considéré comme la décision la plus importante qu'une entreprise peut prendre, a été au centre des recherches qui analysent le processus décisionnel à travers la communication financière.

Ainsi, comme nous l'avons pu démontrer auparavant, la communauté financière a de plus en plus recours à des professionnels de la finance et de l'intermédiation financière pour pouvoir prendre la décision d'investissement. En effet, la taille des investisseurs individuels rétrécit au détriment des investisseurs institutionnels, et ce pour plusieurs raisons, parmi lesquelles l'expérience et le professionnalisme dont ils disposent, les moyens financiers et informationnels qui leur permettent de se démarquer des investisseurs individuels.

De ce fait, nous nous intéresserons dans cette section d'approfondir notre vision, et d'analyser les théories qui ont étudié la qualité de la communication financière par rapport à la prise de décision d'investissement de la part des analystes financiers travaillant précisément pour le compte des investisseurs institutionnels.

Nous faisons ainsi le tour des théories financières ayant traité la relation entre les deux variables de notre travail de recherche, à savoir la qualité de la communication financière et la prise de

décision d'investissement de la part des analystes financiers, puis nous présenterons notre propre perception du sujet, qui sera principalement fondée sur une déduction analytique de l'ensemble des travaux cités.

2-1 La théorie du signal

La théorie du signal nous semble comme l'une des plus importantes théories qui aborde le sujet de la prise de décision dans sa relation avec la communication financière. En effet, nous n'avons pratiquement pas trouvé de travail qui traite le processus de prise de décision sans avoir recours à cette théorie comme mesure explicative des déterminants de la prise de décision à travers les déterminants de la qualité de la communication financière.

La théorie du signal ou également appelée la théorie des signaux est l'une des théories maîtresses qui a fortement participé à l'explication de l'importance de la qualité de la communication financière aux yeux des investisseurs d'une manière générale, et des investisseurs institutionnels plus précisément, et à mieux appréhender le processus décisionnel.

La théorie des signaux vient combler les insuffisances de la théorie d'agence. Selon cette théorie, et dans un but d'échapper à l'asymétrie informationnelle, les entreprises émettent des signaux sur la qualité de leur communication financière.

Partant du fait que l'information est imparfaite et que l'asymétrie de l'information entre dirigeant et investisseurs n'est pas sans conséquences, les dirigeants ayant des informations privilégiées vont chercher à les transmettre aux investisseurs (actuels et potentiels) et ce à travers leur communication financière.

D'après Mezghani et Ellouze (2007) la communauté financière connaît une concurrence de plus en plus accrue sur le marché financier, ce qui pousse les entreprises à mieux informer leurs cibles, en vue d'obtenir le financement de leurs investissements futurs. Selon les auteurs, les signaux envoyés par les entreprises ont pour objectif principal de rassurer les investisseurs potentiels par rapport à leur situation actuelle et de promouvoir leur image de la situation future de l'entreprise.

Mezghani et Ellouze (2007) affirment également dans leurs travaux qu'en termes de communication financière et à travers la théorie des signaux, le marché financier réagit favorablement aux contenus de la communication financière divulgués, que ce soit en termes

de qualité ou de quantité, et qu'effectivement cela joue sur la prise de décision des investisseurs (y compris bien évidemment les investisseurs institutionnels).

Nejjar (2011) trouve que la théorie du signal est la première théorie à mobiliser pour expliquer la qualité de la communication financière et sa relation avec la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels. Les résultats de l'étude effectuée par l'auteur montrent que la qualité de la communication financière ne fait qu'augmenter en présence d'un nombre important d'analystes financiers qui suivent le cours boursier de l'entreprise et vérifient l'actualisation de sa valeur.

Nejjar (2011) explique ce phénomène par le fait que la communication financière établie et divulguée par l'entreprise envoie des signaux qui valorise la valeur que juge l'entreprise sur son propre cours, et renforce la solidité de sa stratégie et de sa politique de communication, et plus précisément de sa communication financière.

L'auteur ajoute que ces signaux influencent sans doute les décisions des analystes financiers en matière d'investissement dans une société précise. Les propos de l'auteur rejoignent ainsi les travaux effectués par Imhoff (1992) et Lundholm (1993).

(Nejjar 2011, p.312) conclut même que : « Le marché financier influence positivement la qualité de la communication financière. Ces résultats empiriques, validés à la fois par l'analyse univariée et l'analyse multivariée trouvent leur justification théorique dans la théorie du signal ».

Théoriquement, cette idée qui lie la qualité de la communication et son impact sur la décision d'investissement a été préalablement validée théoriquement par Labelle et Schatt (2005). Selon les deux auteurs, en veillant à produire une communication financière de qualité, l'entreprise attire implicitement l'attention des analystes financiers, ce qui augmente leur nombre en faveur de l'entreprise, car cela va augmenter sa valeur et va donc influencer les analystes financiers pour porter un jugement en sa faveur.

Gibbins, Richardson et Waterhouse (1990) ont appuyé leurs études sur l'importance des analystes financiers au sein des marchés financiers. Les auteurs s'alignent sur le fait que les analystes financiers sont des acteurs principaux au niveau des marchés financiers, et que l'influence qu'ils exercent réside dans le fait que les entreprises leur prêtent une attention

particulière pour leur fournir une communication financière de qualité, ce qui leur facilitera l'émission d'un avis favorable et des recommandations pour le titre de la société en question.

2-2 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence, tant évoquée dans notre travail de recherche, trouve également sa place dans cette partie pour expliquer la relation existante entre la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels sur le marché financier. Rappelons qu'aux termes de cette théorie, Jensen et Meckling (1976) considèrent que le principale (dans notre cas c'est l'épargnant ou l'investisseur) fait appel à l'agent (l'investisseur institutionnel) pour exécuter en son nom la décision d'investissement auprès des sociétés cotées. Cette relation, trouve ses racines dans deux bases essentielles, à savoir d'abord l'existence d'une asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs institutionnels, ensuite l'existence d'un conflit d'intérêt entre ces parties engendrent des coûts dits coûts d'agence.

En effet, en se basant sur la théorie de l'agence, Boubaker et al. (2011) avaient pour mission dans leurs travaux d'analyser les attentes du marché financier en termes des informations contenues dans la communication financière des entreprises, et qui sont susceptibles de détourner leurs jugements.

Nejjar (2011) s'est intéressée à la même problématique et a tiré comme conclusion d'après ses enquêtes dans huit pays européens que les professionnels s'intéressent au contenu de la communication, car il représente une révélation des stratégies de l'entreprise, en addition de l'explication de sa situation présente.

Ceci est illustré également dans la même étude par le fait que 29% des analystes financiers ayant répondu à ce questionnaire, avouent qu'ils demandent des explications complémentaires et des informations supplémentaires auprès des entreprises en se basant sur leurs communications financières divulguées, et ce car ils sont conscients de l'importance et la pesanteur de chaque mot qui ressort des dirigeants de l'entreprise.

Au terme de la théorie d'agence, Nejjar (2011) confirme que les investisseurs institutionnels sont désormais exigeants en matière de communication financière. Son étude menée auprès des professionnels du marché financier montre que l'implication des investisseurs institutionnels

dans la gouvernance de l'entreprise met une pression sur les dirigeants afin qu'ils fournissent une communication financière de qualité. Ce qui va avoir un effet direct sur les coûts d'agence.

De ce qui précède, il nous semble que le lien entre la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels trouve son explication aux travers deux théories principales, à savoir : la théorie du signal et la théorie de l'agence.

La première n'est pas d'une importance moindre, car elle repose sur deux principes qui expliquent la relation de causalité entre la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement, à savoir : l'implication des investisseurs institutionnels pour augmenter la qualité de la communication financière joue sur les coûts d'agence. La deuxième favorise l'explication de l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs.

La deuxième théorie joue un rôle principal dans l'émission des signaux de la part des entreprises via leurs communications financières en vue d'influencer et détourner les avis des analystes financiers en leur faveur, pour une éventuelle recommandation, ainsi que pour émettre un avis favorable, qui est généralement pris en compte et considéré comme élémentaire dans la prise de décision d'investissement.

De ce fait, et afin de synthétiser l'ensemble des travaux ayant traité la relation entre la communication financière et la prise de décision, nous dressons ci-dessous le tableau récapitulatif suivant :

Tableau 14 : Tableau explicatif de la relation entre la communication financière et la prise de décision à travers les théories.

Chercheur	Année	Théorie de l'agence	Théorie du signal	Conclusion
Mezghani et Ellouze	2007	-	Oui	Emission des signaux qui influencent les décisions à travers la communication financière.
Nejjar	2011	-	Oui	Les signaux envoyés à travers la communication financière renforcent la

				solidité de la stratégie de l'entreprise, et impacte par la suite la décision d'investissement.
Imhoff	1992	-	Oui	Existence de la relation entre la communication financière et la prise de décision à travers les signaux envoyés par l'entreprise.
Lundholm	1993	-	Oui	Les entreprises influencent l'opinion des investisseurs à travers les signaux de leurs communications financières.
Labelle et schatt	2005	-	Oui	Une communication financière de qualité attire l'attention des analystes et des investisseurs, et influence leurs décisions.
Gibbins, Richardson et Waterhouse	1990	-	Oui	Les entreprises améliorent le contenu de leurs communications financières pour attirer l'attention des investisseurs.
Boubaker et al.	2011	Oui	-	Fournir des informations susceptibles d'influencer les avis des investisseurs.
Nejjar	2011	Oui	-	- Réduire l'asymétrie informationnelle, - L'implication des investisseurs institutionnels dans la gouvernance procure une meilleure communication financière pour influencer l'opinion de ses cibles.

Source : Conception personnelle.

Section 2 : Proposition d'un modèle conceptuel de la recherche

1. L'hypothèse liée au dirigeant de l'entreprise

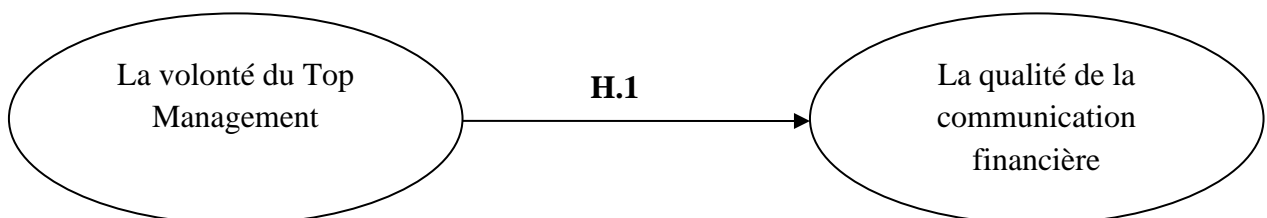
L'évaluation de la qualité de la communication financière est conditionnée, comme nous l'avons évoqué dans les chapitres précédents, par un ensemble de facteurs parmi lesquels l'influence qu'exerce le dirigeant de l'entreprise. Comme nous l'avons pu constater, plusieurs aspects orientent les décisions du dirigeant, à savoir : son éducation, son background académique, ses expériences, sa personnalité, sa capacité à prendre des risques sa culture et ses capacités d'analyser l'environnement en vue de prévoir l'avenir. Les recherches récentes ont même intégré le volet psychologique voir même émotionnel des dirigeants dans leur prise de décision.

La majorité des chercheurs ont souligné l'importance du haut management dans la définition de la communication financière adressée à l'ensemble des cibles ainsi que la qualité qui y est attribuée. C'est à cet effet, que nous avons choisi la volonté du Top Management comme le premier élément sur lequel nous allons nous baser pour mener notre enquête, et définir si effectivement la qualité de la communication financière est intrinsèquement liée à la volonté du dirigeant.

En se basant sur ces faits, nous allons considérer la communication financière comme une variable dépendante, et la volonté du top management comme une variable indépendante de notre travail de recherche.

C'est ainsi que nous avons formulé la première hypothèse de notre travail de recherche comme suit :

H1 : La volonté du Top Management de l'entreprise influe positivement sur l'offre de la communication financière.



2. L'hypothèse liée à la structure de l'actionnariat

Les études menées ont démontré qu'il existe effectivement une relation entre la qualité de la communication financière diffusée et la structure de l'actionnariat de l'entreprise.

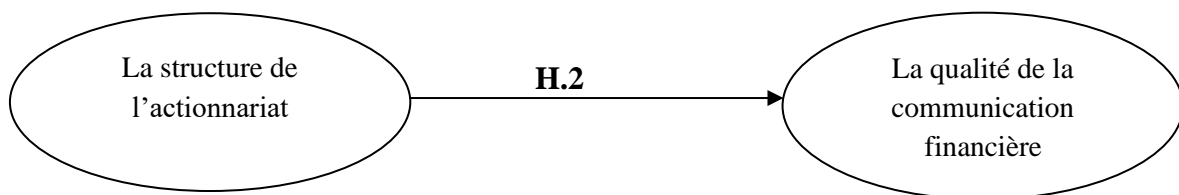
Les travaux de recherche dans ce sens sont abondants. Labelle et schatt (2003) ont mené une recherche dont l'objectif était de répondre à la problématique de la relation entre la structure de propriété et la communication financière des entreprises françaises. Les auteurs ont conclu qu'effectivement et en se basant sur la théorie de l'agence, la qualité de la communication financière augmente avec la dilution de l'actionnariat.

Beneish (1997) a tiré comme conclusion de sa recherche que la concentration d'un nombre limité d'actionnaire permet en effet un meilleur contrôle des dirigeants, ce qui favorise une meilleure performance et par la suite une bonne qualité de la communication financière divulguée.

Ces résultats ne semblent pas faire l'unanimité des chercheurs. Sahut et Gharbi (2010) n'ont pas approuvé cette hypothèse. Selon les auteurs il n'existe pas de relation effective entre la structure actionnariale et la qualité de la communication financière.

Ces divers arguments nous poussent à avancer l'hypothèse suivante :

H2 : la structure de l'actionnariat n'agit pas vraiment sur la qualité de la communication financière.



3. L'hypothèse liée à la taille de l'entreprise

Un autre item qui a pris de l'ampleur et de l'importance dans les études et les recherches antérieures, est celui de la taille de l'entreprise et son influence sur la qualité de la communication financière.

Lang et Lundholm (1993) affirment l'existence d'une relation positive entre la taille de l'entreprise et la qualité de la communication financière diffusée.

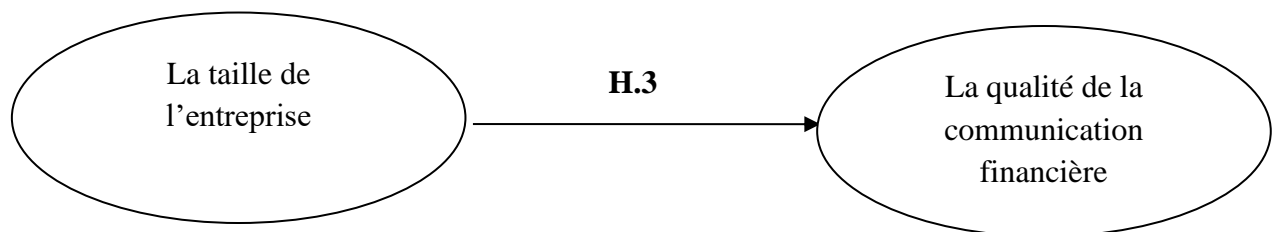
Il est évident que la diffusion d'un contenu informationnel génère des coûts. D'après la théorie de l'agence, l'entreprise dont la taille est importante a besoin de ressources plus importantes qu'une autre avec une taille plus petite. Ceci peut se référer au fait que la première a besoin de plus de moyen pour combler l'asymétrie informationnel entre elle et ses parties prenantes.

Vu que les grandes entreprises sont particulièrement et méticuleusement suivies par la communauté financière d'une manière générale, et par les investisseurs plus précisément, elles doivent fournir une communication financière de qualité afin d'être crédibles et convaincantes.

Schipper (1991) confirme ces propos, et précise que les entreprises de grandes tailles disposent des moyens conséquents ; d'où l'existence d'une relation positive entre la taille de l'entreprise et la qualité de sa communication financière.

Ce qui nous pousse à élaborer l'hypothèse suivante :

H3 : la taille de l'entreprise influe positivement sur la qualité de la communication financière.



4. L'hypothèse liée au secteur d'activité

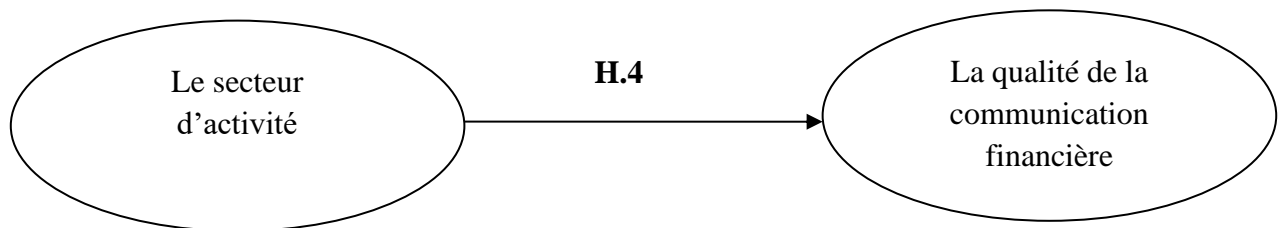
Le secteur d'activité a fait la polémique dans les études analysant la qualité de la communication financière. La revue de la littérature en la matière est assez abondante. Ferguson et al (1994) a démontré dans son étude que le secteur des hautes technologies est particulièrement engagé par la diffusion de la communication financière plus que les autres secteurs, et ceci est dû au fait qu'il s'agit d'un secteur qui connaît des changements rapides, et leurs cours peut subir des fluctuations massives.

Verrechia (1983) a pu démontrer dans ses travaux de recherche que les coûts relatifs à la diffusion des informations d'une entreprise donnée, diffèrent d'un secteur à un autre.

Une étude a été faite en 2014 par Matoussi et Jouini traitant l'impact du secteur d'activité sur l'étendu et la qualité de la communication financière, a conclu que sur un échantillon des entreprises françaises le secteur d'activité, et plus particulièrement le risque concurrentiel du secteur d'activité, impact significativement la qualité et l'étendue de la communication financière de l'entreprise.

Par conséquent, nous allons tenter de tester dans notre travail de recherche l'hypothèse suivante :

H4 : Les pratiques de communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.



5. L'hypothèse liée au conseil d'administration

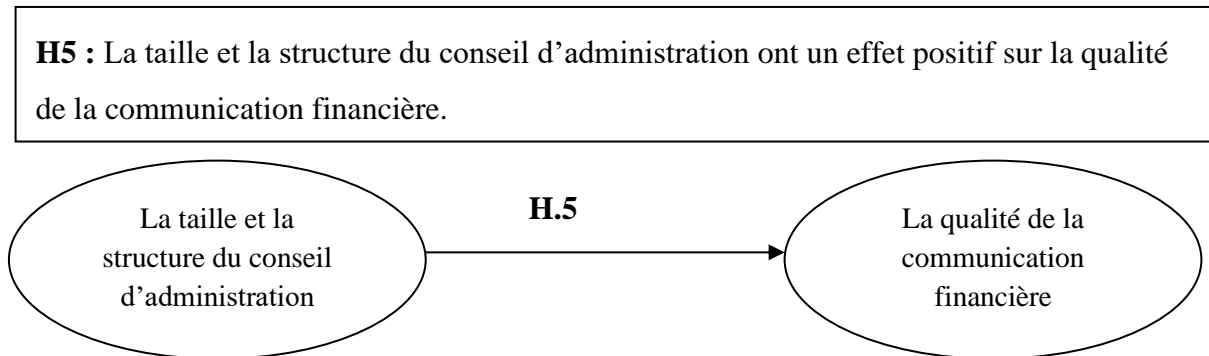
La gestion des entreprises et son impact sur la qualité de la communication financière présentée fait toujours des débats. Le conseil d'administration a énormément suscité l'intérêt des chercheurs. Selon l'étude faite par Ben Ayed-Koubaa (2011) portant sur les variables liées à la taille et la composition du conseil d'administration concernant les entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 120 entre 2002 et 2007, a conclu que la qualité de la communication financière n'est pas influencée par la taille de l'entreprise.

Lakhal (2006) a rejoint ces résultats, puisque ses travaux ont tenté de vérifier s'il existe une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la publication volontaire des informations. La réponse à son hypothèse (étude faite sur l'ensemble des entreprises industrielles et commerciales appartenant à l'indice SBF 250) montre qu'il n'existe pas de relation significative entre la taille et la structure du conseil d'administration et la qualité de la communication financière.

Ho et Wong (2001) ont prouvé également qu'il n'existe pas de relation significative entre la taille du conseil d'administration et la qualité de la communication financière divulguée par les entreprises.

D'après Fama et Jensen (1983), une des missions principales du conseil d'administration est de discipliner les dirigeants en vue de procurer à la communauté financière un contenu informationnel de qualité.

De ce qui précède nous pouvons avancer l'hypothèse suivante :



6. L'hypothèse liant les qualités du dirigeant au processus décisionnel

Il nous semble que le dirigeant est le facteur qui prend le plus d'importance dans les travaux de recherche relatifs à la détermination du processus de la prise de décision des entreprises.

Nous oserons dire que presque tous les travaux de recherche analysant le processus décisionnel au sein des entreprises évoquent le dirigeant à la tête de liste des facteurs influençant la prise de décisions.

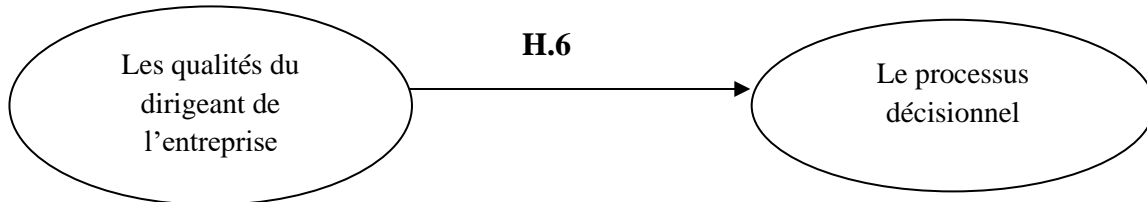
Diamond (1967) a supposé que les comportements des dirigeants ne devraient pas influencer leurs décisions, et ce dans une absence totale de l'asymétrie informationnelle dans un marché parfait. Chose qui ne peut pas être prise en considération dans un environnement marqué par l'asymétrie informationnelle. D'autres études ont même vérifié que la différence du genre et d'âge influence le processus décisionnel.

Les premières recherches en la matière insistaient essentiellement sur la personnalité du dirigeant, qui est le résultat du chevauchement de son expérience, ses études, sa personnalité, le degré du risque qu'il est prêt à encourir, sa force en matière d'analyse ainsi que ses capacités de prédictions du futur, nous citons à titre d'exemple Hartley et al. (2010) et Langley et al. (1995).

Les études les plus récentes quant à elles se focalisent aussi sur le dirigeant et sa relation avec la prise de décision vu d'un autre volet : psychique et émotionnel. Nous notons particulièrement l'étude faite par Gary (2004) et celle de Klein (2004).

Nous postulons ainsi l'hypothèse suivante :

H.6 : Les qualités du dirigeant impactent le processus de prise de décision.



7. L'hypothèse liant le processus décisionnel à l'environnement de l'entreprise

En analysant le processus décisionnel, la revue de la littérature laisse apparaître un élément fondamental et décisif dans la prise de décision : nous parlons de l'environnement de l'entreprise.

En effet, l'environnement de l'entreprise compte énormément dans le processus décisionnel plus précisément quand il s'agit du volet concurrentiel.

Certes pour prendre une décision (particulièrement la décision d'investissement), un dirigeant doit procéder à la collecte de l'information, qui est considérée comme une étape primordiale, mais ce qui compte le plus est l'étape suivante à savoir, l'analyse des données collectées par le décideur.

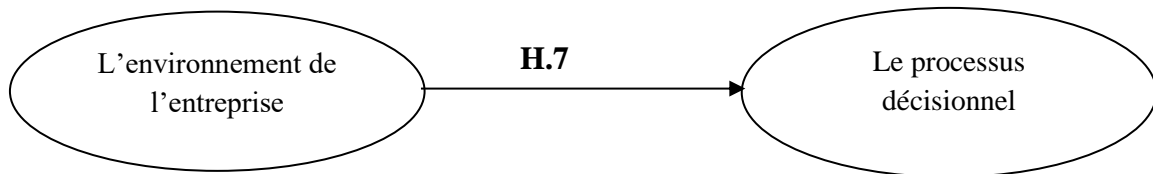
C'est une étape essentielle car le décideur est amené à concilier l'environnement interne de l'entreprise à son environnement externe. Le décideur doit procéder à une comparaison avec les entreprises concurrentes du même secteur.

Par ailleurs le décideur doit énumérer les opportunités à saisir et les risques qu'il peut encourir en optant pour une telle décision.

Ce qui rend cette tâche difficile pour le décideur est que l'environnement de l'entreprise est difficilement (voir même pas du tout) maîtrisable. L'environnement de l'entreprise est connu par sa fluctuation, car il comprend également l'environnement économique et social. Ces énoncés ont été approuvés par Hough et White (2003).

Ce qui nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H.7 : L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision.



8. L'hypothèse liant l'offre de la communication financière et la prise de décision

En effet, l'importance de l'information qui circule au sein d'une communauté financière n'est plus à démontrer. Comme nous l'avons évoqué précédemment, la première étape à laquelle est confronté un décideur (et plus précisément un investisseur) est la collecte de l'information nécessaire.

March (1991) affirme que les informations collectées par un décideur, lui servent certes pour prendre une décision, mais sert également pour justifier cette décision prise.

C'est la raison pour laquelle les entreprises veillent à la qualité de leurs publications et au contenu qu'elles présentent au public.

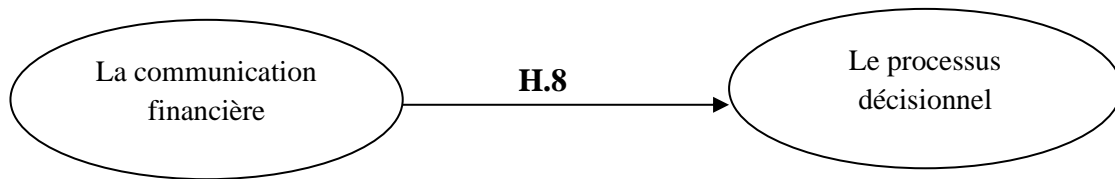
Ceci ne peut être fait sans établir sans passer par une stratégie de la communication financière.

La question qui se pose alors, est ce que la communication financière disponible sur le marché concernant une entreprise donnée va-t-elle avoir un impact positif ou négatif sur les décideurs d'une manière générale et les investisseurs plus particulièrement ?

A cet effet, nous incitons sur l'importance de la communication financière en période de crise. Durant la période de la pandémie Covid-19, où les restrictions sanitaires exigeaient la distanciation sociale et interdisaient les réunions en présentiel, les entreprises se sont retrouvées obligées de rassurer leurs actionnaires via la communication financière, afin d'éviter un éventuel crash boursier.

De ce fait, nous avons choisi de formuler notre dernière hypothèse :

H.8 : L'offre de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision.



9. L'hypothèse liant la divulgation de la communication financière et la prise de décision

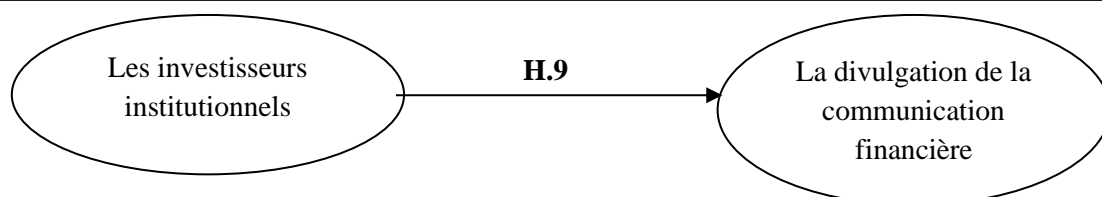
La revue de littérature laisse apparaître une relation réciproque entre les investisseurs institutionnels et la communication financière. En effet, la divulgation de la communication financière permet dans un premier temps de réduire l'asymétrie informationnelle. Dans un second temps, elle permet aux investisseurs institutionnels de constituer une idée sur l'ensemble de l'activité de l'entreprise dans laquelle ils veulent investir. la question qui se pose alors : qu'en est-il de l'impact des investisseurs institutionnels sur la divulgation de la communication financière ?

Afin de répondre à cette question, le débat sur le sujet est toujours d'actualité entre les chercheurs. Les investisseurs institutionnels ayant pour but principal un gain rapide des bénéfices, exigent que l'entreprise dans laquelle ils veulent investir soit transparente, et leur procure un maximum d'informations dans sa communication financière. Ceci, d'après Lardon & Deloof, (2014), la communication financière met une pression sur les dirigeants, et les obligent à accorder une attention particulière aux besoins de ces institutionnels.

A cet effet, Bushee & Noe, (2000) rajoutent que la qualité de la communication financière augmente au fur et à mesure que les investisseurs institutionnels exigent davantage d'informations et de détails.

C'est à partir de ces constats que nous formulons l'hypothèse suivante :

H.9 : Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière.



10. L'hypothèse liant la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels

D'après Dahlquist & Robertsson, (2001), les entreprises ont intérêt à publier davantage d'informations pour tenir leurs publics informés. Ainsi les investisseurs institutionnels exigent le maximum d'informations possible, à cet effet, ils se dirigent généralement vers les entreprises de grande taille, car elles sont plus connues, et elles ont tendance à publier plus pour attirer les investisseurs.

Ces propos sont confirmés par Cornett et al. (2007). Les auteurs affirment que le degré de la qualité de la communication financière attire les investisseurs institutionnels et les rassurent par rapport à l'avenir de leur investissement.

Ainsi, d'autres chercheurs lient le degré de la qualité de la communication financière aux besoins informationnels des investisseurs institutionnels. Ce qui rend ce facteur difficilement mesurable. Un investisseur institutionnel peut favoriser la qualité de la communication financière, du moment qu'elle lui fournisse les informations nécessaires pour l'aider à prendre une décision d'investissement.

De ce fait, nous formulons l'hypothèse suivante :

H.10 : La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

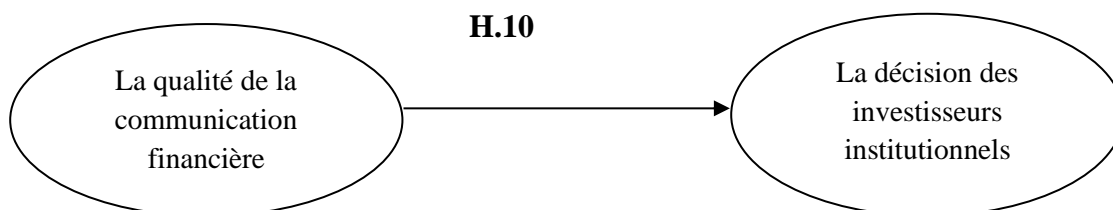
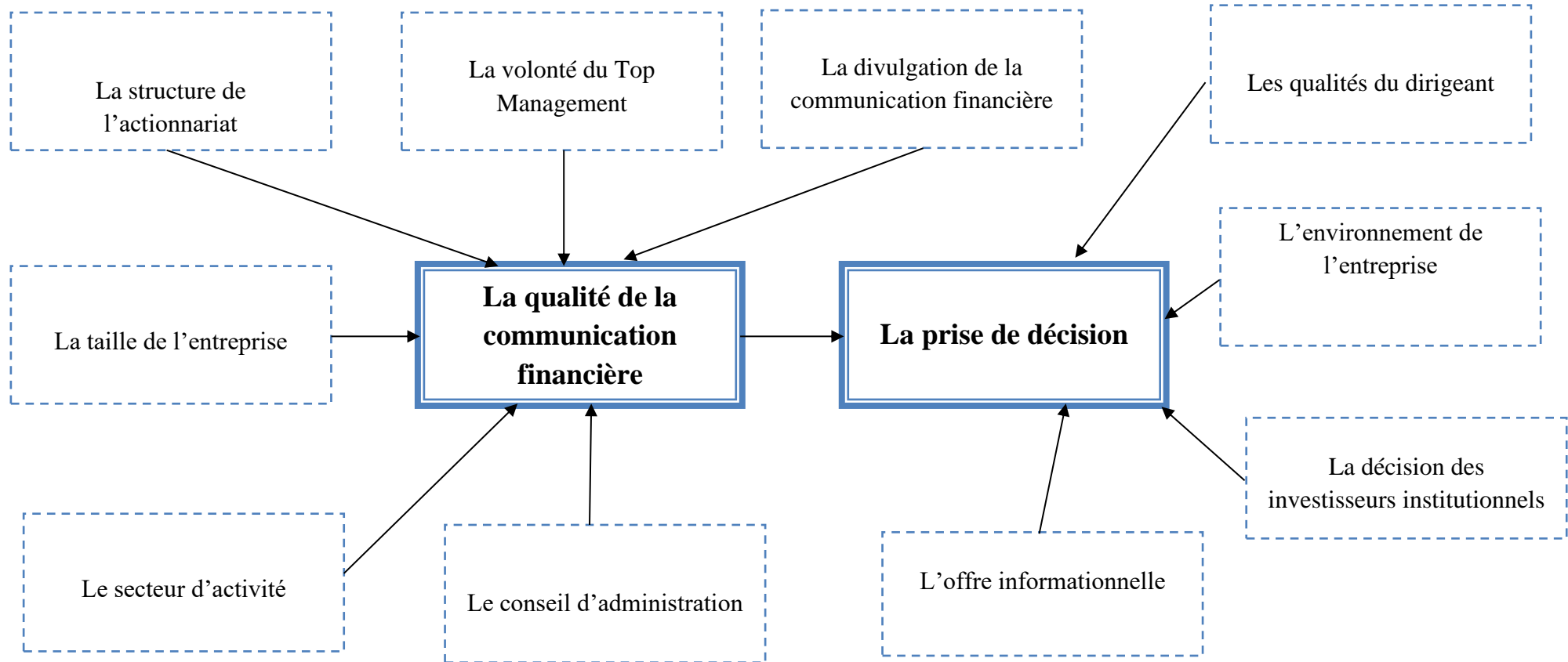


Tableau 15 : Tableau récapitulatif des hypothèses de recherche.

Hypothèse	Enoncé de l'hypothèse
H.1	La volonté du Top Management de l'entreprise influe positivement sur l'offre de la communication.

H.2	La qualité de la communication financière est-elle particulièrement influencée par la structure de l'actionnariat.
H.3	La taille de l'entreprise influe positivement sur la qualité de la communication financière.
H.4	Les pratiques de communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.
H.5	La taille et la structure du conseil d'administration ont un effet positif sur la qualité de la communication financière.
H.6	Les qualités du dirigeant impactent le processus de prise de décision
H.7	L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision.
H.8	La divulgation de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision.
H.9	Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière.
H.10	La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

1- Proposition d'un modèle conceptuel de recherche :



Source : conception personnelle.

Conclusion

Dans ce troisième chapitre, nous avons essayé de mettre l'accent sur les différentes études qui retracent d'une part la qualité de la communication financière et d'une autre part sa relation avec ses parties prenantes, et plus exactement la relation qui réconcilie la qualité de la communication financière au processus de la prise de décision d'investissement de la part des investisseurs institutionnels d'une manière générales et des analystes financiers plus spécifiquement, car ce sont ces acteurs qui feront la cible phare de notre enquête dans la deuxième partie de notre travail.

L'étude de la relation existante entre nos différentes variables de recherche passe essentiellement par l'étude de plusieurs théories, parmi lesquelles nous avons choisi deux théories qui nous semblent les plus pertinentes, à savoir la théorie de l'agence et la théorie du signal.

Ces signaux, qui s'avèrent être à la fois des variables explicatives de la qualité de la communication financière, mais aussi de la relation communication financière et processus décisionnels.

Conclusion de la première partie

En guise de conclusion, nous pouvons dire que la crise de confiance qui a émergé entre les différents acteurs des marchés financiers, a renforcé l'importance de la communication financière. En effet, il s'agit de nos jours d'une fonction à part entière, autour de laquelle tourne toute la stratégie de l'entreprise. A cet effet, la détermination de la qualité de la communication financière a pris de l'ampleur dans les études abordant ce sujet.

Dans cette partie, nous avons choisi de nous baser sur la taille de l'entreprise, le secteur d'activité, le conseil d'administration la typologie des investisseurs ainsi que la volonté du dirigeant de faire de la communication financière un axe stratégique de son entreprise, comme étant les déterminants de la qualité de la communication financière.

Par ailleurs, notre étude se concentre également sur la communication financière comme un élément clé dans le processus de la prise de décision. A cet effet, nous avons essayé d'étudier ce concept aussi à partir des facteurs qui nous ont apparus les plus probants, et qui nous semblent influencer ce processus complexe à savoir : les qualités du dirigeant de l'entreprise, l'environnement dans lequel a été prise la décision, ainsi que le contenu informationnel de la communication financière.

C'est à partir de ces éléments que nous avons pu établir les relations existantes entre ces différentes variables de recherche, c'est-à-dire le lien entre la qualité de la communication financière et la prise de décision d'investissement.

Pour illustrer ce travail, nous avons choisi le cas des investisseurs institutionnels vu le poids qu'ils occupent actuellement au sein des marchés financiers, ainsi que pour l'intérêt grandissant accordé par les entreprises en faveur de ces institutionnels, en termes de communication financière.

Ainsi, afin de confirmer ou infirmer les hypothèses de recherche présentées dans cette partie, nous allons consacrer la deuxième partie à l'étude empirique réservée à cet effet.

**Partie II : Etude empirique du lien entre la
qualité de la communication financière et la
prise de décision des investisseurs institutionnel**

Introduction de la deuxième partie

Après avoir cerné le cadre conceptuel et théorique de notre travail de recherche dans la première partie, il est à présent nécessaire de présenter la position épistémologique ainsi que la méthodologie adoptée pour défendre les hypothèses de notre thèse.

Dans un premier temps, le premier chapitre de la présente partie a pour objectif de se positionner par rapport à la théorie, et ce, en présentant le positionnement épistémologique de notre travail de recherche. En effet, nous commençons ce chapitre avec une réflexion d'ordre méthodologique, ensuite nous allons orienter notre démarche en précisant la méthodologie adoptée, qui de son côté détaille les circonstances de l'enquête menée pour la validation de nos hypothèses de recherche, en exposant les choix que nous avons fait pour réaliser empiriquement ce travail.

Dans un second temps, nous présenterons le cinquième et le sixième chapitre qui constituent les fruits de l'ensemble de notre travail de recherche, vu qu'ils représentent les résultats obtenus ainsi que leur interprétation.

Chapitre IV : Cadre méthodologique la de recherche

Introduction

Analyser minutieusement le contexte de la qualité de la communication financière des entreprises marocaines exige outre l'étude théorique, une enquête sur le terrain pour diagnostiquer et analyser la situation financière de l'entreprise. Choisir le positionnement de ce type d'enquête épistémologique n'est pas le fruit du hasard. Il s'agit d'une étape cruciale dans l'établissement d'un travail de recherche. Il s'agit de la partie qui réunit la transposition de la problématique aux schèmes pratiques, à la méthodologie qu'elle soit quantitative ou qualitative ou qu'elle combine les deux à la fois.

A cet effet, ce chapitre fournira une liste de procédures que nous avons jugées appropriées pour apprécier les hypothèses retenues. Pour y arriver, il est primordial de mettre le point sur le milieu de l'enquête, l'échantillon concerné, les circonstances de l'enquête, les instruments de mesure et les techniques d'analyses de données.

Il est à rappeler que notre problématique s'articule autour de l'impact que peut avoir la qualité de la communication financière sur la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

A cet effet, le présent chapitre sera scindé en deux sections. La première mettra l'accent sur la méthodologie et le positionnement épistémologique de notre travail. La seconde sera dédiée à l'explication de la méthodologie adoptée pour le traitement de notre travail de recherche.

Les techniques d'analyse des données renvoient d'une part à l'analyse sémantique du contenu des deux questionnaires et d'autre part au traitement informatique et statistique des données dépouillées.

Section 1 : Positionnement épistémologique de la recherche

1. Notions générales

Etant donné que tout travail de recherche soulève des questions épistémologiques (pour quelles raisons, pour quelles motivations, pour quelles finalités ?) et des critères de validité, il est préférable, avant de commencer, de définir les notions de base, ainsi que clarifier les termes que nous utiliserons tout au long de ce chapitre.

Le terme épistémologie prend ses racines depuis le début du XX^{ème} siècle. A cette époque, il désignait une branche de la philosophie, qui s'intéressait à l'étude des théories de la connaissance. A cet effet, Piaget (1967) admet que « l'épistémologie est l'étude de la constitution des connaissances valables ».

Ceci nous amène à nous interroger sur ce que c'est la connaissance, vu que tout travail de recherche s'élabore autour des questions de recherche et des hypothèses, qui sont fondées à partir des connaissances. D'après Gavard-Perret et al (2012) la recherche scientifique sert à produire une connaissance objective et valable. Ainsi, il est primordial pour tout chercheur de définir son positionnement épistémologique.

Définir son positionnement épistémologique est alors l'une des étapes essentielles et fondatrices lors de l'élaboration d'un travail de recherche scientifique. Les études précédentes parlent généralement de positionnement ou de posture épistémologique. Le positionnement ou la posture épistémologique prévoient un choix du paradigme de recherche dans lequel s'inscrivent les choix du chercheur en termes de courants théoriques et méthodologiques adoptés. Autrement dit, il s'agit de se décider sur la manière dont le chercheur voit la réalité, ainsi que sur la manière qu'il va suivre durant son travail pour produire la connaissance.

Le positionnement épistémologique s'adapte à deux courants majeurs : le rationalisme et l'empirisme. Le rationalisme repose essentiellement sur la raison comme la base de toute recherche scientifique. Selon les auteurs qui ont adopté ce courant, la connaissance scientifique naît à partir des pensées et des idées, et c'est grâce à la raison et l'acheminement du raisonnement du chercheur, qu'on aboutit à des déductions sous forme de conclusions concrètes. L'empirisme, quant à lui, trouve ses fondements dans l'expérience et non dans théorie que préconise le courant du rationalisme. D'après (Gavard-Perret et al. 2008, p10) « alors que dans le courant rationaliste c'était la raison qui constituait la pierre angulaire de

toute démarche scientifique, dans le courant empirique, c'est l'expérience qui est posée en clé de voûte de tout l'édifice scientifique ».

2. Positionnement méthodologique de notre travail recherche

Il est à rappeler que notre problématique de recherche est formulée ainsi :

Quel est l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc ?

Cette question fondamentale sur le contexte des entreprises au Maroc, pourrait éclairer tant la communication financière que le dirigeant de l'entreprise quant à l'intérêt d'élargir et de diversifier les informations contenues dans les communications annuelles. En effet, la qualité de la communication financière dans les rapports est une forme de communication volontaire qui n'est pas encore réglementée, ce qui rend la recherche dans ce domaine utile. De plus, ce qui est divulgué aujourd'hui sur une base volontaire est susceptible d'être intégré dans les fondements de la normalisation et de la réglementation de demain.

Nous tentons d'expliquer l'impact que peut avoir la qualité de la communication financière sur le processus décisionnel des investisseurs institutionnels au Maroc. Pour simplifier davantage cette problématique, nous pouvons constater qu'elle est scindée en deux parties : d'une part la qualité de la communication financière, dont nous analyserons les éléments qui la déterminent et l'influencent, d'autre part, la prise de décision et les facteurs qui impactent le processus décisionnel.

Par ailleurs, notre problématique repose sur une logique rationaliste. Ce qui suppose que nous devons expérimenter la connaissance, déjà existante, pour pouvoir en tirer des conclusions. Nous pouvons affirmer ainsi que notre problématique s'inscrit sous l'onglet du courant épistémologique positiviste.

Ce courant implique que nous allons commencer par élaborer des hypothèses à partir de la revue de littérature existante, et grâce à l'observation des éléments constitutifs de notre sujet, puis nous devons passer de la théorie à la pratique pour tester empiriquement la validité de ces hypothèses. De ce fait, nous adoptons un raisonnement hypothético-déductif, c'est-à-dire que nous allons partir des cas généraux pour en déduire des cas particuliers.

Les instruments de mesure participent principalement à la construction et à la validation des déterminants qui ont une influence sur la communication financière de l'entreprise. Pour construire ces déterminants, nous avons sélectionné les caractéristiques qui nous semblent les

plus convaincantes pour déterminer la qualité de la communication financière. Cette sélection s'est faite sur la base d'une étude bibliographique approfondie des déterminants existants et d'un repérage des attentes des professionnels.

Par ailleurs, nous définirons les variables qui traduisent les besoins en matière de qualité de la communication financière avant d'élaborer la liste des variables composant nos déterminants. C'est dans ce cadre, que nous envisageons de vérifier les hypothèses de notre recherche ainsi que les modèles de régression formulés pour tester ces hypothèses.

En outre, notre méthodologie met l'accent sur les divers repères méthodologiques desquels nous nous sommes servis pour administrer notre enquête sur le terrain. Elle est aussi d'ordre pratique et essaiera en premier lieu de présenter les résultats obtenus à partir du guide d'entretien et du questionnaire destinés aux Directeurs/Managers et aux personnes intéressées par le domaine et en deuxième lieu, de procéder à leurs interprétations de manière à vérifier le rôle de la communication financière pour les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement.

Certains établissements institutionnels sont impliqués dans le processus d'investissement. Ces établissements géants comptent les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les Sociétés d'Investissement à Capital Variable, les sociétés d'assurance et les caisses de retraite et d'autres qui investissent dans des entreprises. Ces organisations ont besoin d'un certain nombre d'informations financières et extra-financières pour prendre des décisions d'investissement. L'efficacité de la décision à prendre dépend beaucoup de la qualité de la communication financière fournie par les organismes visés.

En effet, en plus de satisfaire l'exigence législative, les entreprises ont tendance à retenir les investisseurs existants et à attirer des investisseurs potentiels grâce à leurs communications financières lorsque le capital-actions de l'entreprise est largement détenu et que leurs affaires intéressent le grand public.

La divulgation volontaire d'informations demeure l'objet du désir des investisseurs d'accéder à des informations plus spécifiques à l'entreprise. Les investisseurs institutionnels, en particulier, s'attendent à une communication financière des entreprises, car elles ne font pas partie de leurs activités commerciales selon Boone et White (2015). A cet effet, cette partie se concentre sur les investisseurs institutionnels, vu le nombre important d'actions qu'ils détiennent, ainsi que l'effet qu'ils ont sur les marchés financiers.

La communication financière d'une entreprise s'exprime dans la plupart des études principalement par l'absence ou la présence d'information financière d'après Chau & Gray (2002), Cheng & Courtenay (2006), Gisbert & Navallas, (2013). Si une entreprise divulgue de nombreuses informations détaillées complémentaires aux informations obligatoires, la qualité de sa communication financière augmente. Les états financiers fournissent des informations financières importantes pour une grande variété de décisions, les investisseurs tirent des informations des états et des rapports de l'entreprise dans laquelle ils prévoient d'investir.

Les décideurs qui envisagent d'acquérir la propriété totale ou partielle d'une entreprise s'attendent à obtenir des retours sur leur investissement tels que des dividendes et une augmentation de la valeur de leur investissement. Les dividendes et l'augmentation de la valeur des actions de l'entreprise dépendent de la rentabilité future de l'entreprise. Les investisseurs sont donc intéressés par la rentabilité future de l'entreprise. Les données sur les dividendes des revenus antérieurs sont utilisées pour prévoir les rendements des dividendes et l'augmentation des cours des actions.

De plus, les investisseurs institutionnels sont souvent en recherche d'un investissement pour gagner rapidement des profits élevés sans trop de risques, ils exigent de leurs entreprises plus de transparence afin de réduire leur risque d'investissement selon Bushee & Noe (2000). Cela explique l'effet positif des investisseurs institutionnels sur la divulgation de la communication financière, car le degré auquel une entreprise divulgue publiquement ses informations augmentera à mesure que les propriétaires institutionnels demanderont à l'entreprise de rendre plus d'informations accessibles au public. Ainsi, la propriété institutionnelle peut avoir un effet sur la divulgation de la communication financière d'une entreprise.

En principe, il existe une relation entre la gouvernance d'entreprise et la décision de divulgation de la communication financière prise par une entreprise. L'accent mis sur la gouvernance d'entreprise dans cette recherche est manifesté par la structure de propriété de l'entreprise, en se concentrant sur la propriété institutionnelle.

La relation entre la divulgation de la communication financière et les investisseurs externes, en particulier les investisseurs institutionnels, est soutenue par Boone & White (2015). Ils affirment que les investisseurs institutionnels ont un effet sur le degré de divulgation puisque les entreprises divulguent plus lorsqu'elles souhaitent attirer le capital des investisseurs institutionnels. Cela implique que les propriétaires institutionnels exigent plus de transparence

des entreprises en échange de leur investissement dans cette entreprise, car les entreprises veulent attirer des capitaux de ces propriétaires institutionnels.

Section 2 : Méthode d’investigation

1. Le milieu et les circonstances de l’enquête

1-1 Le milieu de l’enquête

Notre travail de recherche s’intéresse à l’étude de l’impact de la communication financière sur le processus décisionnel des investisseurs institutionnels au Maroc. Pour ce faire, nous avons choisi d’étudier cette problématique sur les entreprises cotées dans la bourse de Casablanca. Il y a lieu également de mettre l’accent sur la période de la pandémie du Coronavirus pour voir si ces variables changent en périodes critiques.

Notre choix se justifie par deux raisons : de prime abord, parce que les entreprises cotées accordent beaucoup plus d’importance à leurs stratégies d’une manière générale, et à la stratégie de la communication financière plus particulièrement. Ensuite, notre choix d’étudier ce sujet au Maroc a coïncidé avec la crise de la pandémie du Coronavirus qu’a connue le monde entier, afin d’insister sur l’importance de la stratégie de la communication financière dans les entreprises d’une manière générale et pendant les périodes de crises plus précisément.

Ainsi, le choix de la Bourse de Casablanca, bien évidemment, vient de notre volonté de produire un travail de qualité qui servira peut-être d’une piste pour de nouvelles recherches en faveur des sociétés marocaines et de notre économie nationale.

La Bourse de Casablanca a connu d’énormes changements depuis sa création, et est actuellement dans le bon chemin pour concurrencer les places boursières les plus performantes à l’échelle mondiale.

Le choix d’appliquer notre étude sur les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca vient aussi du fait que cette place boursière contient un nombre limité de sociétés, ce qui augmente le taux de faisabilité de l’étude.

La Bourse de Casablanca se caractérise également par la diversité des caractéristiques des sociétés sur cette place, en termes de taille, de secteur d’activité ou encore de structure d’actionnariat, ce qui nous convient pour vérifier nos hypothèses de recherche et répondre à notre problématique de base.

Le choix sociétés cotées à la Bourse de Casablanca est fait également dans un souci de visibilité, voire de transparence. En effet, la majorité d’entre elles (sauf quelques exceptions) disposent

d'un site internet, dans lequel sont publiés régulièrement les documents officiels retraçant l'activité de l'entreprise.

Le choix de notre échantillon étant déterminé, nous avons mené notre enquête prospective en deux temps : d'abord une enquête qualitative à l'aide d'un entretien semi-directif administré à un groupe réduit de managers, directeurs et analystes financiers (9 en total), ensuite une enquête quantitative à l'aide d'un questionnaire destiné à un échantillon plus diversifié formé de Managers, de Directeurs et d'Analystes financiers.

1-2 Les circonstances de l'enquête

Afin de répondre à notre problématique de recherche, nous avons mené une enquête auprès de l'ensemble des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, ainsi qu'auprès des analystes financiers et directeurs œuvrant pour les investisseurs institutionnels.

Notre enquête s'est déroulée du mercredi 22 juin au vendredi 26 août 2022. Nous avons choisi de mener cette enquête sur une durée de deux mois et une semaine successive, car il nous a fallu nous déplacer afin d'augmenter nos chances de retours positifs sur l'enquête, vu que la quasi-totalité des sièges sociaux des sociétés qui nous intéressent se sont concentrés sur l'axe Casablanca-Rabat. L'enquête a visé deux catégories opérant dans le milieu financier, d'une part des directeurs des sociétés cotées (ou leurs adjoints), et d'autre part des analystes au sein des investisseurs institutionnels opérant à la Bourse de Casablanca.

A cet effet nous avons mené deux entretiens semi-directifs ciblant la communauté financière opérant dans la Bourse de Casablanca : le premier entretien semi-directif a visé les directeurs, directeurs financiers (ou leurs adjoints) des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, le second était destiné aux analystes financiers travaillant pour le compte des investisseurs institutionnels présents sur la Bourse de Casablanca.

Il faut avouer que cette tâche était la plus ardue de tout le process. Même si nous avons profité de nos connaissances personnelles et professionnels pour décrocher des rendez-vous auprès des directeurs au sein des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca, la mise en place de ces entretiens s'est vue retardée et reportée à des dates postérieures (parfois à la dernière minute) à cause de leurs indisponibilités. Néanmoins, une fois l'entretien prend place, tout se passe dans de très bonnes conditions, et les enquêtés montrent une amabilité et un encouragement vis-à-vis notre projet.

Simultanément, deux questionnaires ont été adressés aux personnes faisant la cible de notre enquête, à savoir les directeurs, directeurs financiers et des responsables au niveau des sociétés

cotées, ainsi que les analystes qui travaillent au sein des investisseurs institutionnels de la Bourse de Casablanca.

2. Echantillon de la recherche

Le public formant l'échantillon de notre recherche est segmenté en deux groupes :

- Les acteurs des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca,
- Les analystes au sein des investisseurs institutionnels.

Nous avons été heurtés à une difficulté dans le choix de notre échantillon formé d'analystes financiers. En effet, certaines sociétés et investisseurs institutionnels font, parfois, appel à des analystes externes. Ce qui rend la population mère plus large et l'échantillon choisi plus complexe.

Néanmoins, nous avons essayé de toucher un bon nombre d'analystes financiers, afin de garantir une représentativité à notre échantillon.

Par ailleurs, l'échantillon des acteurs des sociétés cotées est composé de 293 personnes, regroupant des directeurs, des directeurs financiers et des responsables. Ce qui veut dire que les 293 personnes ayant répondu à notre questionnaire, représentent 65,84% de la cible de départ, qui était de 445 personnes.

Celui des analystes et des analystes financiers, quant à lui, est composé de 227 personnes. En effet, 227 parmi 445 analystes financiers ont répondu positivement à notre questionnaire. Ce qui représente un pourcentage de 51,01%. Un taux légèrement représentatif respectant les normes de l'échantillonnage aléatoire.

En somme, notre échantillon est composé de 520 pour les deux questionnaires entre Directeurs, Managers, analystes et personnes intéressées par le domaine qui sont scindés ainsi :

Tableau 16 : Répartition des répondants.

Questionnaires	Distribués	Récupérés	Pourcentage
Questionnaire 1 (Annexe 2)	445	293	65, 84 %

Questionnaire 2 (Annexe 3)	445	227	51,01 %
Total	890	520	58,42 %

Par ailleurs, notre échantillon se compose de répondants dont les profils sont assez diversifiés, que nous avons choisi de synthétiser dans le tableau suivant :

Tableau 17 : Caractéristiques de l'échantillon de répondants.

Caractéristiques des répondants		Fréquences
Fonction	Domaine de la production	77 %
	Domaine des services	23 %
Diplôme	BAC+3	17%
	BAC+5	80 %
	BAC+8	3 %
Spécialité	Finance et comptabilité	90 %
	Gestion	10 %
Durée d'expérience	Inférieure à 5 ans	52 %
	Entre 5 et 10 ans	31 %
	Supérieure à 10 ans	17 %
Nombre de rapports annuels par année	Moins de 20	43 %
	Supérieur ou égal à 20	57 %

La lecture du tableau 17 révèle que 77% des répondants appartiennent au domaine de la production, contre 23% du secteur des services. Par ailleurs, 80% des enquêtés disposent d'un diplôme Bac+5, 17% d'entre eux possèdent un diplôme Bac+3, et 3% seulement des répondants ont un Bac+8. La spécialité de ces diplômes est répartie principalement entre la finance et la

comptabilité avec un pourcentage de 90%, et 10% des diplômés de gestion. Plus que la moitié de nos enquêtés (52%) ont une expérience inférieure à 5ans au sein de l'entité, 30% ont une expérience entre 5 et 10 ans, et 17% totalisent une expérience supérieure à 10 ans. De même, 57% des répondants affirment que l'entité qu'ils représentent fournit au moins 20 rapports annuellement.

3. Les instruments de mesures

Pour mener notre enquête sur le terrain, nous avons administré le questionnaire en optant pour la voie de face à face. Cela nous a permis d'augmenter nos chances d'avoir l'approbation de nos cibles à répondre aux questionnaires. Pour ce faire, nos questionnaires se composaient principalement de questions fermées, avec la présence néanmoins de questions ouvertes, laissant la liberté d'expression à nos enquêtés.

Les questions fermées présentent certes des inconvénients. Le plus marquant d'entre eux est que la personne enquêtée se trouve obligée de choisir entre les réponses proposées, pourtant elles peuvent ne pas correspondre à sa logique. Un autre problème posé par le questionnaire à questions fermées, est que ces dernières peuvent influencer le répondant. Seulement, nous persistons à signaler que la présence abondante de questions ouvertes dans un questionnaire bloque les répondants et les empêche d'y répondre.

Afin de répondre à notre problématique de recherche, et comprendre l'impact de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc, nous avons mené une étude exploratoire sur le terrain. Ceci étant dit, nous avons entamé une enquête sur le terrain, composée de deux phases complémentaires. D'abord nous avons mené une étude qualitative à travers l'entretien semi-directif, puis une étude quantitative moyennant le questionnaire.

Les instruments de mesure pour lesquels nous avons opté portent donc sur :

- Deux entretiens semi-directifs adressés respectivement aux sociétés cotées à la Bourse de Casablanca et aux analystes des investisseurs institutionnels au Maroc,
- Deux questionnaires destinés respectivement aux sociétés cotées à la Bourse de Casablanca et aux analystes des investisseurs institutionnels au Maroc.

3-1 L'entretien semi-directif

Afin de mener à bien à bien notre travail nous avons prévu des entretiens semi-directifs destinés à deux sujets qui composent notre cible, à savoir les directeurs / directeurs financiers des

sociétés cotées à la Bourse de Casablanca et les analystes des investisseurs institutionnels au sein de la Bourse de Casablanca.

L'entretien est désormais un excellent moyen d'investigation qui permet à l'enquêteur de faire une lecture analytique des expériences personnelles des enquêtés. A cet effet, la préparation au préalable d'un guide d'entretien s'avère essentielle, afin d'assurer le bon déroulement de l'entretien.

Il est à noter que la finalité d'un entretien est de dégager des indicateurs à partir des réponses des enquêtés, à partir desquels nous nous baserons pour formuler les questions de nos deux questionnaires.

Durant notre étude exploratoire, nous étions confrontés bien évidemment à un ensemble d'entraves et de difficultés. En effet, la première difficulté à laquelle nous étions confrontées était la prise des rendez-vous. D'une part, les agendas de la majorité des directeurs étaient remplis. D'autre part, quelques directeurs ont refusé de répondre, et ont exigé une autorisation officielle de l'administration (et parfois du conseil d'administration pour pouvoir répondre). Chose qui prend beaucoup de temps et beaucoup de démarches. Finalement la période que nous avons choisie n'était pas la meilleure, car elle coïncidait avec la période des vacances. De ce fait, nous n'avons pas pu rencontrer l'ensemble des directeurs, néanmoins nous avons pu contacter leurs adjoints dans les meilleurs cas.

Nous représentons ci-après le guide d'entretien mené auprès de nos 9 interviewés. Le tableau ci-dessous ne tient compte que des questions les plus marquantes posées à chacun de nos enquêtés. De par leur diversité et dans un souci d'éviter les répétitions, nous représentons les questions et les réponses les plus pertinentes.

Tableau 18 : Exemple des réponses des enquêtés.

Interviewé	Fonction	Question	Réponse
01	Directeur	Vos dirigeants acceptent-ils volontairement de divulguer la communication financière de l'entreprise d'une manière régulière ?	À cette question, notre enquêté a désigné l'importance de la volonté du dirigeant à faire de la communication financière de son entreprise un axe stratégique et un pilier de sa réussite, En effet, notre enquêté

			a confirmé que la volonté et le background du dirigeant font la différence entre les dirigeants, et par suite une inégalité de la qualité de la communication financière des entreprises qu'ils représentent.
02	Directeur	Votre entreprise est-elle obligée de publier ses états financiers pour assurer une bonne communication avec ses différents partenaires ?	Selon les propos de notre enquête, il y'a un peu d'influence des parties prenantes sur la qualité de la communication financière. Notre enquête est d'accord avec l'idée stipulant que la qualité de la communication financière est particulièrement influencée par les parties prenantes.
03	Directeur	Considérez-vous que la culture, le parcours universitaire, la personnalité et les expériences ont tendance à amener le dirigeant à publier plus en matière de communication financière de son entreprise ?	D'après notre enquête, la culture, le parcours universitaire, les principes, la personnalité et les expériences font la différence entre les dirigeants, et par suite une inégalité de la qualité de la communication financière des entreprises qu'ils représentent.
04	Directeur Adjoint	Les grandes entreprises offrent-elles volontairement plus de contenu en matière de communication financière que les autres ?	À cette question, notre enquête trouve que les grandes entreprises offrent volontairement plus de contenu en matière de communication

			financière que les petites entreprises.
05	Directeur Adjoint	Il existe un effet de taille qui implique que les grandes entreprises sont les plus transparentes en matière de communication financière, que pensez-vous ?	À cette question, notre enquêté pense qu'il y'a un effet positif qui implique que les grandes entreprises sont les plus transparentes en matière de communication financière.
06	Directeur Adjoint	Considérez-vous que la volonté du dirigeant lui permette de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise ?	Notre enquêté a confirmé que la volonté du dirigeant de s'engager positivement et activement compte dans la détermination de la qualité de la communication financière.
07	Financier	Votre entreprise partage-t-elle une communication financière efficace avec les parties prenantes ?	Pour notre enquêté, les entreprises bénéficient de la divulgation de la communication financière pour avoir un accès plus facile aux capitaux propres des investisseurs et, selon des études de littérature, c'est l'une des principales raisons pour lesquelles les entreprises décident de communiquer.
08	Financier	La pandémie Covid-19 a-t-elle affecté la divulgation de la communication financière ?	À cette question, notre répondant indique que la pandémie Covid-19 a impacté négativement la divulgation de la communication financière.

09	Financier	Votre entreprise prend-elle en compte les attentes des parties prenantes et les intègre dans sa stratégie de la communication financière ?	À cette question, notre répondant confirme que les entreprises prennent en compte les attentes des parties prenantes et les intègrent dans leurs stratégies de la communication financière.
----	-----------	--	---

Pour récapituler, la plupart de nos enquêtés ont confirmé que la culture, le background académique et les expériences professionnelles du dirigeant jouent un rôle déterminant dans toute prise de décision concernant la divulgation de la communication financière. De même, il y a un consensus entre nos enquêtés selon lequel la taille et le secteur d'activité de l'entreprise influent sur la qualité de la communication financière diffusée. Ainsi, le conseil d'administration a presque fait l'unanimité entre nos enquêtés, vu le pouvoir dont il jouit pour manipuler le contenu de la communication financière. Pour conclure, nos enquêtés estiment que les parties prenantes, notamment les investisseurs institutionnels, exercent une influence sur la stratégie de communication financière adoptée par leurs établissements d'origine.

3-2 Le questionnaire

Le questionnaire est qualifié dans les études de recherche comme étant l'outil idéal pour collecter l'information. D'après Boulan (2015), le questionnaire se manifeste comme une suite de questions ayant pour objectif de répondre à la problématique de recherche.

(Hap 1990, p.3) définit le questionnaire comme suit : « L'enquête par questionnaire est un moyen pour recueillir des informations :

- Au sujet d'une population ou d'un groupe de personnes,
- Et de la part d'individus faisant partie de cette population ou de ce groupe,
- En entrant en relation avec chacun de ces individus,
- De la manière la plus standardisée possible,
- Par le biais d'un système de questions – réponse ».

Pour récapituler, nous pouvons dire que le questionnaire est une succession de questions qui consiste à les poser de la même manière, aux personnes appartenant à la même population cible, et ce dans un but de répondre à une problématique, à travers la vérification des hypothèses

préalablement posées. En effet, garder le même cadre dans lequel sont posées les questions permettra une fiabilité des résultats obtenus.

Le questionnaire est généralement choisi comme méthode de la collecte des données, car il représente plusieurs avantages. Son plus grand atout est son coût relativement bas par rapport aux autres méthodes.

C'est un moyen pratique, vu qu'il permet d'obtenir les résultats incessamment et sans délais. Ainsi, il offre la possibilité d'obtenir un grand nombre de réponses, plus spécialement si l'intéressé utilise internet pour renseigner son questionnaire. Il pourra toucher un grand nombre de personnes à moindre coût (voir gratuitement).

Le questionnaire présente également l'avantage de la facilité d'analyse des résultats. Aujourd'hui, grâce aux outils récents à savoir les logiciels, les sites et les applications, il est facile d'interpréter les résultats obtenus rapidement sans devoir avoir obligatoirement un background statistique.

Par contre, on reproche au questionnaire de ne pas offrir la possibilité de clarifier les questions et d'être borné, ce qui limite en quelques sortes le champ d'analyse des axes par la suite.

Pour le cas de notre travail, et afin d'effectuer cette tâche, nous avons commencé par distribuer les questionnaires nous-mêmes, car nous tenions à expliquer les propos de notre enquête, cependant nous avons vite compris que ce n'était pas la méthode la plus optimale pour achever ce travail, d'abord à cause du nombre important des questionnaires à distribuer, ensuite, à cause des déplacements sur les villes de Casablanca et Rabat, qui prenait un temps assez conséquent. De ce fait, nous nous sommes servis d'une petite équipe de six personnes, auxquelles nous avons bien enseigné les objectifs de notre travail, ainsi que les réponses possibles à d'éventuelles questions.

Pour le cas de nos questionnaires, nous avons préféré combiner entre deux types de questions, à savoir : les questions fermées et les questions ouvertes.

4. Questionnaire adressé aux investisseurs institutionnels

Ce questionnaire compte en somme 19 items regroupés en quatre rubriques intitulées ainsi : La performance de l'entreprise, le contenu de la communication financière, les effets des investisseurs institutionnels sur la communication financière et le contenu comptable de la communication financière. Chaque rubrique vise à éclairer un objectif déterminé, que nous présenterons comme suit :

a) La performance de l'entreprise

Cette première rubrique a pour objectif de déterminer les besoins informationnels des investisseurs institutionnels en matière de performance financière et globale de l'entreprise, afin de prendre une décision d'investissement. Autrement dit, il s'agit de mettre en liaison les informations de la performance de l'entreprise au contenu de sa communication financière.

b) Le contenu de la communication financière

Dans cette rubrique nous cherchons à apprendre les critères généraux du contenu de la communication financière auxquels les investisseurs intentionnels prêtent attention, lors de leurs processus de prise de décision.

c) Le contenu comptable de la communication financière

Cette rubrique va nous aider à connaître les données chiffrées que les investisseurs institutionnels cherchent à analyser concernant une entreprise donnée, afin de prendre la décision d'investissement.

d) Les effets des investisseurs institutionnels

Les questions de cette dernière rubrique vont nous aider à mesurer le degré d'implication des investisseurs institutionnels des propriétaires institutionnels dans la prise de décision d'investissement.

A cet effet, la formulation de nos questions s'est faite principalement sous forme de questions à choix multiples, avec la présence néanmoins d'une question fermée. Il nous semble que ce type de question permet à l'enquêté un plus large choix, afin qu'il trouve la réponse qui lui convient le plus, sans être borné par les questions fermées, et sans non plus être intimidés ou bloqué par les questions ouvertes.

Tableau 19 : Répartition de types des questions du premier questionnaires

Questions à choix multiples	Questions fermées	Questions ouvertes
1-2-3-4-5-6-7-9-10-11-12-13-14-15-16-17-18	8	19

A cet effet, les questions de notre questionnaire sont groupées selon les rubriques précédemment citées comme suit :

a) **Performance de l'entreprise : Cette rubrique a pour objectif de catégoriser les besoins informationnels des investisseurs institutionnels, et contient trois questions comme suit :**

1. L'activité principale de votre entreprise est :

- Les services du numérique
- Banque et finance
- Services aux entreprises
- Assurance
- Télécommunications
- Transport et logistique
- Autres, veuillez préciser :

2. Tenez-vous compte des facteurs de la Qualité de la Communication Financière (QCF) et de la performance de l'entreprise cotée dans la prise de décision d'investissement ?

- Oui, nous prenons en compte les facteurs de la QCF dans nos décisions d'investissement et suivons des indicateurs d'une politique interne de mesure de la performance de l'entreprise.
- Oui, nous analysons certains facteurs QCF dans les décisions d'investissement.
- Oui, mais il est actuellement en discussion et n'est pas pris en compte dans les décisions d'investissement.
- Non, nous ne tenons pas compte ces facteurs dans les décisions d'investissement
- Je ne sais pas

3. Les aspects suivants de la performance financière des entreprises cotées peuvent-elles avoir un effet réel dans la prise de décision d'investissement ?

	Non	Oui, quelque peu	Oui, entièrement	N'est pas applicable
	1	2	3	4

Le rendement des fonds propres				
Croissance du dividende par action.				
Taux d'endettement				
Taille de l'entreprise				
Rapport des analystes financiers.				
Permanence de la transparence				
Autres, s'il vous plaît spécifiez :				

b) Le contenu de la communication financière : cette rubrique vise à évaluer le degré d'utilisation du contenu de la communication financière lors de la prise de décision.

Il s'agit des questions suivantes :

4. Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs. Qu'en pensez-vous ?
 - Pas du tout d'accord.
 - Plutôt pas d'accord.
 - Ni en désaccord ni d'accord.
 - Plutôt d'accord.
 - Tout à fait d'accord.

5. La QCF joue un rôle dans la prise de décision d'investissement.
 - Pas du tout d'accord.
 - Plutôt pas d'accord.
 - Ni en désaccord ni d'accord.
 - Plutôt d'accord.
 - Tout à fait d'accord.

6. Veuillez évaluer le niveau d'importance des informations ci-dessous en fonction de leur impact dans la prise de décision d'investissement

	Très faible	Faible	Haute	Très haut	N'est pas applicable
	1	2	3	4	5
Informations historiques					
Informations sur l'activité de l'entreprise					
Informations financières et comptables					
Informations non financières					
Informations sur le gouvernement de l'entreprise					
Informations prévisionnelles et prospectives					
Analyse des dirigeants					
Qualité de la relation avec les actionnaires					
Qualité de la relation avec les professionnels					
Qualité de la communication financière					

7. Qu'est-ce qui vous encouragerait à prendre en compte la QCF d'une entreprise lors de prendre des décisions d'investissement ?

	Sans impact			Impact décisif		N'est pas applicable
	0	1	2	3	4	

Transparence de l'information financière divulguée		
Intelligibilité : La clarté de la présentation et technicité de l'information.		
Fiabilité de l'information communiquée		
Les informations financières et comptables		
Les informations sur le gouvernement de l'entreprise.		
Analyse des dirigeants.		
La qualité de la relation avec les actionnaires		

8. De votre point de vue, veuillez identifier les façons dont la QCF des entreprises cotées peut encourager les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement. (Choix multiple.)

- Améliorer la réputation
- Augmenter la fidélité des employés
- Réduire les informations inexactes sur la performance sociale de l'entreprise
- Aider l'organisation à affiner sa vision ou sa stratégie d'entreprise
- Augmenter la fidélité des consommateurs
- Réduire le taux d'endettement
- Améliorer les relations avec les organismes de réglementation
- Surveiller les risques à long terme et améliorer la gestion des risques à long terme
- Entraîner d'autres formes d'économies au sein de l'organisation
- Aider l'organisation à prendre des mesures pour augmenter la rentabilité à long terme
- Améliorer l'accès au capital

– Autres, veuillez préciser :

9. Vous référez-vous aux rapports de la QCF pour recueillir des informations financières sur les sociétés cotées au Maroc ?

– Oui, le contenu divulgué est-il suffisant ?

- Suffisant
- Insuffisant, veuillez préciser le domaine à améliorer :

– Non

– Je ne sais pas

10. La QCF joue-t-elle un rôle décisif dans la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels. Qu'en pensez-vous ?

– Pas du tout d'accord.

– Plutôt pas d'accord.

– Ni en désaccord ni d'accord.

– Plutôt d'accord.

– Tout à fait d'accord.

c) **Les effets des investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière : Il s'agit d'un ensemble de questions dont le but est de déceler l'impact des investisseurs institutionnels sur la communication financière :**

11. Est-ce que vous êtes d'accord sur le fait qu'il existe une relation positive entre la part de capital des propriétaires institutionnels dans l'entreprise et la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels ?

– Pas du tout d'accord.

– Plutôt pas d'accord.

– Ni en désaccord ni d'accord.

– Plutôt d'accord.

– Tout à fait d'accord.

12. Existe-t-il un effet des propriétaires institutionnels sur la divulgation volontaire d'une entreprise cotée ?

- Extrêmement négatif
- Négatif
- Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

13. Existe-t-il une relation positive entre les effets de la propriété institutionnelle et de la taille de l'entreprise sur le degré de divulgation volontaire ?

- Extrêmement négatif
- Négatif
- Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

14. Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs institutionnels. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

d) Le contenu comptable de la communication financière : cette rubrique contient des questions pour nous aider à connaître les données chiffrées dont ont besoin les investisseurs institutionnels :

15. Existe-t-il une relation positive de l'effet de levier sur la divulgation de la communication financière des entreprises cotées ?

- Extrêmement négatif

- Négatif
- Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

16. Le cash-flow est un outil important pour la prise de décision d'investissement. Etes-vous d'accord avec ces propos ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

17. Le ratio cours/valeur comptable (P/B Ratio) représente un facteur important dans la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels. Etes-vous d'accord ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

18. Etes-vous d'accord sur le fait que les entreprises les plus rentables qui divulguent plus d'informations encouragent les investisseurs institutionnels à prendre des décisions d'investissement ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

19. Dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont-ils un effet sur la divulgation volontaire dans les entreprises marocaines ?

5. Questionnaire destiné aux dirigeants des entreprises

Ce questionnaire compte en total 46 Items, regroupés en huit rubriques intitulées respectivement : la volonté du dirigeant, la structure de l'actionnariat, la taille de l'entreprise, le secteur d'activité, le conseil d'administration, les facteurs de la décision liés aux dirigeants, facteurs de la décision liés à l'environnement de l'entreprise et les facteurs de la décision d'ordre informationnel.

Chaque rubrique se fixe un objectif bien précis, que nous expliquerons ainsi :

a) La volonté du dirigeant :

Cette première rubrique met l'accent sur l'importance du facteur humain dans la détermination de la qualité de la communication financière. Ceci étant dit, cette rubrique a pour objectif de définir si les qualités humaines du dirigeant (c'est-à-dire sa culture, son background académique, ses expériences et sa personnalité) interviennent au niveau de la diffusion de la communication financière.

b) La structure de l'actionnariat :

Cette rubrique a pour objectif d'examiner l'importance de la structure de l'actionnariat dans la définition de la qualité de la communication financière. En d'autres termes, nous cherchons à travers cette rubrique de répondre à la question de la détermination de la qualité de la communication financière, à travers la structure actionnariale de l'entreprise.

c) La taille de l'entreprise :

Dans cette rubrique, il est question de déterminer si la taille de l'entreprise est un élément décisif dans la qualité de la communication financière. Autrement dit, nous cherchons via cette rubrique à savoir si la taille de l'entreprise joue en faveur de la diffusion de sa communication financière.

d) Le secteur d'activité :

Cette rubrique est aussi importante que sa précédente, étant donné qu'elle va nous aider à répondre à la question de la qualité de la communication financière et sa relation avec le secteur d'activité auquel appartient l'entreprise.

e) Le conseil d'administration :

Cette rubrique nous sert de clé pour savoir si le conseil d'administration des entreprises profite du pouvoir qu'on lui procure afin de déterminer la qualité de la communication financière. Ceci dit, nous cherchons à savoir via cette rubrique si le conseil d'administration intervient pour ajouter ou supprimer le contenu de la communication financière.

f) Les facteurs de la décision liés au dirigeant :

Cette rubrique revêt d'une importance majeure, car elle vise à cerner l'implication du dirigeant dans le processus de la prise de décision. Les questions de cette rubrique nous aiderons à étudier si les qualités du dirigeant interviennent lors de la prise de décision.

g) Les facteurs de la décisions liés à l'environnement de l'entreprise :

A travers cette rubrique, nous cherchons à examiner dans quelle mesure l'environnement de l'entreprise impacte la prise de décision. Plus précisément, nous parlons d'un environnement hautement concurrentiel et caractérisé par la rapidité et la compétitivité, nous visons effectivement par les questions de cette rubrique à savoir si cet environnement affecte la prise de décision ou non.

h) Les facteurs de la décision d'ordre informationnel :

Dans cette dernière rubrique, les questions sont orientées vers le contenu de la communication financière. Ceci étant dit, nous visons par cette rubrique à étudier quand quelle mesure les décideurs font recours au contenu informationnel pour leur processus de prise de décision.

Tableau 20 : Répartition de types des questions du deuxième questionnaires

<u>Questions à choix multiples</u>	<u>Questions ouvertes</u>
<u>1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-11-12-13-14-15-16-17-18-19-20-21-22-23-24-25-26-27-28-29-30-31-32-33-34-35-36-37-38-39-40-41-42-43-44-45-46</u>	<u>6-18-29-40</u>

a) La volonté du dirigeant : cette rubrique vise à déterminer l'implication du dirigeant dans la diffusion de la communication financière. Elle comporte les questions suivantes :

Question 1. Présentez-vous ?

Cette première question d'ouverture a été orientée par des éléments propres à notre problématique tout en gardant l'anonymat de nos enquêtés.

- La fonction,
- Niveau scolaire et spécialité,
- Nombres d'années d'expériences,
- Nombre de rapports financiers annuels par année.

Question 2. Vos dirigeants acceptent volontairement de divulguer la communication financière de l'entreprise d'une manière régulière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 3. Votre entreprise est obligée de publier ses états financiers pour assurer une bonne communication avec ses différents partenaires.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 4. Considérez-vous que la volonté du dirigeant lui permette de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 5. Considérez-vous que la culture, le parcours universitaire, la personnalité et les expériences ont tendance à amener le dirigeant à publier plus en matière de communication financière de son entreprise.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 6. Comment expliquez-vous que la diffusion de la communication financière soit impactée par la volonté du dirigeant ?

Question 7. Etes-vous d'accord sur le fait que la pandémie Covid-19 a affecté la divulgation de la communication financière ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 8. Votre entreprise partage une communication financière efficace avec les parties prenantes.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

b) La structure de l'actionariat : la présente rubrique vise à déterminer si la structure actionariale impacte la divulgation de la communication financière :

Question 9. Votre entreprise prend en compte les attentes des parties prenantes et les intègre dans sa stratégie de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 10. Vos actionnaires vous interrogent sur la qualité de la communication financière. Etes-vous d'accord ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 11. Etes-vous d'accord sur le fait que la qualité de la communication financière est particulièrement influencée par la typologie des investisseurs ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 12. A votre avis, dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont-ils un effet sur la divulgation de la communication financière des entreprises ?

Question 13. La qualité de la communication financière entre les investisseurs institutionnels et votre entreprise a eu un impact pendant la crise du COVID-19. Qu'en pensez-vous ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

c) **La taille de l'entreprise : les questions suivantes vont nous aider à définir l'influence de la taille de l'entreprise sur la divulgation de sa communication financière.**

Question 14. Selon la taille de votre entreprise, il existe une relation positive entre celle-ci et le niveau de communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 15. Considérez-vous qu'il existe une relation positive entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 16. Les grandes entreprises offrent-elles volontairement plus de contenu en matière de communication financière que les autres, que pensez-vous ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 17. Il existe un effet de taille qui implique que les grandes entreprises sont les plus transparentes en matière de communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 18. Est-ce que vous pensez que les grandes entreprises proposent plus de contenu informationnel que les autres ?

- 1- Oui
- 2- Non

Question 19. La qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise ont pu garder une relation positive pendant la crise du COVID-19.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 20. Les communications financières de vos entreprises concurrentes sont facilement accessibles.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

d) Le secteur d'activité : les questions de cette rubrique s'interrogent sur l'impact du secteur d'activité de l'entreprise sur sa communication financière.

Question 21. Le secteur d'activité de votre entreprise l'implique à communiquer régulièrement tant des informations financières obligatoires que des informations supplémentaires.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 22. Les pratiques de la communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 23. Il existe une relation positive entre l'appartenance à un secteur et la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 24. L'impact de la pandémie Covid-19 sur le secteur d'activité de l'entreprise a-t-il influencé la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

e) Le conseil d'administration : cette rubrique englobe des questions dont l'objectif est de déterminer l'impact du conseil d'administration sur la divulgation de la communication financière.

Question 25. Parmi les priorités du conseil d'administration de votre entreprise est d'assurer la mission du contrôle de la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 26. Votre société implique le conseil d'administration afin d'exiger l'ajout ou la suppression de toute information pour accroître la transparence de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 27. Considérez-vous qu'il existe un impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 28. La taille et la structure du conseil d'administration ont-ils un effet positif sur la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 29. Pour quelle raison pensez-vous que le conseil d'administration peut influencer la communication financière ?

Question 30. La pandémie Covid-19 a-t-elle affecté l'intervention du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière divulguée.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

f) **Les facteurs de la décision lié aux dirigeant : nous visons par cette rubrique de déterminer si les qualités du dirigeant influencent sa prise de décision :**

Question 31. Votre entreprise implique le dirigeant dans le processus de prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 32. Considérez-vous que l'éducation, la culture, les expériences professionnelles et l'environnement du dirigeant sont très importants dans le processus de prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 33. La personnalité du dirigeant peut-elle influencer la prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 34. Considérez-vous que le volet psychologique (plus précisément les émotions et l'intuition) soit un facteur d'influence dans la prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 35. Le dirigeant se base sur des informations externes telles que la communication financière pour prendre une décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

g) Les facteurs de la décision liés à l'environnement : par cette rubrique, nous cherchons à savoir dans quelle mesure l'environnement de l'entreprise peut influencer la prise de décision.

Question 36. L'environnement concurrentiel de votre entreprise entraîne une plus grande pression pour qu'elle se démarque et présente une meilleure communication que ses concurrents.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 37. La qualité de la communication financière est essentielle au succès des entreprises dans l'environnement hautement concurrentiel d'aujourd'hui.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 38. La prise de décision est directement liée à l'environnement dans lequel elle est prise.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 39. La rapidité au niveau du processus décisionnel est très importante dans un environnement avec des faits successifs, rapide et concurrentiel.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 40. Pourquoi il vous semble que la prise de décision soit liée à l'environnement dans lequel elle est prise ?

Question 41. La pandémie Covid-19 a affecté la rapidité de l'entreprise afin de prendre les meilleures décisions.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

h) Les facteurs de la décision d'ordre informationnel : les questions de cette rubrique ont pour objectif de préciser l'implication du contenu de la communication financière dans le processus décisionnel.

Question 42. Votre entreprise recourt à des sources d'informations externes pour présenter une communication financière intéressante.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 43. La communication financière permettra au décideur de mieux clarifier son champ de vision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 44. Vous procédez à des tests de la qualité de la communication financière obtenue.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 45. Les communications financières des entreprises sont disponibles facilement sur le marché.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 46. La pandémie Covid-19 a impacté la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord

2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

6. Traitement informatique et statistiques des données

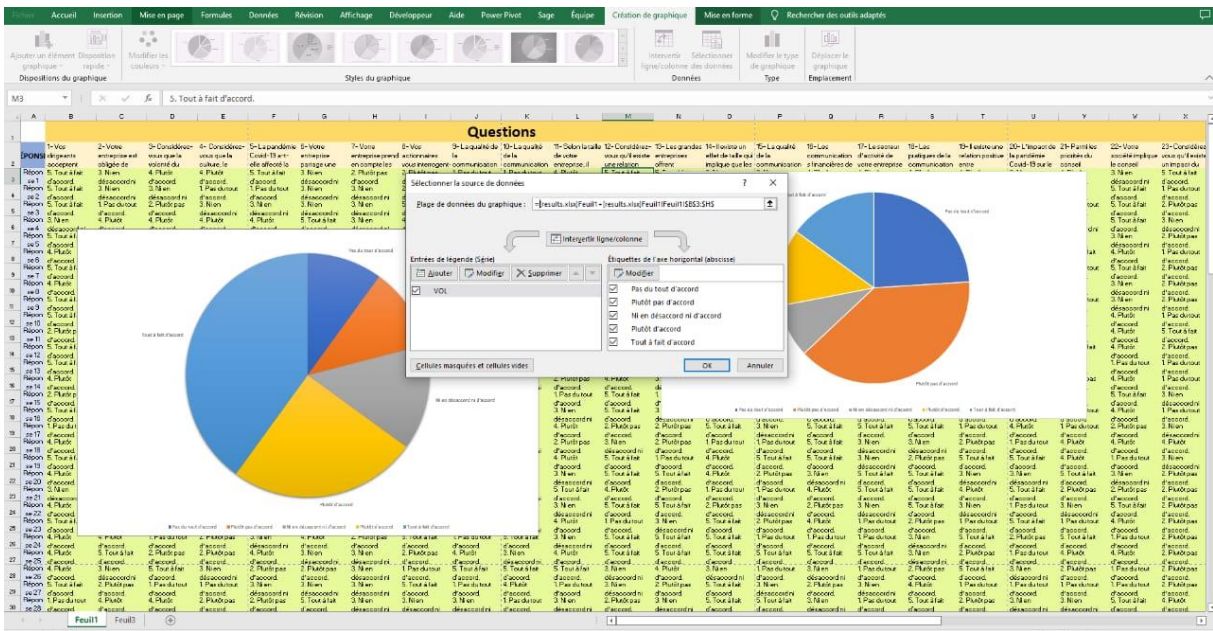
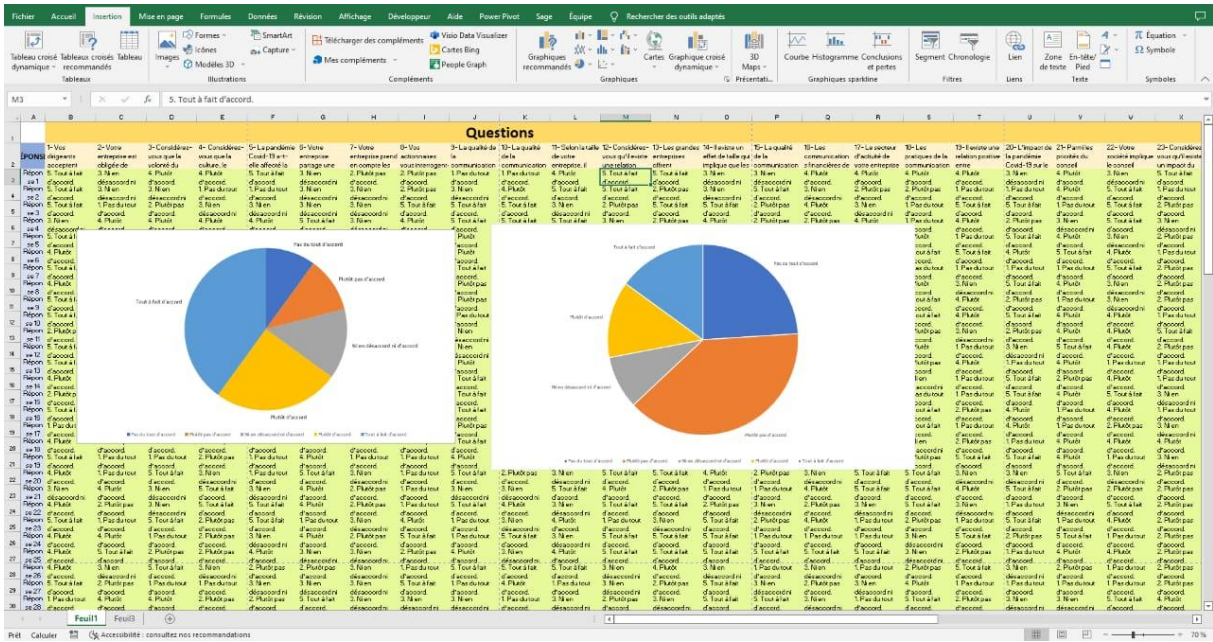
L'enquête sur le terrain étant achevée, vient alors le travail de dépouillement des données recueillies. Deux questionnaires ont été établis, le premier destiné aux investisseurs institutionnels, le second adressé aux entreprises cotées.

Nous avons regroupé les réponses des questionnaires par groupe en fonctions des réponses obtenus, et ce à l'aide du logiciel « Microsoft Excel ».

Le logiciel SPSS a été notre outil statistique sur lequel nous nous sommes basés pour traduire nos réponses en tableaux et graphiques. Le choix du logiciel s'est fait sur la base que c'est un outil qui permet l'étude des différentes liaisons entre nos variables. A cet effet, nous avons eu l'occasion de suivre une formation spécialisée en SPSS, afin de pouvoir le manipuler aisément.

Toutefois, et afin d'éviter au maximum la marge d'erreur ainsi que pour fournir un travail de qualité et professionnel, nous avons eu recours à un informaticien expert en SPSS, qui nous a montré les méthodes et les techniques à suivre. Ainsi, il nous a aidés à combler les lacunes que nous avions concernant le logiciel.

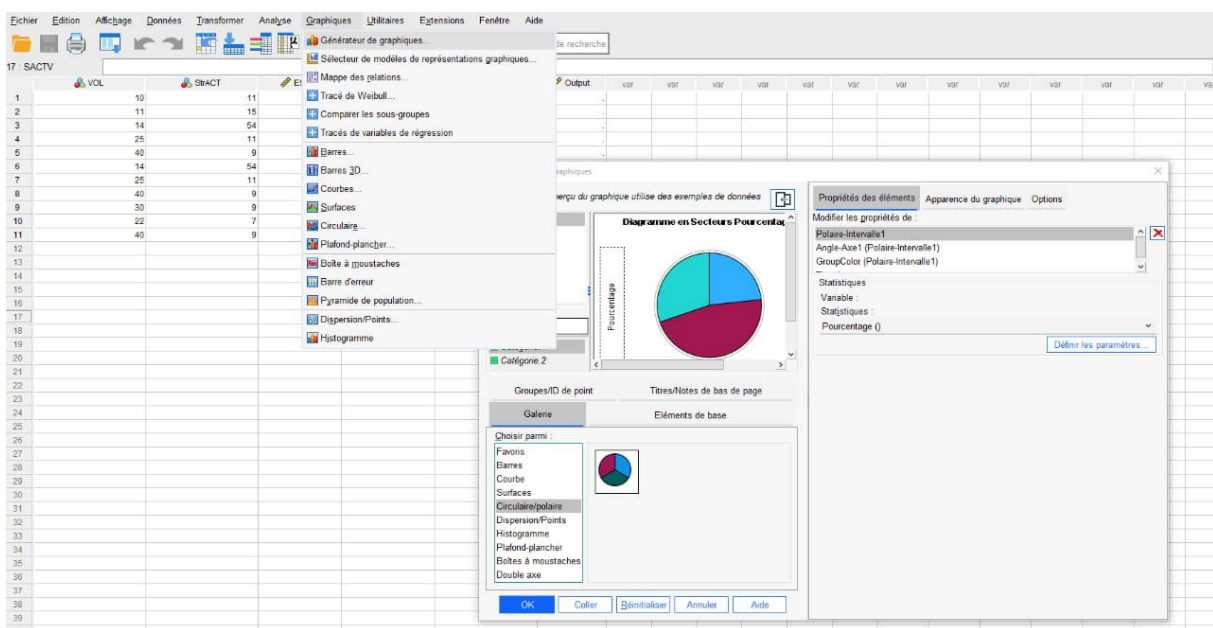
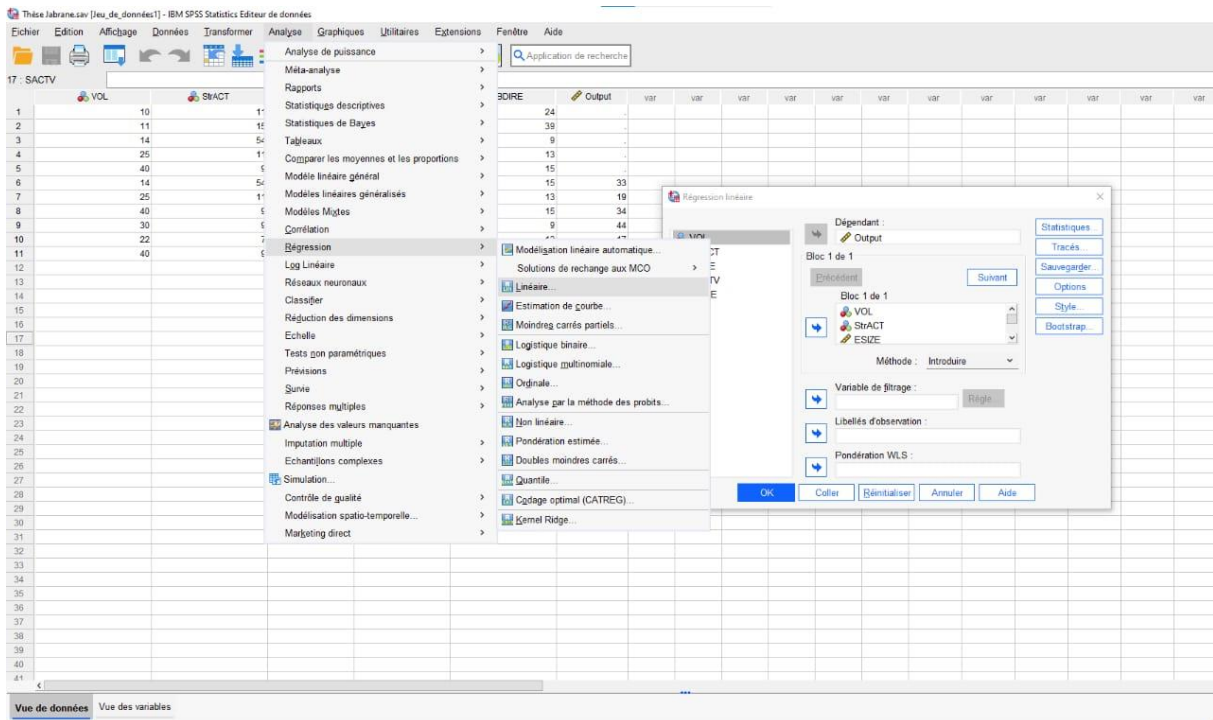
Sur le plan pratique, nous avons commencé par la représentation graphique de certains items simples sous forme de figures avec leurs pourcentages, à travers le logiciel « Microsoft Excel » comme le montrent les extraits ci-après :



Nous avons ensuite importé les données regroupées au niveau du logiciel « Microsoft Excel », vers le logiciel « SPSS ». Ce dernier nous a aidés à étudier la corrélation entre plusieurs variables, ce qui permet d'éclairer la dépendance entre les variables, puis nous avons utilisé le modèle de la régression linéaire pour décrire et analyser ces relations, comme le montrent les extraits ci-dessous :

The screenshot displays the IBM SPSS Statistics interface. The main window shows a data spreadsheet with columns labeled VOL, StrACT, ESIZE, SACTV, and BDIRE. Two dialog boxes are overlaid on the spreadsheet:

- Regression linéaire : Statistiques**: This dialog box is used to select statistical options for the regression analysis. It includes sections for 'Coefficients de régression' (with checkboxes for Estimations, Intervalles de confiance, Niveau (%): 95, Matrice de covariance, Qualité de l'ajustement, Variation de R-carré, Descriptives, Mesure et corrélations partielles, Tests de colinéarité) and 'Résiduels' (with checkboxes for Durbin-Watson, Diagnostic des observations, Points atypiques: 3 écarts types, Toutes les observations).
- Regression linéaire**: This dialog box is used to define the regression model. It shows 'VOL' as the dependent variable and 'Output' as the independent variable. It also includes options for 'Méthode' (set to 'Introduire'), 'Variable de filtrage', 'Libellés d'observation', and 'Pondération WLS'.



Conclusion

L'objectif de ce chapitre est de démontrer le cadre épistémologique ainsi que la méthodologie adoptée durant ce travail pour étudier la qualité de la communication financière et sa relation avec la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

La première partie de ce quatrième chapitre avait pour but de montrer notre position épistémologique par rapport à la théorie, nous avons réservé la seconde partie à l'explication de notre démarche méthodologique pour essayer de démontrer le traitement de notre travail de recherche, pour confirmer ou infirmer les hypothèses que nous avons formulées au préalable.

Rappelons que pour accomplir notre travail, nous avons mené une étude exploratoire en deux temps. D'abord nous avons commencé par deux entretiens semi-directifs, qui nous ont permis de dégager des indicateurs, à partir des réponses des personnes enquêtées. Ces indicateurs nous ont servi de base pour la formulation des questions de nos deux questionnaires.

Ainsi, l'analyse des rubriques et des items qui composent nos questionnaires démontre que la majorité des questions formulées sont des questions à choix multiples, avec la présence néanmoins de quelques questions fermées et des questions ouvertes.

En guise de conclusion, nous pouvons dire que ce chapitre est considéré comme une pierre angulaire du présent travail de recherche, vu qu'il vise à concilier entre la théorie suivie et les moyens pratiques adoptés pour l'explication de notre problématique de recherche.

A cet égard, en termes de méthodologie, nous avons opté pour une démarche hypothético-déductive, et une méthode combinant des méthodes quantitatives et qualitatives pour l'expliquer.

Chapitre V : Modèle empirique de l'impact de la qualité de la communication financière sur le processus décisionnel

Introduction

Le chapitre précédent a dressé l'aspect méthodologique de notre travail de recherche. À cet effet, le présent chapitre mettra le point sur les hypothèses fondamentales se rapportant à l'impact de la qualité de la communication financière sur le processus décisionnel. Il mettra également l'accent sur une liste d'instruments de mesure que nous avons jugés pertinents pour évaluer les hypothèses proposées. Nous rappelons que les hypothèses portent sur la relation entre la communication financière et le processus de prise de décision au sein des entreprises marocaines.

De là, nous tenons à clarifier que la qualité de la communication financière est appréhendée par l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration (sa composition, sa taille), par le secteur d'activité, la volonté du dirigeant, la structure de l'actionnariat et la taille de l'entreprise.

Par ailleurs, nous persistons à signaler que le présent chapitre présentera et interprétera les résultats du questionnaire adressé aux Managers, Directeurs, Directeurs financiers et responsables financiers relevant des entreprises marocaines cotées. Nous allons ainsi étudier les caractéristiques de l'entreprise dans son processus de la prise de décision selon des facteurs bien définis. Ces facteurs sont basés sur des considérations propres aux dirigeants, des facteurs environnementaux et informationnels qui ont un impact sur le processus décisionnel.

Section 1 : Vérification empirique des déterminants de la qualité de la communication financière

L'enquête que nous avons conduite par questionnaire a été destinée à un échantillon composé de Managers, Directeurs, Directeurs financiers et responsables financiers relevant des entreprises marocaines cotées. Sur les 445 questionnaires distribués, 293 questionnaires ont été récupérés, soit un taux de retour satisfaisant de 65,84%.

A cet effet, nous allons essayer de présenter et d'analyser les réponses collectées afin de confirmer ou d'infirmer les hypothèses préalablement énoncées.

1. La volonté du dirigeant

1-1 Présentation des résultats

Pour commencer, nous nous sommes intéressés à connaître la cible à laquelle nous faisons face. Ce premier Item a généré les résultats suivants :

Question 1 : Présentez-vous :

Cette première question d'ouverture a été orientée par des éléments propres à notre problématique tout en gardant l'anonymat de nos enquêtés.

- La fonction :

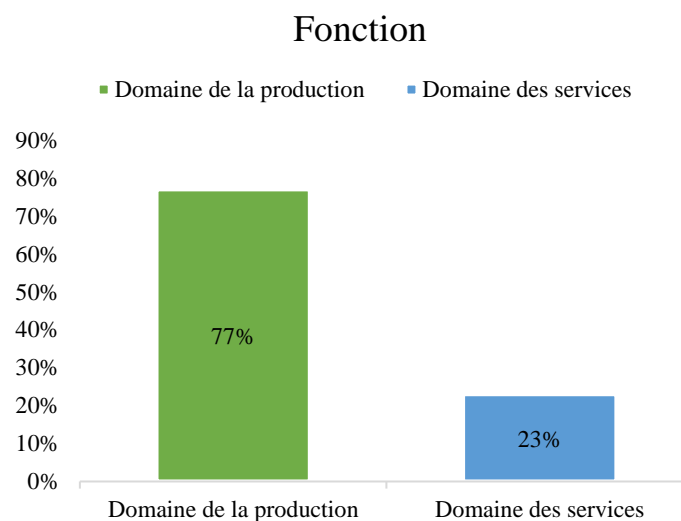


Figure 22 : Répartition des dirigeants selon la fonction.

- Niveau scolaire et spécialité :

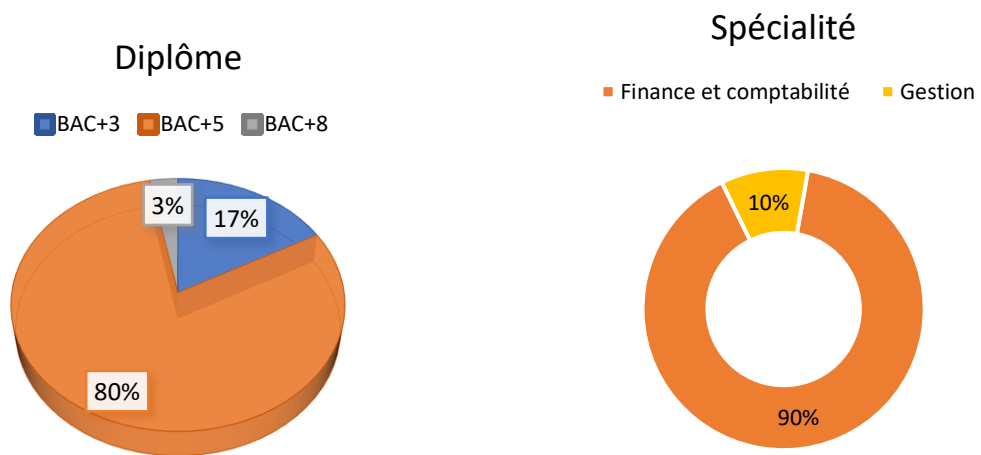


Figure 23 : Niveau scolaire des répondants.

Figure 24 : Spécialité des diplômes des répondants.

- Nombres d'années d'expériences :

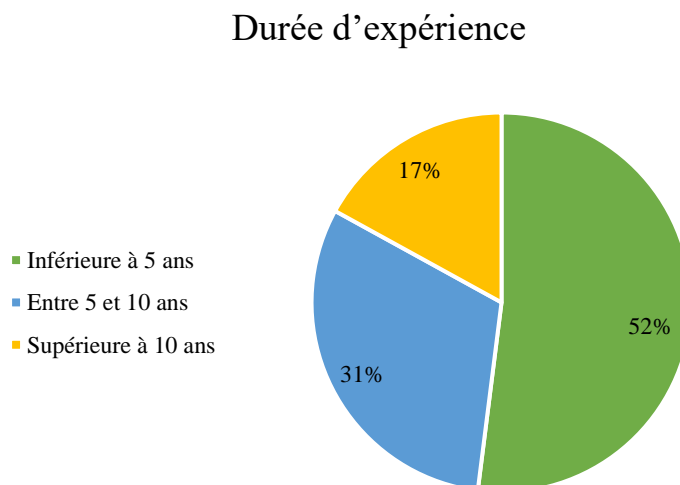


Figure 25 : L'expérience professionnels des enquêtés.

- Nombre de rapports financiers annuels par année :

Nombre de rapports annuels par année

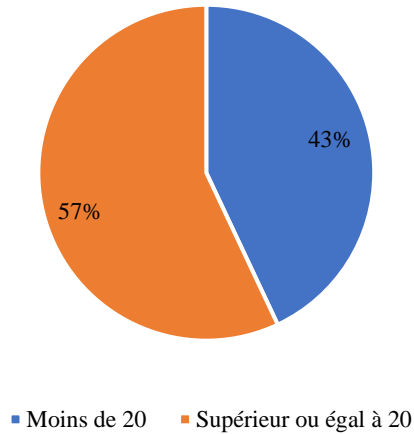


Figure 26 : Fréquence des rapports annuels fournis.

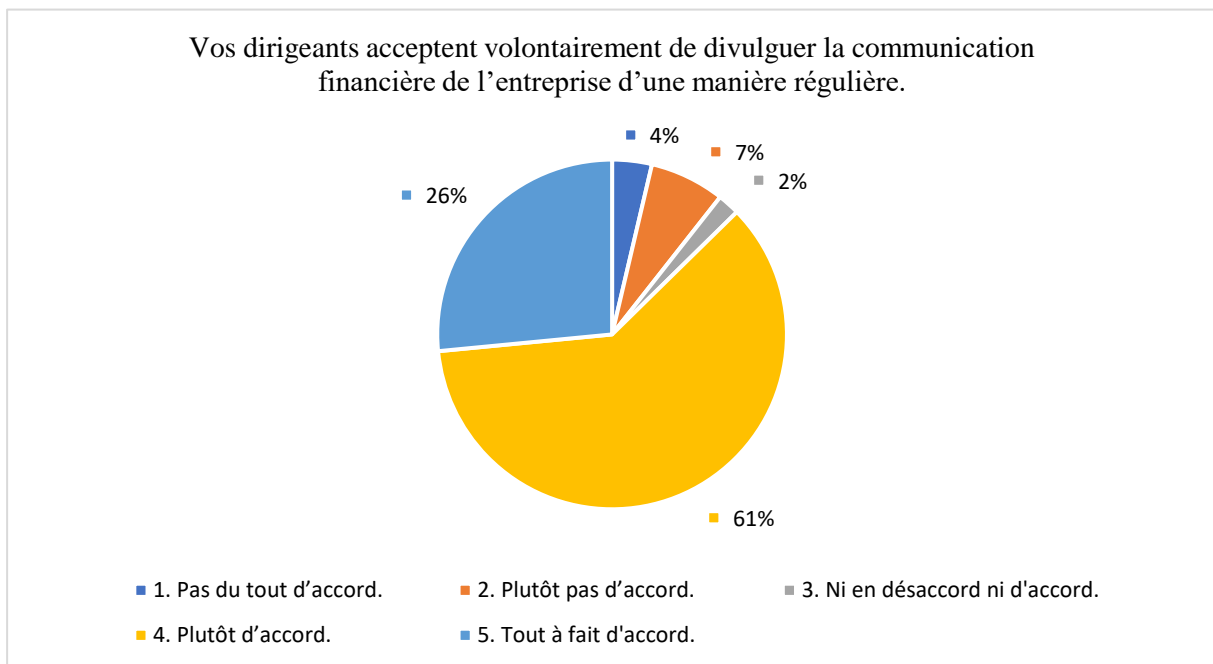


Figure 27 : La divulgation volontaire régulière des communications financières de notre échantillon.

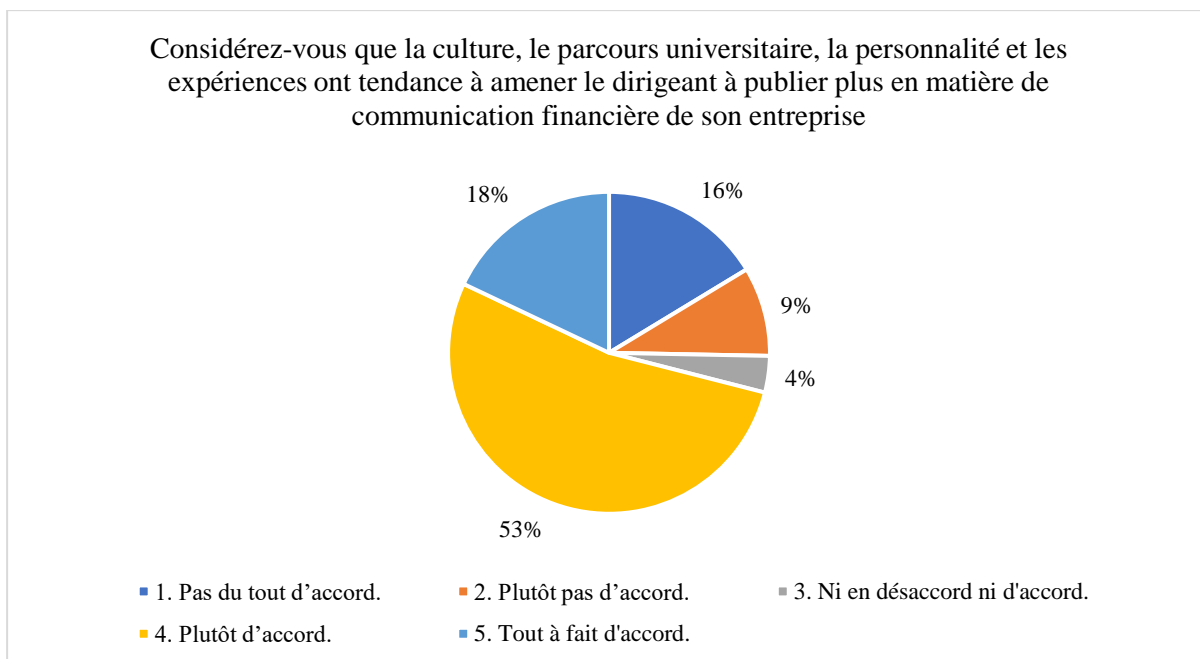


Figure 28 : L'impact des qualités du dirigeant sur la communication financière.

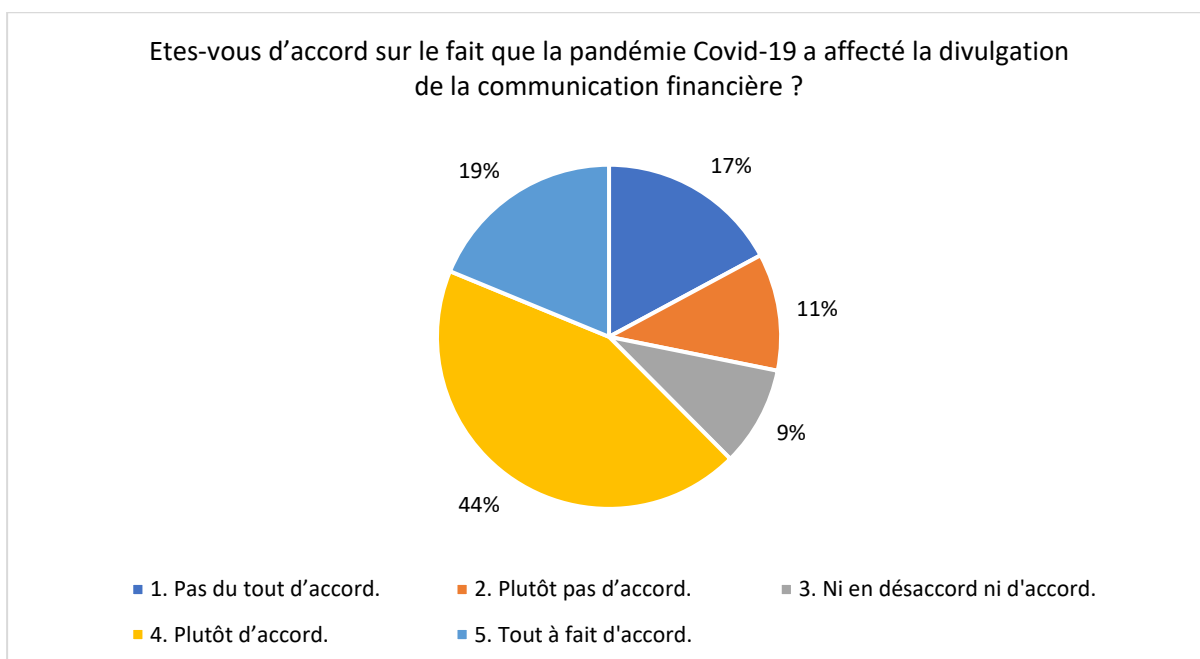


Figure 29 : L'impact de la pandémie Covid-19 sur la divulgation de la communication financière.

1-2 Interprétation des résultats

Les résultats de cette première question laissent apparaître que la majorité de nos répondants représente des sociétés qui opèrent dans des domaines de production avec un pourcentage de 77%, contre 23% relevant du domaine des services.

Ces chiffres sont significatifs d'une part car ils nous permettent de connaître la catégorie des sociétés à laquelle nous nous adressons, et d'autre part car ils vont nous aider davantage plus tard dans l'explication des résultats du secteur d'activité auquel appartient l'entreprise.

Ces résultats démontrent également que 80% de cette cible représente des personnes titulaires d'un Bac+5. Ainsi, 17% de cette cible possède un diplôme de Bac+3, et une minorité de 3% justifie un background académique d'un Bac+8.

52% de notre cible témoignent d'une expérience professionnelle moyenne entre 5 ans et 10 ans. 17% totalisent une expérience professionnelle de moins de 5 ans, et 52% des répondants affirment une expérience professionnelle plus mature d'une durée supérieure à 10 ans.

Le dernier élément de cette présentation nous a été d'une utilité énorme. En effet, 57% des répondants affirment que les sociétés qu'ils représentent produisent au minimum une vingtaine de rapports annuellement. Ce qui signifie qu'il s'agit d'une population familiarisée avec notre thème de recherche.

La majorité des répondants soit 61% des enquêtés ont répondu favorablement à la question de l'implication des qualités du dirigeant dans la divulgation de la communication financière de leurs entreprises. Nous notons qu'il s'agit essentiellement de la culture, le parcours universitaire, la personnalité et les expériences du dirigeant comme des facteurs influant la communication financière, dans la mesure où il intervient à définir ce qui peut être divulgué, ainsi que la manière dont cette communication doit être faite. Aussi, il est considéré comme le responsable du discours de la communication, qui est un élément non négligeable, et qui laisse certainement un impact sur ses cibles.

Durant la crise sanitaire du Covid-19, 44% de nos répondants ont affirmé qu'elle n'est pas passée inaperçue, vu qu'elle a affecté la divulgation de la communication financière de leurs entreprises, dans la mesure où ces dernières ont dû doubler voire tripler les efforts en matière de communication, afin de pouvoir garder la stabilité de leurs situations, en cette période critique. Le restant des répondants qui se sont abstenus à donner un avis subjectif sur la question, ont justifié leur positionnement par le fait que la crise n'a pas encore pris fin pour pouvoir la juger.

1-3 Récapitulation

Pour récapituler, nous pouvons affirmer que notre échantillon est composé de connaisseurs dans le domaine. Ce qui est évident car il s'agit des Managers, des Directeurs, des Directeurs

Financiers et des Responsables financiers. Ceci est justifié d'une part par les diplômes dont ils disposent (majoritairement des Bac+5), et d'autre part par les années d'expérience professionnelle dont ils justifient. Cette maîtrise du domaine s'est clairement manifestée dans leurs réponses vis-à-vis de la communication financière. En effet, les réponses convergent favorablement vers la stratégie de la communication financière.

Nos répondants semblent adopter la communication financière comme un pilier stratégique de l'entreprise et insistent sur l'importance de l'élément humain dans sa définition. Les chiffres ont démontré que l'accent est mis sur l'importance du dirigeant dans l'adoption de cette stratégie. A cet effet, les qualités du dirigeant sur lesquels se sont mis d'accord nos répondants s'avèrent la culture, le parcours universitaire, la personnalité et les expériences professionnelles du dirigeant.

2. La structure de l'actionariat

Comme nous avons eu l'occasion de préciser auparavant, nous cherchons par cette rubrique à savoir si la structure de l'actionariat peut avoir un effet sur la qualité de la communication financière. Nous présenterons à cet effet, ci-après les résultats de notre questionnaire en la matière, ainsi que leurs interprétations.

2-1 Présentation des résultats

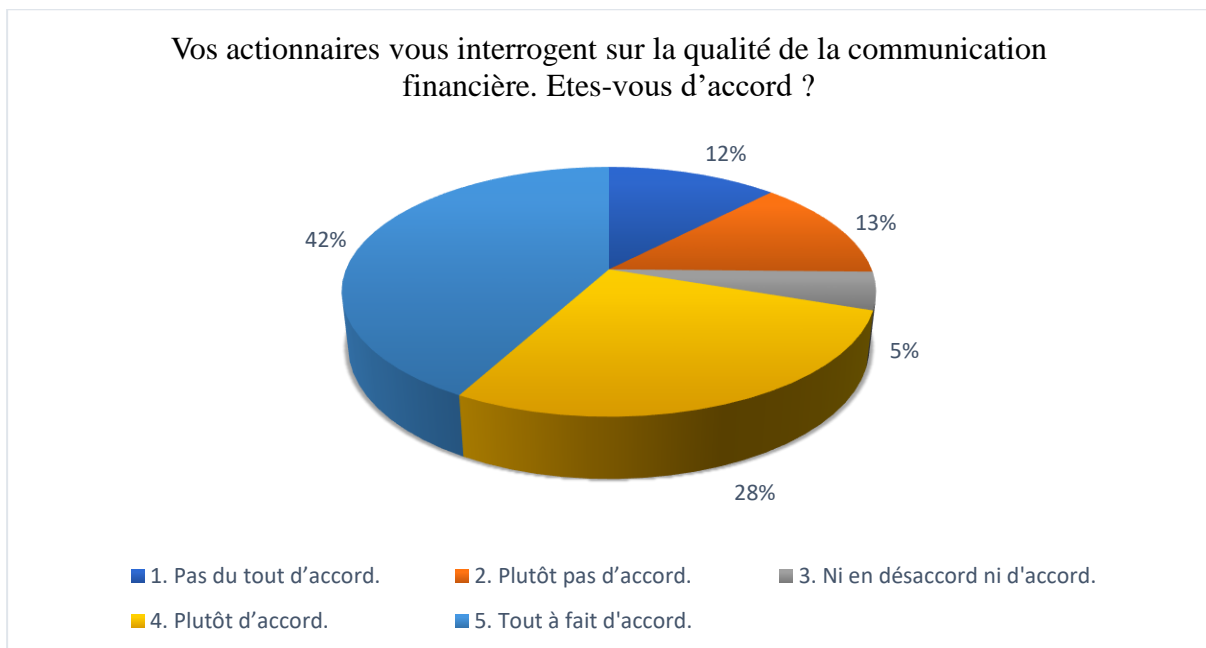


Figure 30 : L'implication des actionnaires dans la communication financière.

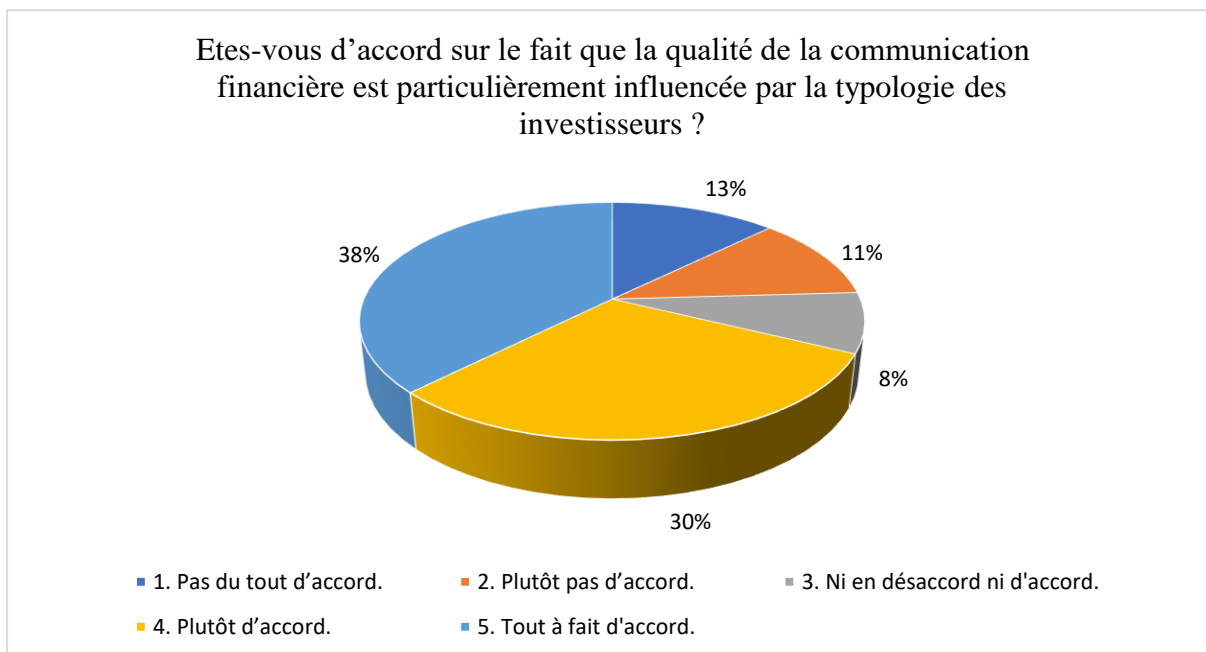


Figure 31 : L'impact de la typologie des investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière.

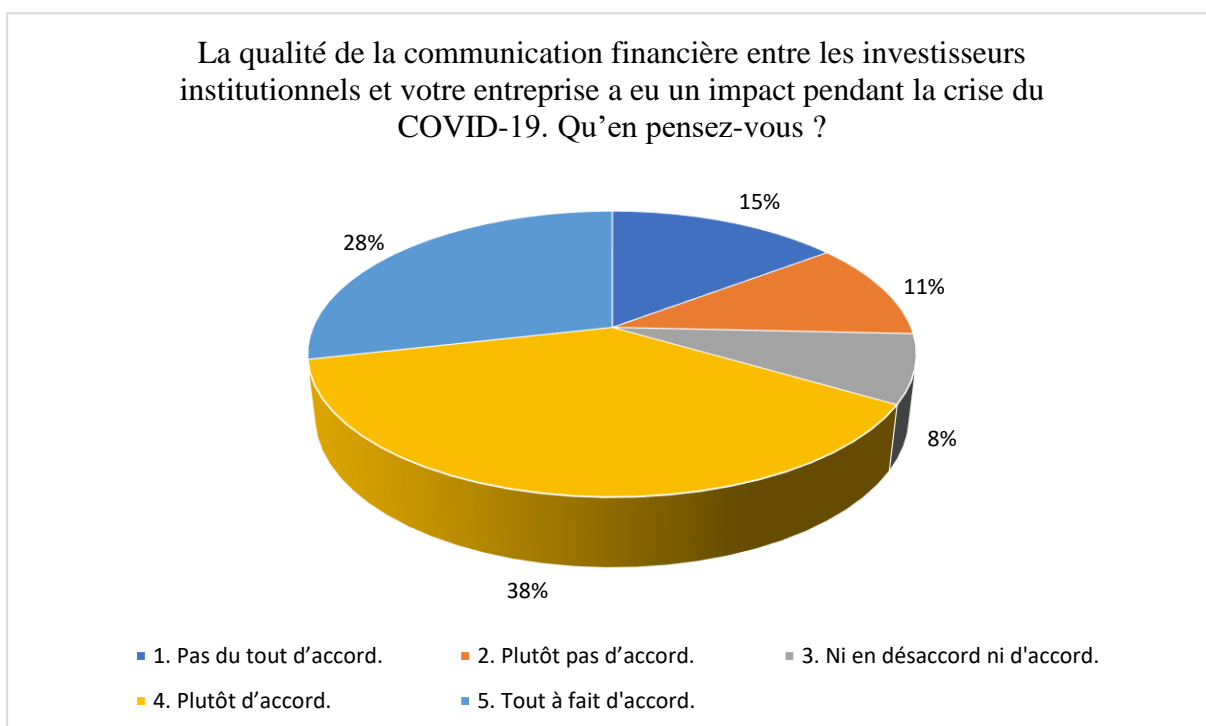


Figure 32 : L'impact de la crise Covid-19 sur la relation entreprise-investisseurs institutionnels.

2-2 Interprétation des résultats

De l'examen des résultats se rapportant à la question 10, la majorité écrasante (42% sont tout à fait d'accord et 28% plutôt d'accord soit un total de 70% des affirmations) des répondants avouent que les actionnaires de leurs sociétés posent des questions sur leurs communications

financières. Effectivement, les réponses à la question 11 le confirment aussi. 68% des enquêtés (dont 38% sont tout à fait d'accord) approuvent que la qualité de la communication financière est particulièrement influencée par la typologie des investisseurs.

Rappelons que certains chercheurs ont étudié cet aspect précisément. Healy et al (1999), Bushee et Noe (2000) ou encore Ben Ali et Gettler Summa (2011) ont démontré que l'existence d'un type des actionnaires, notamment les investisseurs institutionnels, a un effet remarquable sur la qualité de la communication financière de la société en question. Les auteurs ont justifié leurs résultats par l'exigence élevée de ce type d'actionnaires en matière de communication financière.

L'étude menée par Labelle et Schatt (2005) a démontré que la typologie des investisseurs influe sur la qualité de la communication financière. Ils ont étudié cette problématique en mettant l'accent sur la dilution du capital. Selon ces auteurs, la qualité de la communication financière dépend du degré de concentration du capital.

Nos résultats rejoignent en effet ces études, et confirment que la qualité de la communication financière est dépendante de la typologie de l'actionnariat de l'entreprise.

Ainsi, nos enquêtés ont confirmé l'impact de la pandémie du Covid-19 sur la relation de la communication financière avec un type particulier des actionnaires, à savoir les investisseurs institutionnels. 66% des enquêtés estiment que cette relation particulière a été grandement impactée, ceci peut être expliqué par le déséquilibre causé par la pandémie, car les investisseurs institutionnels avaient besoin de plus d'informations et de clarifications pour s'assurer de la capacité de l'entreprise à affronter cette crise.

3. La taille de l'entreprise

Nous allons nous intéresser dans ce qui suit à la présentation et à l'interprétation des réponses obtenues en rapport avec l'impact de la taille de l'entreprise sur sa communication financière.

3-1 Présentation des résultats

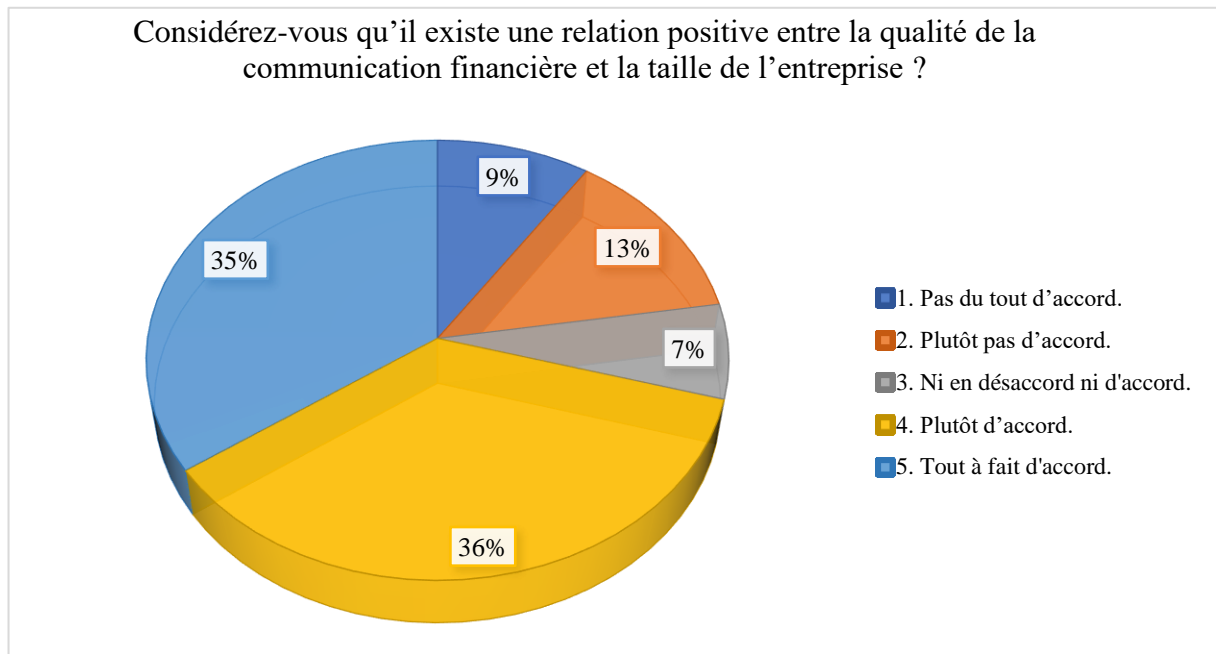


Figure 33 : La relation entre la taille de l'entreprise et sa communication financière.

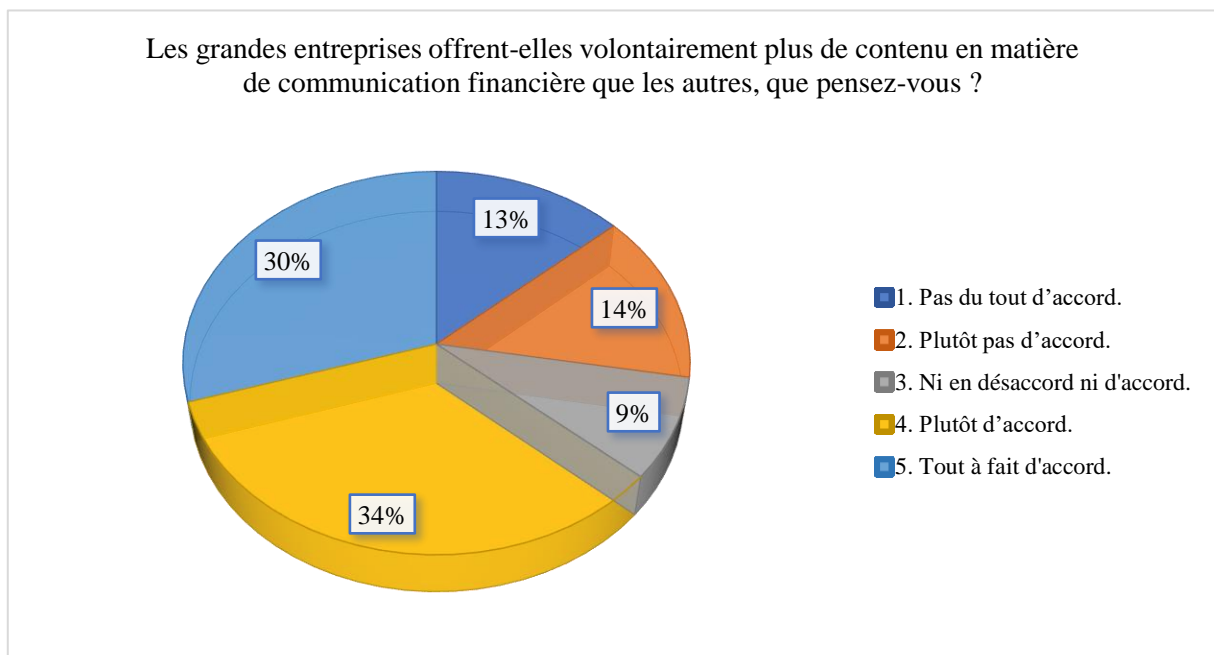


Figure 34 : La diversité du contenu de la communication financière de l'entreprise selon sa taille.

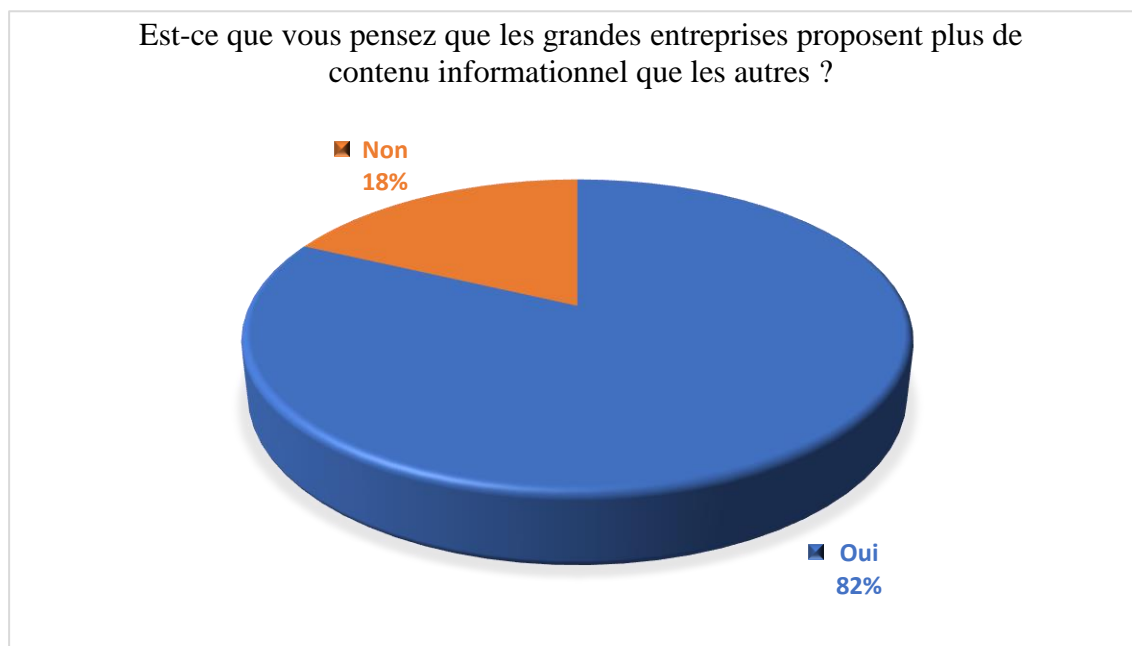


Figure 35 : L'offre informationnelle des grandes entreprises.

3-2 Interprétation des résultats

De toutes les personnes interrogées, 71% ont confirmé l'existence d'une relation positive entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise. Ainsi, 82% des répondants approuvent que les sociétés de grandes tailles offrent plus de contenu informationnel que les autres. Nos résultats viennent approuver les études précédentes.

Lang et Lundholm (1993), Raffounier (1995), Craven et Martson (1999) et Marston et Polei (2004) se sont mis d'accord à l'unanimité sur l'existence d'une relation liant la qualité de la communication financière à la taille de l'entreprise. Oyelere et al (2003) affirment que la qualité de la communication financière augmente chez les entreprises de grandes tailles. Ceci explique que ces dernières offrent plus d'informations au niveau de leurs communications financières, dans un but de marquer son image de marque, fidéliser les actionnaires actuels, ainsi qu'attirer les investisseurs potentiels.

Ces résultats sont sur la même longueur d'onde de la théorie d'agence. Du point de vue de cette théorie, les grandes entreprises supportent des coûts de publication de la communication financière moins élevés par rapport aux plus petites Raffounier (1995).

4. Le secteur d'activité

Le secteur d'activité n'est pas d'une importance mineure. Son implication dans le processus de la communication financière a fait l'objet de plusieurs études. A cet effet, et afin de voir la

perception de notre échantillon sur ce sujet, nous présenterons dans ce qui suit les réponses obtenues ainsi que leurs interprétations.

4-1 Présentation des résultats

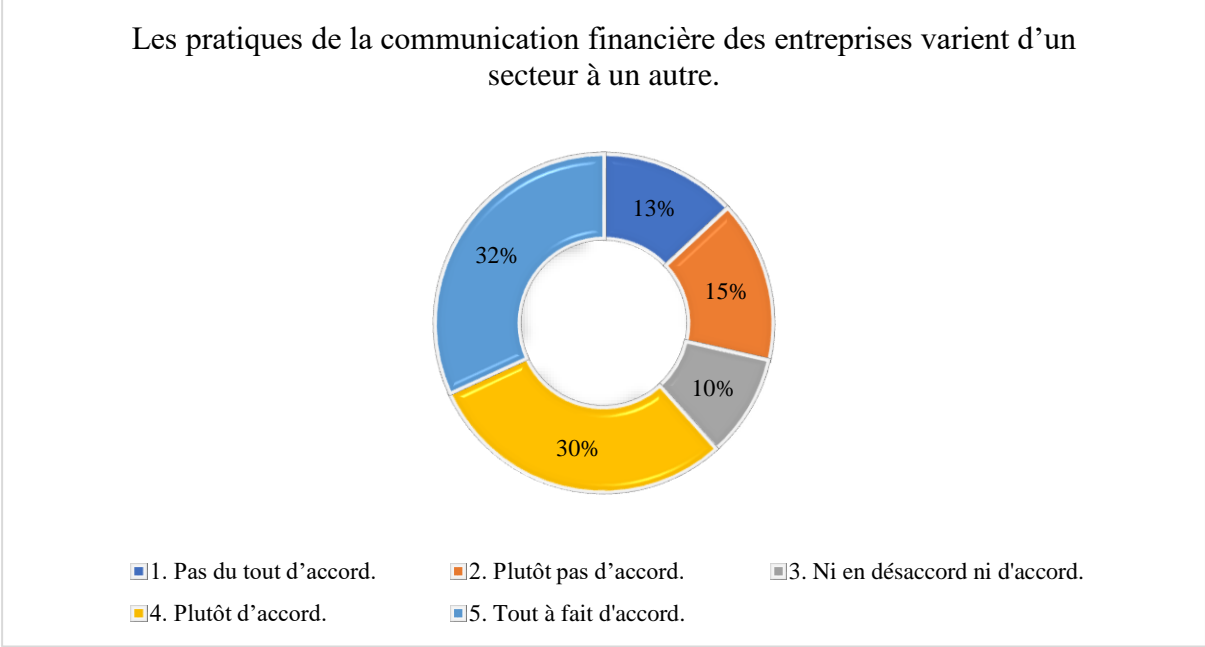


Figure 36 : Les pratiques de la communication financière selon le secteur d'activité.

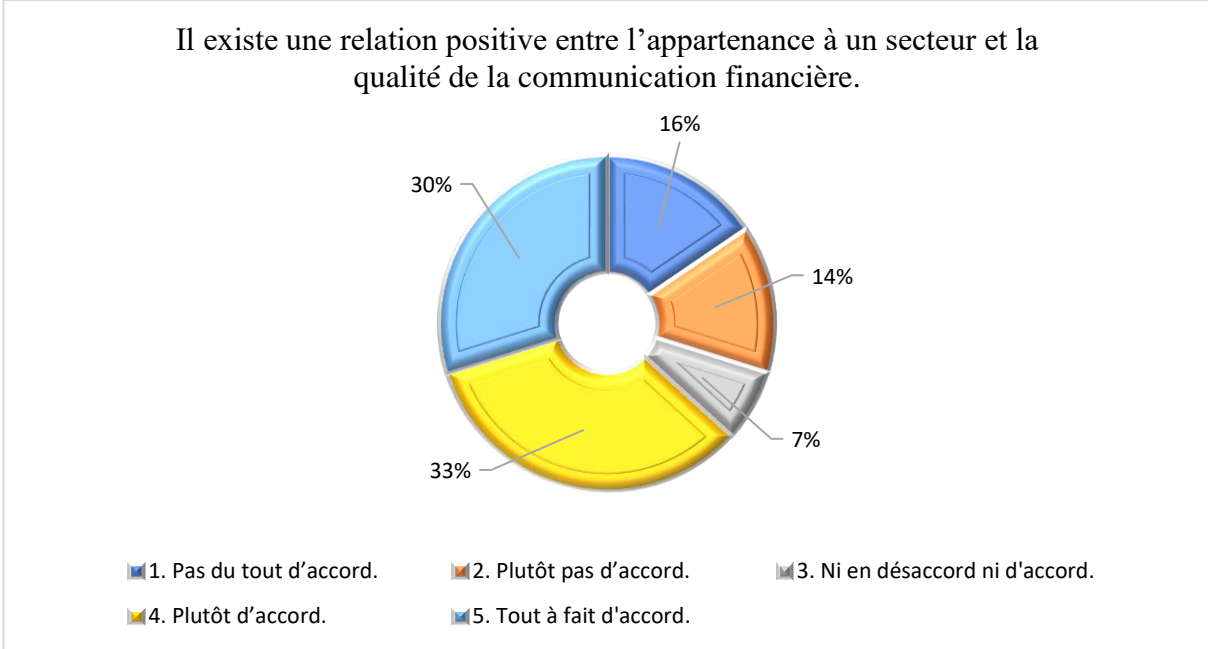


Figure 37 : La relation entre le secteur d'activité et la communication financière.

4-2 Interprétation des résultats

Du point de vue de nos interrogés, le secteur d'activité est un déterminant de la qualité de la communication financière. En effet, 62% (33% tout à fait d'accord +30% plutôt d'accord)

affirment que la qualité de la communication financière est étroitement liée au secteur d'activité. Dans le même sens, nos répondants rajoutent qu'effectivement les pratiques en matière de communication financière varient d'un secteur à un autre. En effet, chaque secteur s'approprie des pratiques de communication financière, qui deviennent en quelques sortes des règles au niveau de leurs secteurs d'activité, ne serait-ce qu'implicitement.

Nos résultats convergent vers les conclusions de certaines études menées auparavant. Rappelons dans ce contexte que l'accent a été mis sur le secteur des hautes technologies. Ce secteur a démontré sa puissance en matière de communication financière, dans la mesure où ce secteur fournit plus de contenu informationnel que les autres secteurs. Ceci est expliqué par deux raisons : la première raison réside dans le fait qu'il s'agit d'un secteur sensible qui subit des changements rapides, ce qui pousse les dirigeants à structurer et expliciter davantage leurs communications financières afin de prouver leurs stabilités financières. La deuxième raison est qu'il s'agit d'un secteur hautement concurrentiel, et en avance par rapport aux autres, ce qui se manifeste dans leurs communications financières (Ferguson et al (2002), Xiao et al (2004), Boubaker et al (2011)).

5. Le conseil d'administration

Dans cette section, nous allons présenter et interpréter les réponses de nos enquêtés par rapport à la question sur la qualité de la communication financière et sa relation avec le conseil d'administration.

5-1 Présentation des résultats

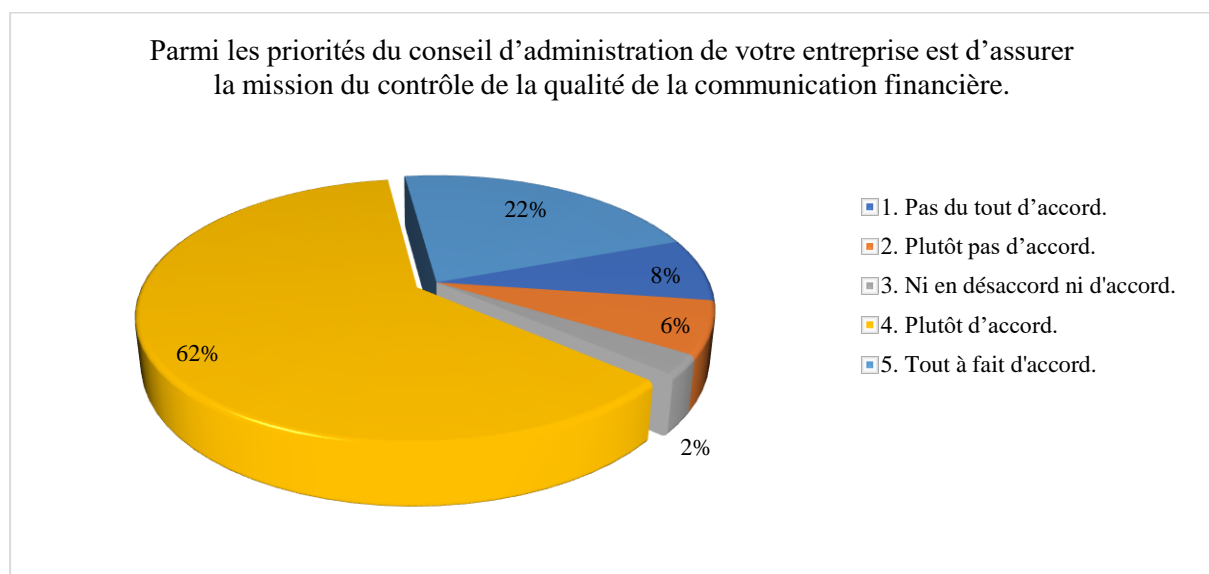


Figure 38 : Le contrôle de la communication financière par le conseil d'administration.

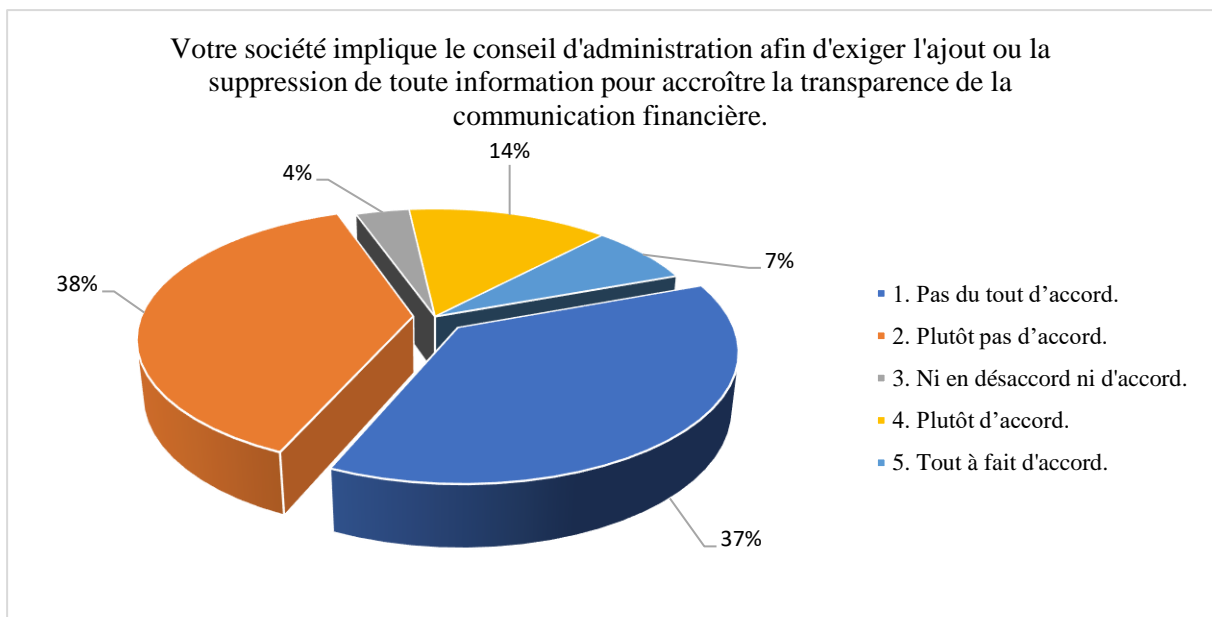


Figure 39 : La modification du contenu de la communication financière par le conseil d'administration.

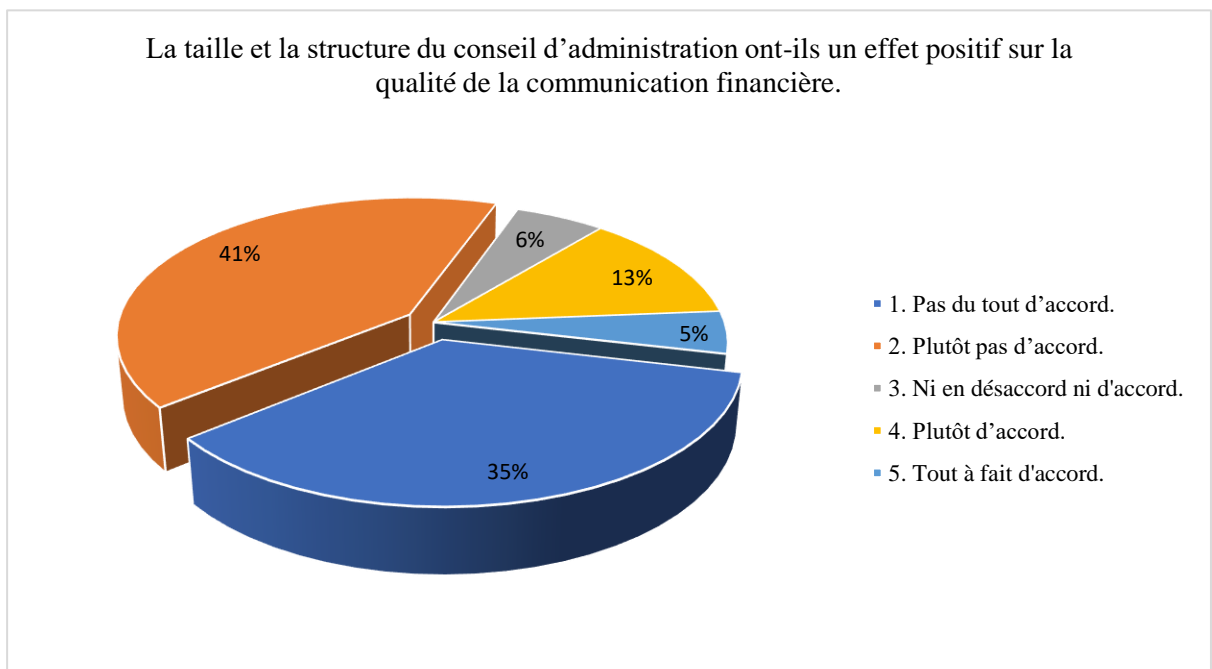


Figure 40 : La relation entre la communication financière et la taille et la structure du conseil d'administration.

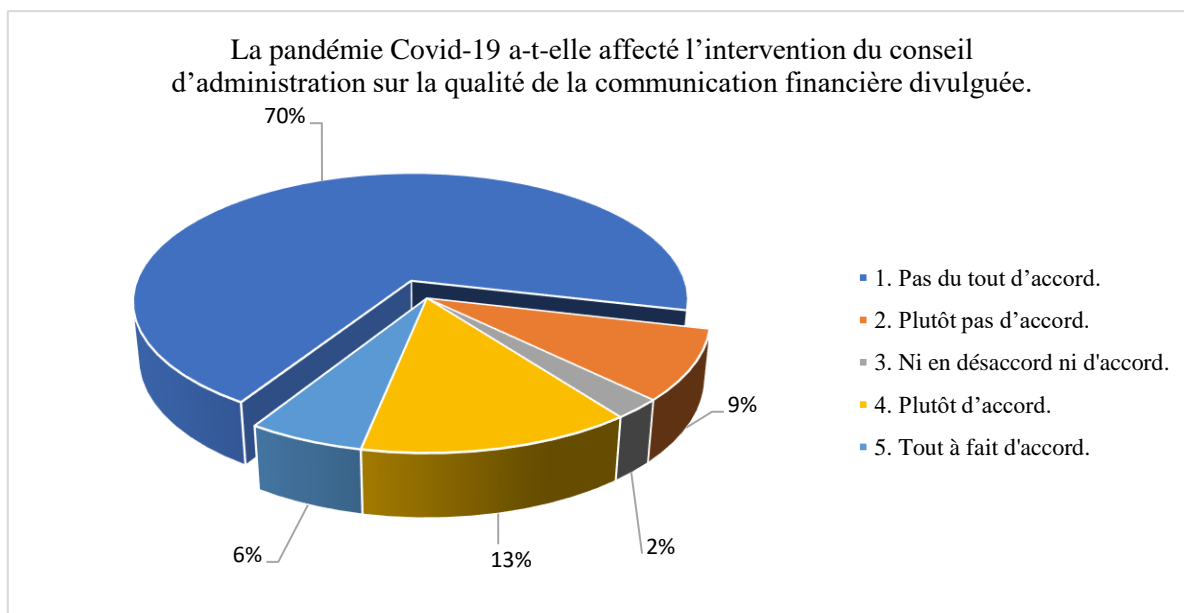


Figure 41 : l'impact du Covid-19 sur l'intervention du conseil d'administration dans le processus de la communication financière.

5-2 Interprétation des résultats

Il ressort de la figure 56 que la grande majorité de nos enquêtés (62%) trouve que l'une des missions principales du conseil d'administration réside dans le contrôle de la qualité de la communication financière. Cependant, 75% de nos répondants n'ont pas approuvé le fait que le conseil d'administration intervienne en ajoutant ou en omettant des informations de la communication financière qu'ils ne jugent pas nécessaires ou inadéquates.

Dans le même sens, les résultats montrent que 76% des répondants estiment que la structure et la taille du conseil d'administration n'influent pas vraiment sur la qualité de la communication financière divulguée. Cette situation ne semble pas changer en période de crise, notamment pendant la crise sanitaire du Covid-19, vu que nos répondants persistent à signaler que cette période n'a pas eu d'impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

Rappelons que ces résultats rejoignent quelques études mentionnées au niveau de la revue de littérature. Lipton et Lorsh (1992), Davidson et Dahalt (2002) et Abbot Parker et Peters (2002) ont tous mené des recherches pour étudier l'impact de la taille du conseil d'administration sur la communication financière. Les résultats à cet effet, s'avèrent négatifs.

Nous pouvons conclure alors d'après les réponses de nos enquêtés que le conseil d'administration est d'une importance majeure, car il veille à assurer le contrôle de la qualité de la communication financière, et ce en assurant des résultats représentatifs et non manipulés.

Cependant, nos enquêtés ne valident pas l'intervention du conseil d'administration quant au fait de modifier le contenu de la communication financière.

6. Récapitulatif

Cette section constitue une pièce maitresse de ce chapitre consacré à l'étude empirique de l'impact de la communication financière sur la décision d'investissement des investisseurs institutionnels au Maroc, aux yeux des dirigeants des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca.

La revue de littérature abordant le sujet de la communication financière laisse apparaître une panoplie de déterminants de sa qualité, dont chacun peut constituer un thème de recherche à part entière.

Nous avons choisi d'en étudier ceux qui nous semblent les plus pertinents et les plus adéquats à nos circonstances d'étude, et qui sont au nombre de cinq, à savoir : la volonté du dirigeant, la structure de l'actionnariat, la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et le conseil d'administration.

Ainsi, l'analyse des résultats mentionnés ci-dessus, nous donne une idée claire sur l'impact de ces déterminants sur la qualité de la communication financière dans le contexte marocain selon notre échantillon de recherche.

Par Ailleurs, les résultats font ressortir que parmi les cinq déterminants étudiés, quatre présentent un impact remarquable sur la qualité de la communication financière. Il s'agit dans un premier lieu de la volonté du dirigeant qui s'avère être un élément très décisif, puis la structure de l'actionnariat, la taille de l'entreprise et le secteur d'activité. Par contre, les résultats en relation avec le conseil d'administration ont été négatifs, dans la mesure où nos enquêtés approuvent le rôle joué par le conseil d'administration dans le contrôle de la communication financière, mais ne valident pas son intervention au niveau de la modification du contenu informationnel.

Section 2 : Vérification empirique des facteurs de la prise de décision

Dans cette section, nous envisageons de présenter et analyser le deuxième volet de notre étude, à savoir les facteurs qui déterminent le processus de la prise de décision d'investissement dans le contexte marocain.

1. Les facteurs de la décision liés au dirigeant

Cette rubrique a pour objectif de répondre à la problématique des facteurs influençant le processus décisionnel : les facteurs propres au dirigeant, les facteurs environnementaux et les facteurs d'ordre informationnel.

1-1 Présentation des résultats

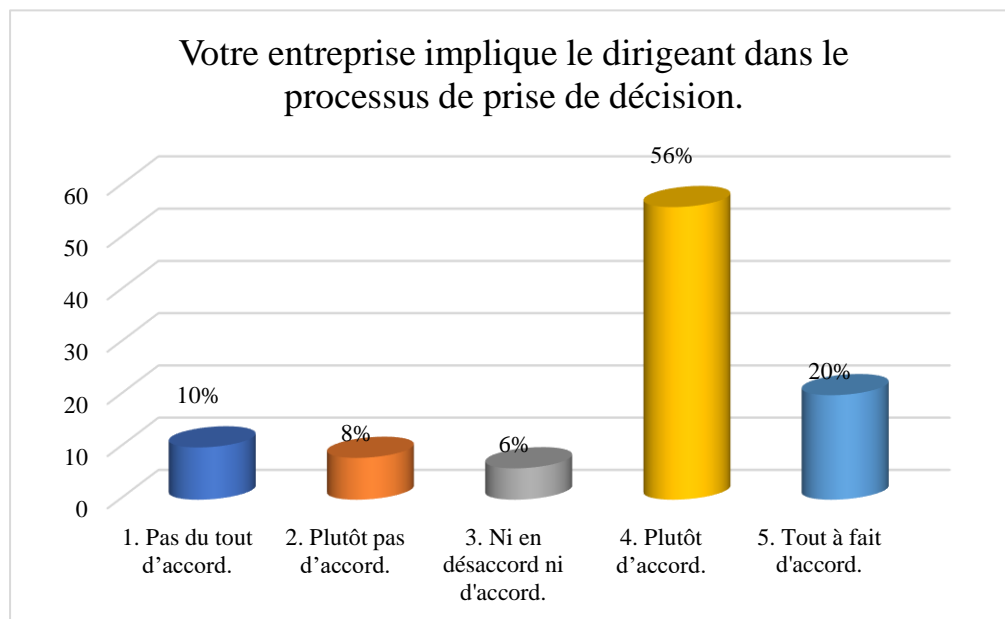


Figure 42 : L'implication du dirigeant dans le processus décisionnel.

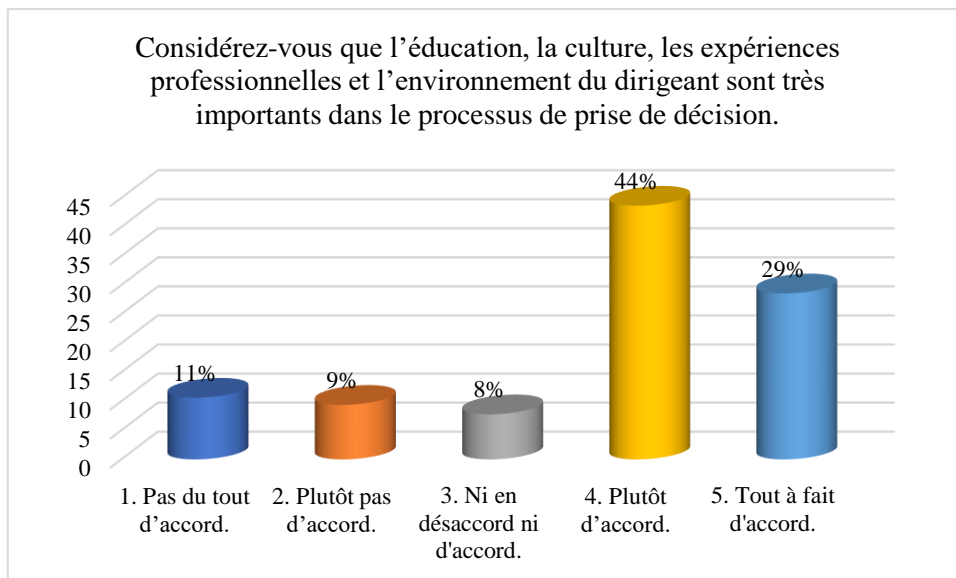


Figure 43 : L'importance des facteurs d'influence de la personnalité du dirigeant dans le processus décisionnel.

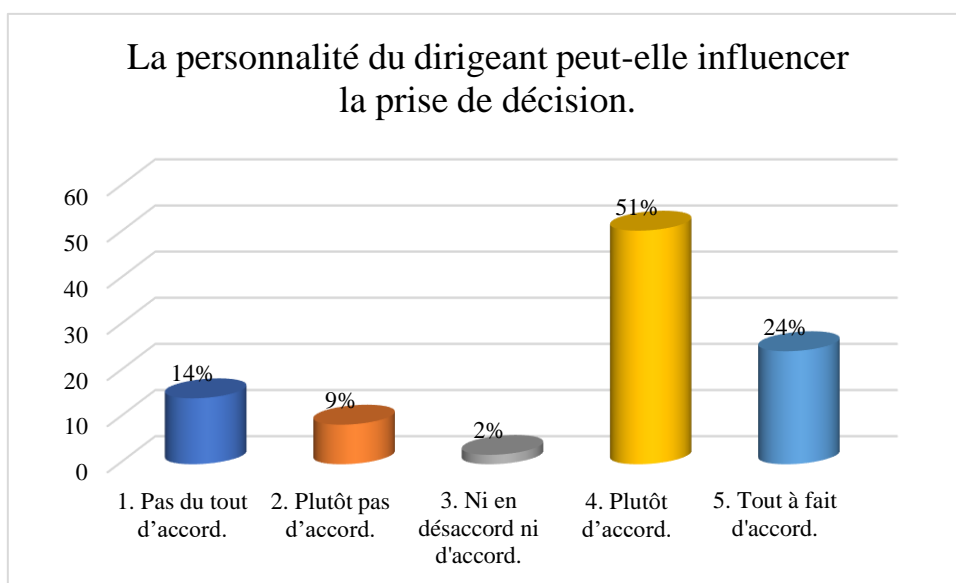


Figure 44 : L'influence de la personnalité du dirigeant dans le processus décisionnel.

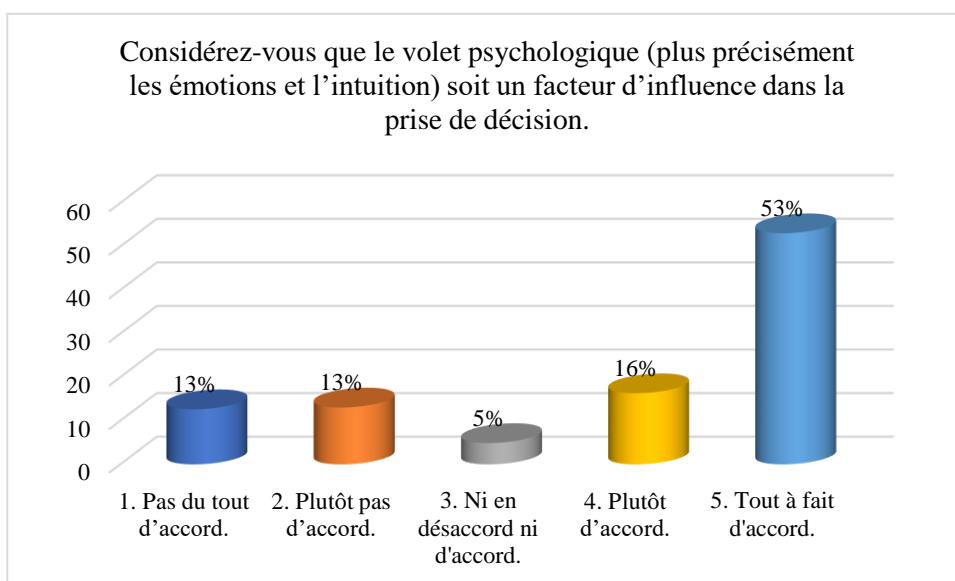


Figure 45 : L'impact du volet psychologique du dirigeant dans le processus décisionnel.

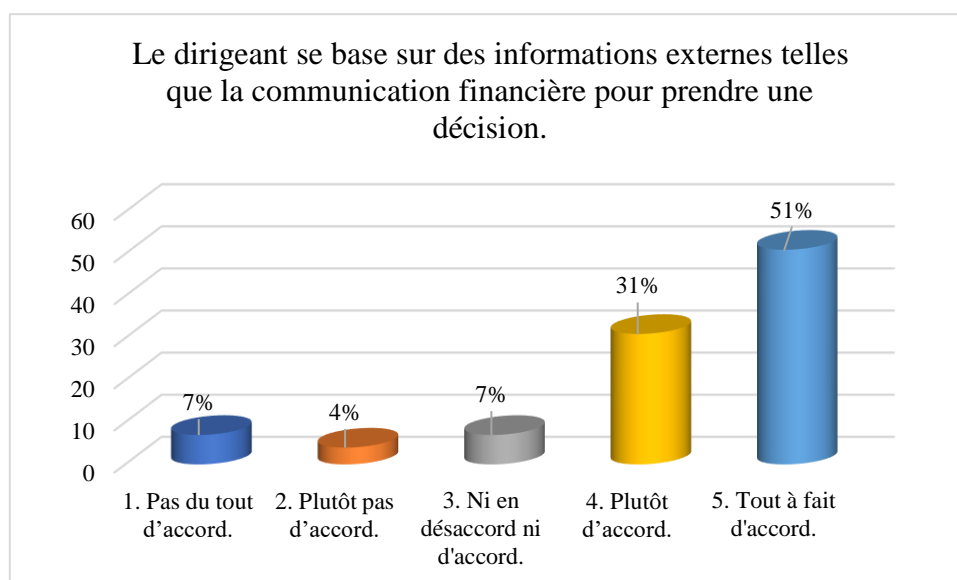


Figure 46 : L'utilisation du dirigeant des informations externes pour la prise de décision.

1-2 Interprétation des résultats

De l'observation de la figure 57, il est manifeste que 56% de notre échantillon sont plutôt d'accord sur le fait que le dirigeant est forcément impliqué dans le processus de la prise de décision. Dans ce même raisonnement, 73% de nos enquêtés pensent que la personnalité du dirigeant est à prendre au sérieux lors de la prise de décision. Cette personnalité n'est rien d'autre que le résultat de plusieurs facteurs notamment la culture, l'éducation, les expériences professionnelles ainsi que l'environnement du dirigeant. Ce constat était confirmé par les résultats de notre questionnaire, c'est-à-dire que 73% de l'échantillon.

Les dernières recherches effectuées sur ce sujet incluent le volet psychologique du dirigeant comme un élément décisif dans le processus de prise de décision (Gary (2004) et Klein (2004)). Notre enquête s’aligne avec ces propos. En effet, 53% de nos enquêtés se sont montrés d’accord.

La prise de décision étant un pas difficile à franchir, surtout quand il s’agit de la décision d’investissement, nous nous sommes posés la question si le dirigeant recourt aux informations externes pour pouvoir prendre ladite décision. Les résultats ont démontré que 51% des enquêtés affirment qu’il s’agit d’une étape inévitable, et que le recours aux informations externes semble nécessaire pour la prise de décision.

2. Les facteurs de la décision liés à l’environnement de l’entreprise

Cette rubrique a pour objectif de définir le degré d’impact de l’environnement sur la prise de décision.

2-1 Présentation des résultats

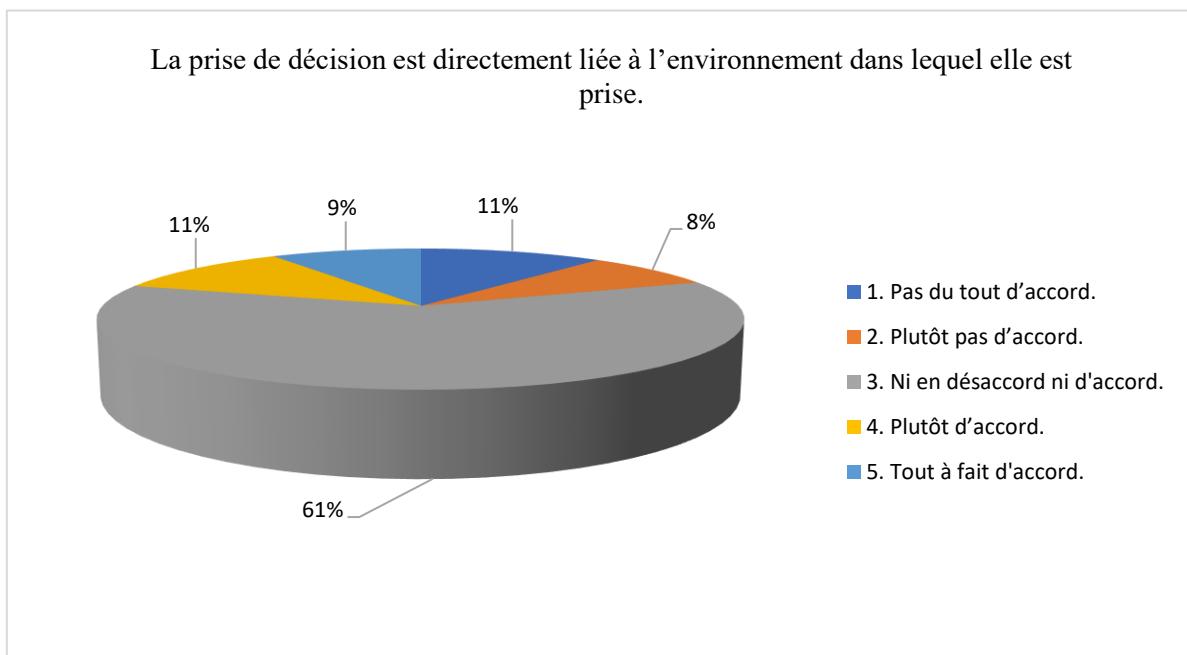


Figure 47 : La relation entre la prise de décision et l’environnement.

La rapidité au niveau du processus décisionnel est très importante dans un environnement avec des faits successifs, rapide et concurrentiel.

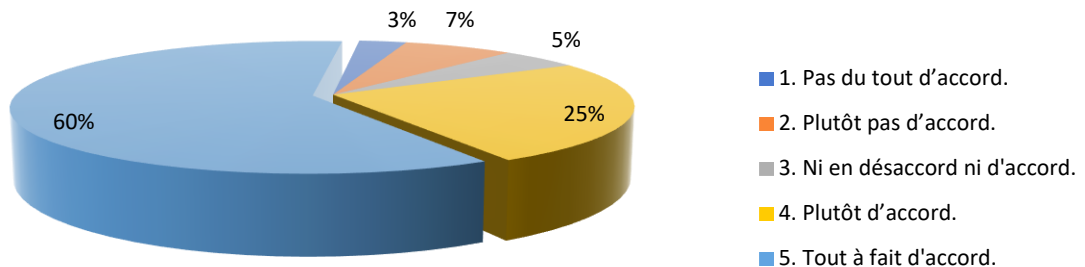


Figure 48 : La rapidité au niveau du process décisionnel.

2-2 Interprétation des résultats

De l'observation de la figure 62, les résultats ne laissent pas apparaître un avis subjectif. En effet, 61% des réponses des enquêtés ont été neutres (ils ne sont ni en accord ni en désaccord avec la question). Pourtant, pour répondre à la question de l'importance de la rapidité dans la prise de décision, nos enquêtés ont été clairs pour souligner que c'est un facteur important à prendre en considération. Effectivement, 60% d'entre eux approuvent ces assertions. Ainsi, la répartition des réponses des répondants concernant la rapidité au niveau du processus décisionnel laisse apparaître une légère préférence des enquêtés se manifestant par un impact positif.

Nous pouvons justifier ces résultats par le fait que la question de l'environnement était un peu vague, et contient une multitude de paramètres à prendre en considération. C'est peut-être la raison pour laquelle les enquêtés n'ont pas pu être précis, et leurs réponses ont généré une opinion neutre sur cette question.

3. Les facteurs de la décision d'ordre informationnel

Dans ce qui suit, nous allons analyser globalement l'utilisation des dirigeants du contenu de la communication financière, afin de prendre la décision d'investissement.

3-1 Présentation des résultats

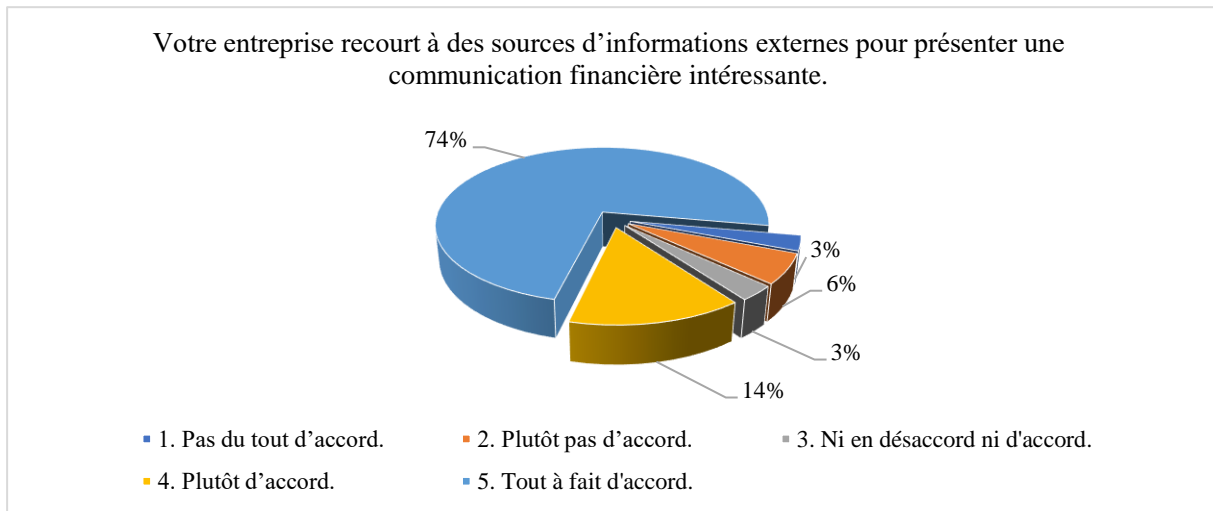


Figure 49 : L'accessibilité à l'information externe.

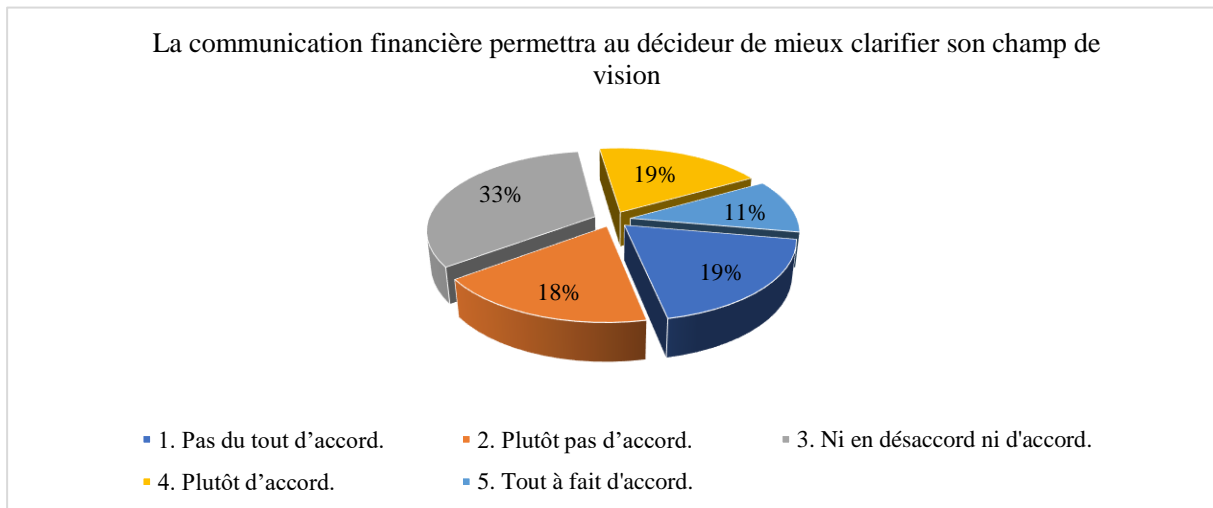


Figure 50 : La communication financière et la clarification du champ de vision du décideur.

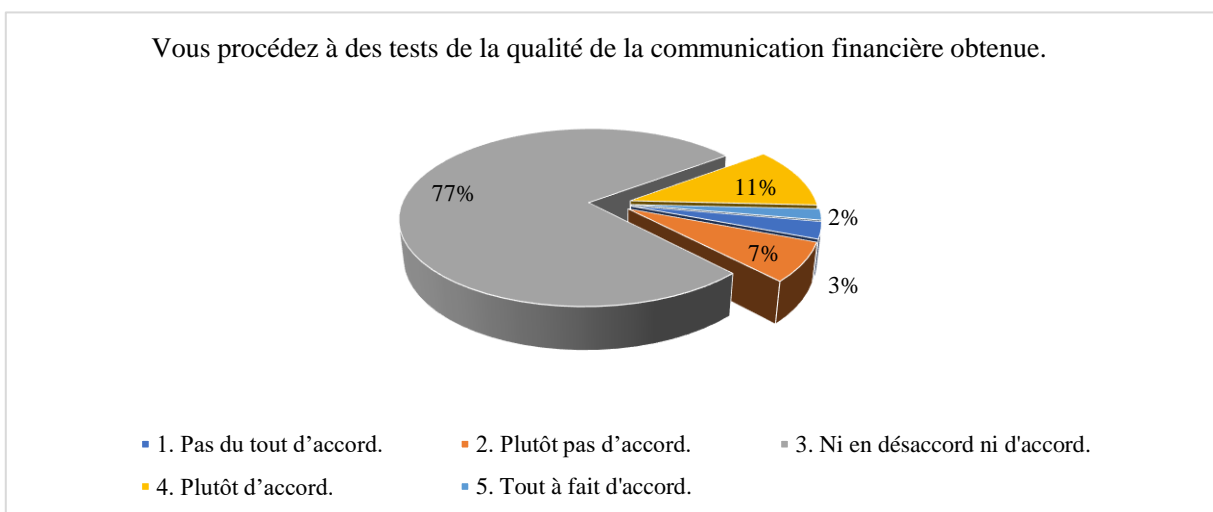


Figure 51 : Tests de la qualité de la communication financière obtenue.

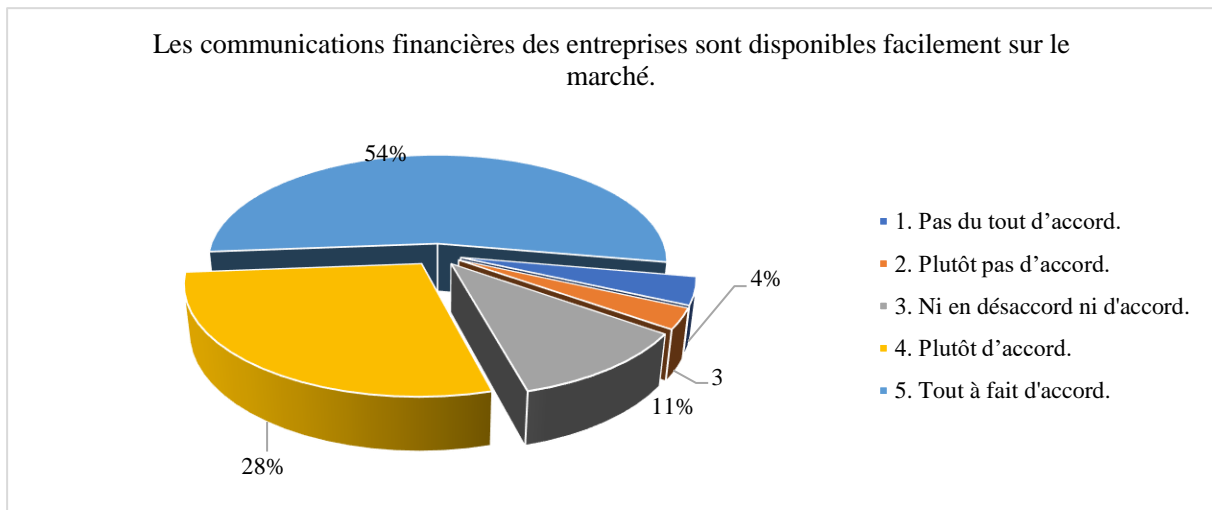


Figure 52 : La disponibilité des communications financières des entreprises sur le marché.

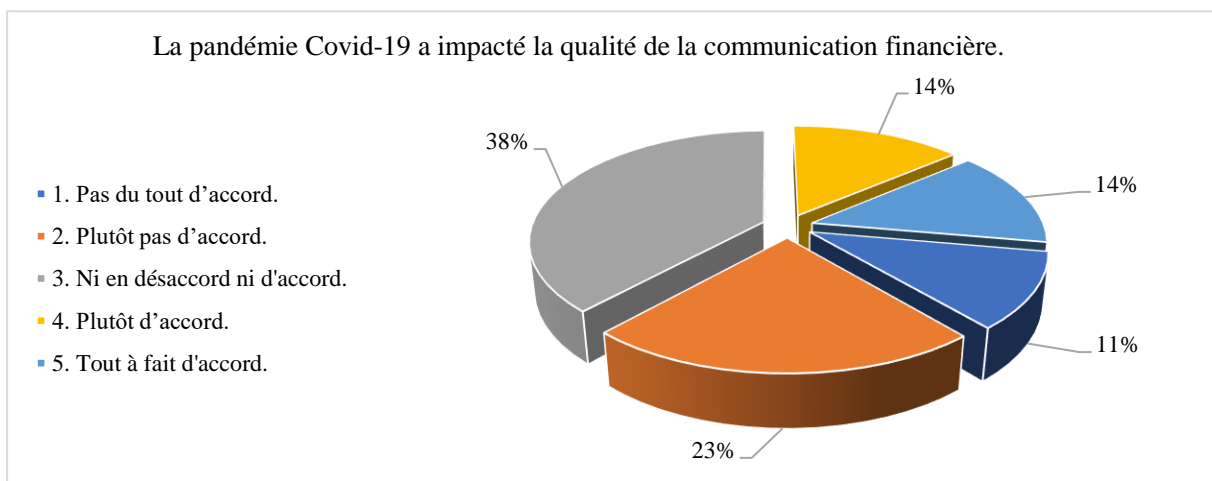


Figure 53 : L'impact de la pandémie Covid-19 sur la qualité de la communication financière.

3-2 Interprétation des résultats

Avec une fréquence de 74%, les Managers, Dirigeants et Responsables financiers avouent qu'une décision d'investissement ne peut être effectuée sans faire appel à des communications externes. Cela est expliqué par nos répondants (presque 40% d'entre eux) par le fait que cette communication financière permet la clarification du champ de vision du dirigeant par rapport à la stabilité de l'entreprise. Parallèlement, l'accessibilité à l'information représente un atout et encourage l'utilisation de la communication à des fins d'investissement. Ceci est confirmé par 54% de nos répondants.

Certes, les utilisateurs de la communication financière peuvent poser des questions sur la communication financière, sur sa qualité ou même demander des informations complémentaires, 77% dénoncent qu'il y ait des tests de la qualité de la communication financière.

Le test de la qualité de la communication financière est effectué au moins une fois par an ou plus fréquemment si des événements ou des changements de circonstances indiquent la possibilité d'une perte de valeur d'une différence. A titre d'exemple, les tests de dépréciation sont utilisés pour corriger les différences sont évidemment un enjeu comptable important pour les grandes sociétés. Les décideurs font recours aux résultats de ces tests, pour comprendre et analyser le contexte environnemental et concurrentiel de l'entreprise, tout en leur permettant de visualiser l'avenir pour pouvoir prendre des décisions. Les tests de la qualité de communication financière sont des éléments clés pour assurer le suivi de la pertinence de l'information financière.

4. Récapitulatif

Les résultats obtenus au niveau de cette section, nous ont certifié que la prise de décision est un processus complexe et une tâche difficile qui prend en considération un ensemble de facteurs importants, voire marquants, parmi lesquels : les facteurs propres au dirigeant, les facteurs environnementaux et les facteurs d'ordre informationnel.

L'analyse des résultats fait ressortir pour la deuxième fois durant notre recherche, l'importance de l'élément humain. En effet, l'importance du dirigeant dans le processus décisionnel s'est confirmée comme étant un facteur de poids lourd. A cet effet, notre enquête sur le terrain démontre que la personnalité du dirigeant compte pour la prise de décision. Cette personnalité n'est rien d'autre que le cumul de plusieurs déterminants, entre autres nous citons sa culture, son background académique et ses expériences professionnelles.

Dans le même sens, l'environnement dans lequel est prise la décision ne peut être pris séparément. Effectivement, notre enquête a révélé la relation intrinsèque de la prise de décision avec l'environnement dans lequel elle s'insère. Autrement dit, la succession des faits et des événements poussent les entreprises à prendre en considération cet environnement évolutif, qui nécessite réactivité et proactivité.

Finalement, rappelons que pour prendre une décision (notamment la décision d'investissement), l'entreprise ne peut se baser sur son dirigeant seul. Elle fait appel aux informations externes pour pouvoir effectuer cette étape. Les résultats de notre enquête montrent, à cet effet, l'importance du contenu de la communication financière dans le processus de prise de décision.

Section 3 : Vérification empirique des hypothèses de recherche

1. Les hypothèses de la qualité de la communication financière

1-1 Construction et validation des hypothèses de la qualité de communication financière

L'objectif de cette section est d'élaborer l'étude empirique qui consiste en la construction et la validation des hypothèses proposées. Pour y arriver, nous avons sélectionné les caractéristiques qui nous semblent les plus convaincantes pour déterminer les rubriques de la qualité de la communication financière.

Cette sélection se fera sur la base de la revue de littérature autour du sujet, et sur une identification des attentes des professionnels. Par la suite, nous définirons les variables qui traduisent les besoins en matière de qualité de la communication financière avant d'élaborer la liste des variables composant chaque hypothèse. C'est dans ce cadre, que nous envisageons de vérifier les hypothèses de notre travail de recherche ainsi que le modèle de régression formulé pour vérifier ces hypothèses. Et c'est dans cette optique, que nous projetons de vérifier les hypothèses de notre travail de recherche formulées ainsi :

- H1 : La volonté du Top Management de l'entreprise influe positivement sur l'offre de la communication financière.
- H2 : La structure de l'actionnariat agit sur la qualité de la communication financière.
- H3 : La taille de l'entreprise influe positivement sur la qualité de la communication financière.
- H4 : Les pratiques de la communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.
- H5 : La taille et la structure du conseil d'administration ont un effet positif sur la qualité de la communication financière.

Le tableau ci-après reprend les hypothèses retenues.

Tableau 19 : Récapitulatif des hypothèses retenues et des codes de substitution.

Hypothèses	Codes
H1 : La volonté du dirigeant	VOL

H2 : La structure de l'actionnariat	StrACT
H3 : La taille de l'entreprise	ESIZE
H4 : Le secteur d'activité	SACTV
H5 : Le conseil d'administration	BDIRE

Après avoir puisé dans la revue de littérature, nous avons entamé une démarche empirique. Celle-ci s'applique aux entreprises de notre échantillon. La validation s'est faite en deux temps :

- Dans un premier temps, nous avons administré le questionnaire sur la qualité de la communication financière (Annexe 2) à plusieurs Managers, Directeurs et responsables financiers opérant dans des sociétés cotées. Les participants ont attribué une réponse à chaque question.
- Ensuite, nous avons procédé à l'analyse empirique de leurs réponses et nous les avons soumises à un modèle de régression.

1-2 La validation empirique du cadre d'analyse

L'objectif de cette partie est de répondre aux hypothèses retenues dans la partie précédente à l'aide d'outils statistiques. Nous avons constaté que l'analyse de régression linéaire est la méthode statistique appropriée dans ces cas. Il s'agit d'analyser et de décrire les liens entre les variables dépendantes et les variables indépendantes.

a. La préparation des variables

Le processus de validation des hypothèses posées nécessite de déterminer la variable d'intérêt et d'établir la matrice de corrélation puis la construction de l'équation de régression linéaire.

La variable d'intérêt est l'offre de la qualité de la communication financière, et les variables explicatives sont les déterminants de l'offre de la qualité de la communication financière prenant pour valeur qualitative :

- *VOL* : La volonté du top management de l'entreprise d'accepter volontairement de divulguer la communication financière de l'entreprise d'une manière régulière.
- *StrACT* : Le degré d'influence des parties prenantes sur la qualité de la communication financière.

- *ESIZE* : La taille de l'entreprise.
- *SACTV* : Le secteur d'activité de l'entreprise.
- *BDIRE* : Le degré d'impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

b. L'équation de régression linéaire

Dans la mesure où notre modèle est composé de plusieurs variables explicatives (volonté du dirigeant, structure de l'actionnariat, taille de l'entreprise, secteur d'activité, conseil d'administration), nous avons développé une équation de régression linéaire multiple, donc la forme de l'équation est :

$$Y = \beta_1 \times VOL + \beta_2 \times StrACT + \beta_3 \times ESIZE + \beta_4 \times SACTV + \beta_5 \times BDIRE + \epsilon$$

Les β sont des paramètres à estimer. Ils forment un résidu qui représente l'effet des variables non prises en compte dans le modèle. ϵ est le terme d'erreur.

Sachant que Y est l'offre de la qualité de la communication financière sur les déterminants qui sont des variables expliquées et qui prennent pour valeur qualitative :

- VOL : La volonté du dirigeant.
- StrACT : La structure de l'actionnariat.
- ESIZE : La taille de l'entreprise.
- SACTV : Le secteur d'activité de l'entreprise.
- BDIRE : Le conseil d'administration.

Par ailleurs, nous avons construit la droite de régression linéaire par la méthode des moindres carrés. Nous pouvons dire ainsi que la méthode de régression consiste à décrire la relation entre une variable aléatoire dépendante ou variable réponse Y et un ensemble de variables indépendantes ou explicatives, qui sont les déterminants de la qualité de la communication financière. Relativement à son utilité, un questionnaire de n questions a été prélevé et mesuré sur chacune d'elles les valeurs prises par chacune des variables indépendantes.

1-3 Vérification des hypothèses

Cette partie présente les résultats et les analyses des hypothèses testées. Pour montrer l'efficacité globale du modèle, nous avons examiné la régression et déterminé et testé les corrélations de régression en utilisant la méthode des moindres carrés. Nous allons donc examiner la régression

pour chaque variable explicative et les résidus. La régression linéaire appliquée permettra de déterminer les liens entre les variables expliquées et les variables explicatives.

La description des variables de notre étude nécessite l'utilisation d'indicateurs dits de dispersion. L'objectif est de découvrir les relations entre les variables explicatives et les variables expliquées. Ces indicateurs sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
VOL	200	7,00	18,00	12,1700	3,49315
StrACT	200	7,00	19,00	13,1700	3,74449
ESIZE	200	7,00	18,00	12,5450	3,41707
SACTV	200	9,00	18,00	13,4150	2,77874
BDIRE	200	6,00	12,00	9,0200	1,98477
N valide (liste)	200				

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 54 : Statistiques descriptives.

a) L'hypothèse de la volonté du dirigeant :

La volonté du dirigeant de faire de la communication financière de son entreprise un axe stratégique est un élément qui s'est révélé probant dans la détermination de la qualité de la communication financière. A cet égard, la culture, le parcours académique, les principes, la personnalité et les expériences professionnelles font la différence entre les dirigeants, et par conséquent une inégalité dans la qualité de la communication financière des entreprises qu'ils représentent.

En effet, la responsabilité personnelle du dirigeant est engagée dans le discours de la communication financière de la société qu'il représente. A cet égard, A. Guimard (2004) confirme que la volonté du dirigeant de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise, lui permet d'aller en avant, et de se différencier.

Notre analyse de régression a montré une forte corrélation significative entre la volonté du dirigeant et la divulgation de la communication financière, c'est-à-dire la personnalité du dirigeant s'implique dans l'adoption de la communication financière de l'entreprise comme une stratégie.

L'analyse de la figure 54 montre que la volonté du dirigeant varie entre 7% et 18% sur toute la durée de l'analyse avec une dispersion de 3,49%. Notons également que la moyenne de la volonté du dirigeant de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise est de 12,17 %. Ce taux est relativement haut et donne une idée de l'importance de la volonté du dirigeant dans la détermination de la qualité de la communication financière. Ces résultats rejoignent les résultats obtenus au niveau de notre étude exploratoire (Voir Section 1). De ce qui précède, nous considérons, par conséquent, hypothèse H1 selon laquelle « La volonté du Top Management de l'entreprise influe positivement sur l'offre de la communication financière » est confirmée.

b) L'hypothèse de la structure de l'actionnariat :

La relation entre la structure de l'actionnariat et la qualité de la communication financière a fait l'objet de nombreuses recherches. En effet, l'étude empirique réalisée par Labelle et Schatt (2005) sur la structure de propriété d'une entreprise et la qualité de sa communication financière pour les dirigeants ne détenant qu'une petite partie des actions, montre que la hausse des valeurs liée à la meilleure qualité de la communication financière ne leur profite que marginalement. Ainsi, de nombreux auteurs pensent que la qualité de la communication financière diminue avec le pourcentage d'actions détenues par les dirigeants (Labelle et Schatt, 2005). En revanche, si le dirigeant détient une part importante du capital, les conflits d'agence sont beaucoup moins nombreux et le dirigeant est davantage incité à prendre en compte la réalité économique des opérations.

Par ailleurs, selon la figure 54 cette relation affiche une importance moyenne de 13.17% avec une dispersion de 3.74 %. Ces chiffres donnent une idée sur la relation existence entre la structure de l'actionnariat et la qualité de la communication financière.

Nos résultats sur le terrain vont également dans le même sens, où la deuxième hypothèse H2 qui stipule que « La structure de l'actionnariat agit sur la qualité de la communication financière » est admise.

c) La taille de l'entreprise :

De nombreuses études ont été menées pour examiner la relation entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise (mesurée dans notre cas par son chiffre d'affaires, le nombre de ses salariés, le total de son patrimoine et sa valeur boursière). A partir des premiers tests statistiques réalisés à cet effet, on note ceux effectués par Craven et Mrtson (1999), qui confirment l'influence positive de ce paramètre. Dans le même sens, Guimard

(2007) explique que l'effet de taille sur la communication est bien visible lorsque l'entreprise envisage de faire fructifier son capital quelle que soit sa méthode. Comme nous l'avons évoqué auparavant Jensen et Meckling (1976) rajoutent qu'il existe une relation positive entre la taille de l'entreprise et les coûts d'agence.

Dans le cadre pratique, l'analyse de la figure 54 montre que les scores de la taille de l'entreprise se situent à un niveau relativement haut. Cette variable, ESIZE, affiche un score moyen de 12,54 sur une échelle de 20 points. Également, la relation entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise, qui se mesure par son chiffre d'affaires, le nombre de ses salariés, le total de son patrimoine et sa valeur boursière. Notons aussi que la relation entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise varie entre 7% et 18% sur toute la durée de l'analyse avec une dispersion de 3,41%.

Les résultats de notre étude empirique s'alignent avec ces constats. Ce qui confirme encore une fois l'idée selon laquelle « la taille de l'entreprise influe sur la qualité de la communication financière ». De ce fait, l'hypothèse 3 est donc acceptée.

d) Le secteur d'activité :

Contrairement à la taille de l'entreprise, l'influence du secteur d'activité sur la qualité de la communication financière ne fait pas l'unanimité. Guimard (2007) estime qu'il n'existe pas de forte influence du secteur d'activité sur la qualité de la communication financière de l'entreprise. Gibbins, Richardson et Waterhouse (1992) estiment que les règles de diffusion sont imposées implicitement par secteur. Grossman et Hart (1980) stipulent que les meilleures entreprises d'un secteur d'activité donné ont tendance à publier plus d'informations que les plus petites. Par conséquent, nous pouvons conclure qu'effectivement le secteur d'activité peut être considéré comme l'une des variables explicatives de la qualité de la communication financière.

En effet, par rapport au secteur d'activité les résultats montrent que le secteur d'activité est important pour la qualité de la communication financière avec une dispersion de 2,77%. Également, la figure 54 montre que le secteur d'activité de l'entreprise varie entre 9% et 18% sur toute la durée de l'analyse avec une importance moyenne de 13,41%.

De ce qui précède et en se basant sur les résultats de notre enquête sur le terrain, nous pouvons conclure que l'hypothèse selon laquelle « Les pratiques de la communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre » est validée.

e) Le conseil d'administration :

Le conseil d'administration est connu par ses pouvoirs étendus. Son rôle de contrôleur lui permet d'assurer la transparence et la fiabilité de la communication financière. Il est considéré comme un responsable du traitement de la communication financière divulguée, et ce dans un but ultime de représenter au mieux la valeur de l'entreprise.

L'impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière peut mettre en évidence quatre éléments importants, à savoir : la taille du conseil d'administration, la structure du conseil d'administration, la combinaison des fonctions de décision et de contrôle, et l'existence des comités de spécialité. Dans cet ordre d'idées, notre étude empirique s'est intéressée à savoir si le conseil d'administration (pris par sa taille et sa structure) impacte la qualité de la communication financière dans le contexte marocain.

Par ailleurs, sur le plan statistique le conseil d'administration varie entre 6% et 12% sur toute la durée de l'analyse avec une dispersion de 1.98%. Cette variation affiche une relation moyenne relativement faible (9.02%). Il en résulte que l'impact du conseil d'administration présente une communication financière de faible qualité.

A partir de ces résultats, et en se basant sur les réponses de l'enquête sur le terrain, nous pouvons dire que la cinquième hypothèse qui étudie l'impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière est rejetée.

1-4 Confirmation du modèle de la régression linéaire

Nous avons obtenu ces résultats à partir de SPSS. Dans un premier temps, nous avons utilisé les réponses recueillies à partir du questionnaire. Et dans un second temps, nous avons calculé la somme pour chacune des 5 rubriques sur la base des réponses obtenues et selon une grille la grille d'évaluation (1 : pas du tout important, pas important, 3 : moyennement important, 4 : important, 5 : très important) afin de permettre de noter les rubriques que nous avons sélectionnés.

Les figures suivantes (Figure 55 et Figure 56) présentent simultanément les résultats de la régression linéaire et la corrélation entre les variables. Le modèle de la régression linéaire permet de mesurer l'effet des variables expliquées sur l'offre de la qualité de la communication financière. Le test de corrélation a été appliqué pour tester la force de la relation entre les variables. L'analyse de régression nous permet de tester la performance du modèle, les résultats obtenus sont les suivants :

Récapitulatif des modèles

Modèle	Variation de R-deux	Modifier les statistiques			Sig. Variation de F
		Variation de F	ddl1	ddl2	
1	,025 ^a	,522	5	103	,759

a. Prédicteurs : (Constante), ESIZE, SACTV, StrACT, BDIRE, VOL

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS

Figure 55 : Récapitulatif des modèles.

Modèle		Coefficients ^a													
		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		t	Sig.	Intervalle de confiance à 95,0% pour B		Corrélations			Statistiques de colinéarité		
		B	Erreur standard	Bêta				Borne inférieure	Borne supérieure	Corrélation simple	Partielle	Partielle	Tolérance	VIF	
1	(Constante)	11,873	3,116		3,811	<,001	5,694	18,052							
	VOL	,046	,098	,047	,472	,638	-,148	,240	,067	,046	,046	,968	1,033		
	StrACT	,077	,089	,085	,868	,387	-,099	,253	,094	,085	,084	,988	1,012		
	SACTV	,018	,096	,018	,187	,852	-,172	,208	,030	,018	,018	,993	1,007		
	BDIRE	-,125	,116	-,107	-,1084	,281	-,355	,104	-,120	-,106	-,105	,973	1,028		
	ESIZE	,015	,161	,009	,094	,925	-,304	,335	,015	,009	,009	,982	1,019		

a. Variable dépendante : Y

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 56 : Statistiques descriptives pour toutes les variables.

La Variation de F qui ressort de cette analyse est supérieure à 0,5, elle peut donc être retenue dans la mesure où elle est significative et qu'elle montre la pertinence du modèle. On peut en conclure que Y est influencé à 53,2% par les 5 variables. Alors, la moitié de la variation observée dans le modèle calculé peut être expliquée par les variables. De là, il ressort l'existence d'une association entre les variables expliquées et la qualité de la communication financière. Ce qui nous conduit à observer les variables une à une dans le tableau ci-dessous.

Corrélations

		Y	VOL	StrACT	SACTV	BDIRE	ESIZE
Corrélation de Pearson	Y	1,000	,067	,094	,030	-,120	,015
	VOL	,067	1,000	,049	,056	-,137	,100
	StrACT	,094	,049	1,000	,045	-,064	-,063
	SACTV	,030	,056	,045	1,000	-,052	-,014
	BDIRE	-,120	-,137	-,064	-,052	1,000	-,067
	ESIZE	,015	,100	-,063	-,014	-,067	1,000
Sig. (unilatéral)	Y	.	,243	,165	,378	,106	,437
	VOL	,243	.	,307	,280	,077	,149
	StrACT	,165	,307	.	,321	,255	,258
	SACTV	,378	,280	,321	.	,297	,442
	BDIRE	,106	,077	,255	,297	.	,246
	ESIZE	,437	,149	,258	,442	,246	.
N	Y	109	109	109	109	109	109
	VOL	109	109	109	109	109	109
	StrACT	109	109	109	109	109	109
	SACTV	109	109	109	109	109	109
	BDIRE	109	109	109	109	109	109
	ESIZE	109	109	109	109	109	109

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 57 : Matrice de corrélation des variables de la qualité de la communication financière.

La corrélation des variables est présentée et analysée à la première lecture de la figure 57. La corrélation n'est rien d'autre que la force de la relation entre une variable sur l'autre. La figure 57 présente les corrélations bivariées de Pearson entre les variables du modèle de régression. Dans la figure 57 on peut remarquer que la corrélation de Pearson entre le BDIRE et les quatre autres variables (VOL, StrACT, SACTV, ESIZE) est corrélée négativement (0,137, -0,064, -0,052, -0,067, respectivement) et n'est pas significative. La corrélation entre le BDIRE et l'offre de la qualité de la communication financière est relativement négative de -0,120 et également non significative. La variable ESIZE est corrélée négativement (-0,063, -0,014) avec le StrACT et SACTV respectivement, alors qu'elle est positivement corrélée, 0,15, avec l'offre de la qualité de la communication financière.

2. Les hypothèses de la prise de décision

2-1 Construction et validation des hypothèses du processus de prise de décision

De même pour la qualité de la communication financière, l'objectif de cette section est d'élaborer l'étude empirique qui consiste en la construction et la validation des hypothèses proposées qui ont une influence sur le processus de la prise de décision.

En effet, pour y arriver, nous avons sélectionné les caractéristiques qui nous semblent les plus convaincantes pour déterminer les rubriques de la prise de décision. Ce choix s'est fait sur la base de l'ensemble des rubriques indiquées dans le chapitre précédent. Également, nous définirons les variables qui traduisent les besoins en matière de facteurs d'aide à la décision avant d'élaborer la liste des variables qui composent nos déterminants de la prise de décision. C'est dans cette optique, que nous projetons de vérifier les hypothèses de notre travail de recherche formulées ainsi :

Tableau 20 : Tableau des hypothèses.

	Hypothèse	Mesure
H.1	Les qualités du dirigeant impactent le processus de prise de décision.	<ul style="list-style-type: none">- L'éducation, et les expériences professionnelles du dirigeant,- La culture du dirigeant,- La personnalité du dirigeant,- Le volet psychologique.
H.2	L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision.	<ul style="list-style-type: none">- L'environnement concurrentiel.
H.3	La divulgation de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision.	<ul style="list-style-type: none">- Source d'information (interne et externe)- Disponibilité de l'information

Le tableau ci-dessous reprend les hypothèses retenues.

Tableau 21 : Récapitulatif des hypothèses retenues et des codes de substitution.

Hypothèses	Codes
H.6 Facteurs propres aux dirigeants	FPD
H.7 Facteurs environnementaux	FENV
H.8 Facteurs d'ordre informationnel	FOI

Après avoir puisé dans la revue de littérature, nous avons entamé une démarche empirique. Celle-ci s'applique aux entreprises de notre échantillon. La validation s'est faite en deux temps :

- Dans un premier temps, nous avons administré le questionnaire sur la qualité de la communication financière (Annexe 2) à plusieurs Managers, Directeurs et responsables dans des sociétés cotées. Les participants ont attribué une réponse à chaque question.
- Ensuite, nous avons procédé à l'analyse empirique de leurs réponses et nous les avons soumises à un modèle de régression.

2-2 La validation empirique du cadre d'analyse

Cette partie a pour objectif de répondre aux hypothèses retenues dans la partie précédente à l'aide d'outils d'analyse statistiques. Nous avons constaté que l'analyse de régression linéaire est la méthode statistique appropriée dans ces cas. Il s'agit d'analyser et de décrire les liens entre les variables dépendantes et les variables indépendantes.

a. La préparation des variables

Le processus de validation des hypothèses posées nécessite de déterminer la variable d'intérêt et d'établir la matrice de corrélation puis la construction de l'équation de régression linéaire.

L'objectif c'est de tester si les déterminants du processus décisionnel (facteurs propres aux dirigeants, facteurs environnementaux, facteurs d'ordre informationnel) ont une influence sur la prise de décision d'investissement. Le processus de validation des hypothèses retenues nécessite de déterminer la variable d'intérêt et d'élaborer la matrice de corrélation puis la construction de l'équation de régression linéaire.

La variable d'intérêt est la prise de décisions, et les variables explicatives sont les déterminants de la prise de décision prenant pour valeur qualitative :

- **FPD** : Les qualités du dirigeant qui impactent le processus de prise de décision.

- **FENV** : L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision.
- **FOI** : La divulgation de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision.

b. L'équation de régression linéaire

Dans la mesure où notre modèle est composé de plusieurs variables explicatives : Facteurs propres aux dirigeants, facteurs environnementaux, facteurs d'ordre informationnel, nous avons développé une équation de régression linéaire multiple, donc la forme de l'équation est :

$$Y = \beta_1 \times FPD + \beta_2 \times FENV + \beta_3 \times FOI + \epsilon$$

A savoir que les β sont des paramètres à estimer et, ϵ est un résidu qui représente l'effet des variables non prises en compte dans le modèle. ϵ est le terme d'erreur.

Y est la prise des bonnes décisions sur les déterminants qui sont les variables expliquées prenant pour valeur qualitative :

- **FPD** : Facteurs propres aux dirigeants (la culture, l'éducation, les expériences professionnelles du dirigeant, la personnalité du dirigeant, le volet psychologique).
- **FENV** : Facteurs environnementaux (l'environnement concurrentiel).
- **FOI** : Facteurs d'ordre informationnel (source d'information interne et externe, disponibilité de l'information).

Par ailleurs, nous avons construit la droite de régression linéaire par la méthode des moindres carrés. Nous pouvons dire ainsi que la méthode de régression consiste à décrire la relation entre une variable aléatoire dépendante ou variable réponse Y et un ensemble de variables indépendantes ou explicatives, qui sont les déterminants de la prise de décision. Pour effectuer cette analyse, un questionnaire de n questions ont été prélevé et mesuré sur chacune d'elles les valeurs prises par chacune des variables indépendantes.

2-3 Vérification des hypothèses

Cette partie présente les résultats et les analyses des trois hypothèses testées (H.1, H.2 et H.3). Pour montrer l'efficacité globale du modèle, nous avons examiné la régression et déterminé et testé les corrélations de régression en utilisant la méthode des moindres carrés. Nous allons donc examiner la régression pour chaque variable explicative et les résidus. La régression

linéaire appliquée permettra de déterminer les liens entre les variables expliquées et les variables explicatives.

Nous avons obtenu ces résultats à partir de SPSS. Dans un premier temps, nous avons utilisé les réponses recueillies à partir du questionnaire. Et dans un second temps, nous avons calculé la somme pour chacune des trois rubriques sur la base des réponses obtenues et selon une grille la grille d'évaluation (1 : pas du tout important, pas important, 3 : moyennement important, 4 : important, 5 : très important) afin de permettre de noter les rubriques que nous avons sélectionnés.

La description des variables de notre étude nécessite l'utilisation d'indicateurs dits de dispersion. L'objectif est de découvrir les relations entre les variables explicatives et les variables expliquées. Ces indicateurs sont présentés dans le tableau ci-dessous :

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
FPD	226	7,00	18,00	12,4115	3,61892
FENV	226	6,00	18,00	11,2611	3,57994
FOI	226	8,00	18,00	13,0088	3,17769
N valide (liste)	226				

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 58 : Statistiques descriptives.

a) L'hypothèse du facteur de décision lié au dirigeant

A la lecture de la figure 76, l'implication du dirigeant dans le processus de prise de décision est variée entre 7% et 18% sur toute la durée de l'analyse avec une dispersion de 3,61%. Notons également que la moyenne des facteurs de la prise de décision liés au dirigeant est 12,41 %. Ce taux est relativement important et qui donne une idée de l'importance des qualités du dirigeant dans le processus de la prise de décision.

L'implication du dirigeant dans le processus de prise de décision est très importante car il est considéré comme le référent majeur de l'entité qu'il gère. De ce fait, plusieurs facteurs peuvent aider à la constitution de la personnalité du dirigeant, nous notons évidemment sa culture, sa personnalité son éducation, et son environnement.

Les caractéristiques individuelles du dirigeant ont pris de l'importance dans la littérature traitant la prise de décision. D'après Hartley et al (2010), le genre du décideur, son âge, ses valeurs et sa prédisposition à prendre des risques sont les éléments les plus importants qui influencent la prise de décision. Au-delà du volet rationnel et expérimental du décideur, les dernières études

intègrent de plus en plus le volet psychologique (plus précisément les émotions et l'intuition) dans la prise de décision.

Nous rejoignons ces propos, vu que notre étude empirique affirme qu'il existe une relation positive entre les qualités du dirigeant et le processus de la prise de décision. Par conséquent, à partir de l'analyse des résultats empiriques mentionnés auparavant, nous considérons que l'hypothèse 6 est donc acceptée de point de vue de la culture, l'éducation, les expériences professionnelles et l'environnement du dirigeant qui demeurent très importants dans le processus de prise de décision.

b) L'hypothèse de décision liée aux facteurs environnementaux

Par ailleurs, le facteur lié à l'environnement a pris une grande importance. Il s'agit essentiellement de décrire l'environnement concurrentiel de l'entreprise et son environnement économique et social. A ce titre, Hough et White (2003) affirment que la prise de décision est directement liée à l'environnement dans lequel elle est prise. En effet, selon les auteurs, la complexité et la rapidité des changements de l'environnement précisent la manière dont la décision doit être prise.

Un environnement avec des faits successifs et rapides, exige de la rapidité dans le processus de prise de décision. Dans ce même sens, Eisenhardt (1989) affirme dans son étude que les meilleures décisions prises dans un environnement rapide, sont celles effectuées par des décideurs qui collectent des informations plus rapidement, ce qui permet selon l'auteur de saisir davantage d'occasions

Partant du fait que la rationalité est limitée, que le décideur ne peut pas toujours se fier à son intuition et à sa perception des choses et que l'environnement n'est pas facile à analyser, les décideurs utilisent des documents externes pour comprendre et analyser le contexte environnemental et concurrentiel de l'entreprise, tout en leur permettant de visualiser l'avenir afin d'être en mesure de prendre des décisions.

Par ailleurs, la prise de décision et l'environnement dans lequel elle est prise fait l'objet de nombreuses recherches. Cette relation affiche une importance moyenne 11,26% avec une dispersion de 3.57 %. Notons aussi que la relation entre la prise de décision et l'environnement de l'entreprise varie entre 6% et 18% sur toute la durée de l'analyse. Partant du fait que la rationalité est limitée, que le décideur ne peut pas toujours se fier à son intuition et à sa perception des choses et que l'environnement n'est pas facile à analyser, les décideurs utilisent des documents externes pour comprendre et analyser le contexte environnemental et

concurrentiel de l'entreprise, tout en leur permettant de visualiser l'avenir afin d'être en mesure de prendre des décisions.

De ce qui précède et en se basant sur les résultats de notre enquête sur le terrain, nous pouvons conclure que l'hypothèse selon laquelle « L'environnement de l'entreprise exerce une influence positive sur le processus de prise de décision » est acceptée.

c) L'hypothèse de décision d'ordre informationnel

Par rapport aux facteurs de la décision d'ordre informationnel, les résultats montrent que ces facteurs sont importants pour la prise de décision avec une dispersion de 3,17%. Les facteurs de la décision d'ordre informationnel varient entre 8% et 18% avec une importance moyenne de 12,08%. Entre autres, l'entreprise a besoin des sources d'informations externes pour prendre une décision. La divulgation de la communication financière de l'entreprise permet au décideur de mieux clarifier son champ de vision.

Notre analyse de régression a montré une forte corrélation significative entre les facteurs d'ordre informationnel et la prise de décisions, c'est-à-dire que la communication financière permettra au décideur de mieux clarifier son champ de vision.

Nos résultats sur le terrain vont également dans le même sens. De ce qui précède, nous pouvons dire que notre hypothèse H8 qui stipule que « La divulgation de la communication financière de l'entreprise influence positivement le processus de prise de décision » est admise.

2-4 Confirmation du modèle de la régression linéaire

Récapitulatif des modèles

Modifier les statistiques

Modèle	Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F
1	,017 ^a	,821	3	139	,484

a. Prédicteurs : (Constante), FOI, FPD, FENV

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS

Figure 59 : Récapitulatif des modèles.

		Corrélations			
		Y	FPD	FENV	FOI
Corrélation de Pearson	Y	1,000	,118	-,121	,012
	FPD	,118	1,000	,024	-,053
	FENV	-,121	,024	1,000	,142
	FOI	,012	-,053	,142	1,000
Sig. (unilatéral)	Y	.	,081	,075	,442
	FPD	,081	.	,390	,265
	FENV	,075	,390	.	,046
	FOI	,442	,265	,046	.
N	Y	143	143	143	143
	FPD	143	143	143	143
	FENV	143	143	143	143
	FOI	143	143	143	143

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 60 : Statistiques descriptives pour toutes les variables.

A la lecture des figures 77 et 78 qui représentent simultanément les résultats de la régression linéaire et la corrélation entre les variables. Le modèle de la régression linéaire permet de mesurer l'effet des variables expliquées sur le processus de la prise décision. Le test de corrélation a été appliqué pour tester la force de la relation entre les variables.

La Variation de F qui ressort de cette analyse est supérieure à 0,8, elle peut donc être retenue dans la mesure puisqu'elle est significative et qu'elle montre la pertinence du modèle. On peut en conclure que Y est influencé à 82,1% par les trois variables. Alors, la majorité des variations observées dans le modèle calculé peuvent être expliquées par les variables. De là, il ressort l'existence d'une association entre les variables expliquées et la prise de décision.

La corrélation des variables est présentée et analysée à la première lecture de la figure 78. La corrélation n'est rien d'autre que la force de la relation entre une variable sur l'autre. La figure CC présente les corrélations bivariées de Pearson entre les variables du modèle de régression. Dans la figure 78, nous pouvons remarquer que la corrélation de Pearson entre le FENV et la prise de décision est corrélée négativement de -0,121 et n'est pas significative. La corrélation entre la prise de décision et FPD est positivement corrélée, 0,118. La variable FOI est également corrélée positivement avec la variable de prise de décision avec 0,12.

Conclusion

Dans ce chapitre, il était question de présenter et d'interpréter les résultats des questionnaires administrés aux Directeurs, Managers et Responsables financiers relevant des sociétés cotées à la bourse de Casablanca. Ce chapitre a mis également le point sur les hypothèses de recherche.

Cette étude empirique a permis d'une part la confirmation de la communication financière comme une stratégie adoptée par les entreprises marocaines cotées au Maroc, les acteurs du marché financier marocain sont conscient de l'importance de ce pilier stratégique pour assurer leur compétitivité sur le marché et envers ses parties prenantes, et d'autre part les résultats de notre étude ont mis en évidence du degré d'implication et d'utilisation de la communication financière dans le processus de la prise de décision d'investissement au Maroc.

Cela nous a permis de confirmer et d'infirmier nos hypothèses de recherche comme le démontre le tableau suivant :

H.1	La volonté du dirigeant	Acceptée
H.2	La structure de l'actionnariat	Acceptée
H.3	La taille de l'entreprise	Acceptée
H.4	Le secteur d'activité	Acceptée
H.5	Le conseil d'administration	Rejetée
H.6	Les facteurs de la décision liés au dirigeant	Acceptée
H.7	Les facteurs de la décision lié à l'environnement	Acceptée
H.8	Les facteurs de la décision d'ordre informationnel	Acceptée

Pour conclure, les résultats de la vérification de nos hypothèses de recherche nous amènent à formuler deux conclusions essentielles. D'une part, la communication financière est une stratégie sur laquelle s'articule l'ensemble des stratégies de l'entreprise. A cet effet, la qualité de la communication financière dépend particulièrement de : la volonté du dirigeant, de la structure actionnariale de l'entreprise, de la taille de l'entreprise et du secteur d'activité. En

recherche, nos résultats n'ont pas confirmé l'implication du conseil d'administration comme un mécanisme de modification du contenu de la communication financière, ils ont cependant certifié son rôle de contrôleur de la qualité de la communication financière. D'autre part, nos résultats ont mis évidence les facteurs qui influent sur le processus décisionnel, à savoir : les facteurs propres aux dirigeants, les facteurs environnementaux et les facteurs d'ordre informationnel.

Chapitre VI : La qualité de la communication financière pour les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement

Introduction

Dans ce sixième chapitre, nous allons suivre un enchaînement d'ordre progressif comme celui utilisé au niveau du chapitre précédent qui va nous permettre d'une part de présenter les résultats issus de notre enquête exploratoire menée auprès des analystes et des analystes financiers œuvrant pour le compte des investisseurs institutionnels au Maroc, et d'autre part de procéder à leur lecture et leur interprétation afin d'en tirer des conclusions et d'évaluer la relation entre la prise de décision des investisseurs institutionnels et la communication financière.

C'est dans cette optique que nous envisageons de vérifier les deux dernières hypothèses de notre recherche formulées ainsi :

Hypothèse 9 : « Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière. ».

Hypothèse 10 : « La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels ».

Section 1 Vérification empirique de relation entre la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels

L'enquête que nous avons conduite par questionnaire a été destinée à un échantillon composé d'analystes et analystes financiers œuvrant pour le compte des investisseurs institutionnels au Maroc. Sur les 445 questionnaires distribués, 227 questionnaires ont été récupérés, soit un taux de retour raisonnable de 51,01%.

A cet effet, nous allons essayer de présenter et d'analyser les réponses collectées afin de confirmer ou d'infirmer les hypothèses préalablement énoncées.

1. La performance de l'entreprise

1-1 Présentation des résultats

Question 1 : L'activité principale de votre entreprise est :

- Les services du numérique
- Banque et finance
- Services aux entreprises
- Assurance
- Télécommunications
- Transport et logistique
- Autres, veuillez préciser :

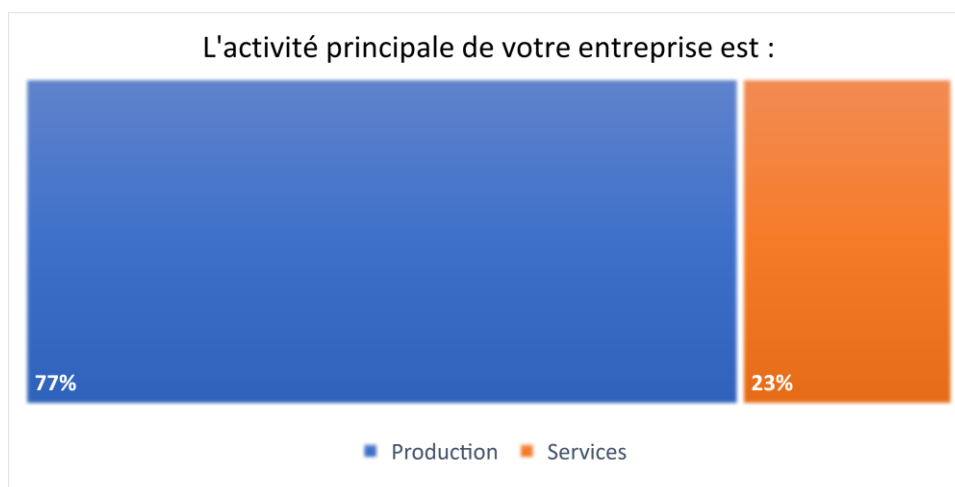


Figure 61 : Répartition du domaine d'activité.

Question 2 : Tenez-vous compte des facteurs de la Qualité de la Communication Financière (QCF) et de la performance de l'entreprise cotée dans la prise de décision d'investissement ?

- Oui, nous prenons en compte les facteurs de la QCF dans nos décisions d'investissement et suivons des indicateurs d'une politique interne de mesure de la performance de l'entreprise.
- Oui, nous analysons certains facteurs QCF dans les décisions d'investissement.
- Oui, mais il est actuellement en discussion et n'est pas pris en compte dans les décisions d'investissement.
- Non, nous ne tenons pas compte ces facteurs dans les décisions d'investissement
- Je ne sais pas

TENEZ-VOUS COMPTE DES FACTEURS DE QUALITÉ DE LA
COMMUNICATION FINANCIÈRE (QCF) ET DE LA PERFORMANCE DE
L'ENTREPRISE COTÉE DANS LA PRISE DE DÉCISION
D'INVESTISSEMENT ?

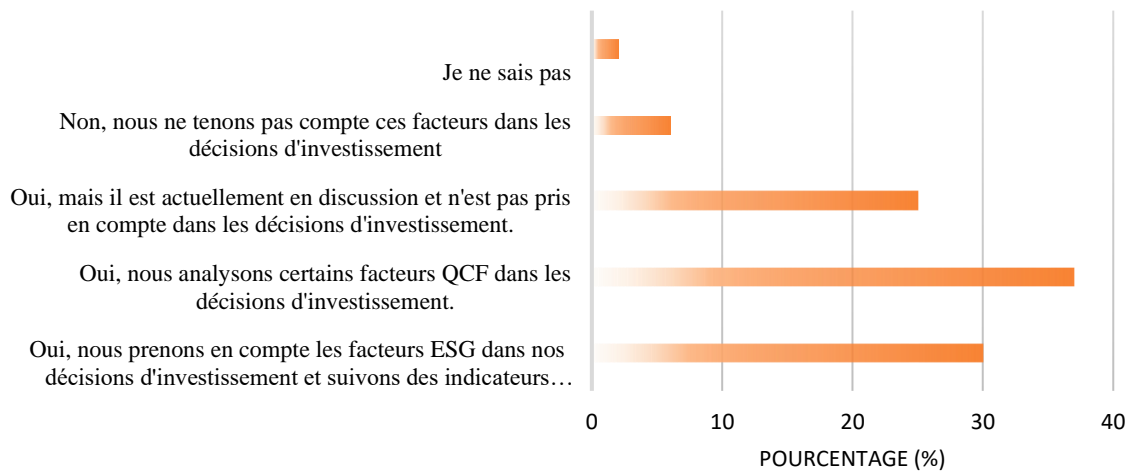


Figure79 : La mesure de l'influence de la performance de l'entreprise cotée dans la prise de décision d'investissement.

Question 3 : Les aspects suivants de la performance financière des entreprises cotées peuvent-elles avoir un effet réel dans la prise de décision d'investissement ?

	Non	Oui, quelque peu	Oui, entièrement	N'est pas applicable
	1	2	3	4
Le rendement des fonds propres				
Croissance du dividende par action.				
Taux d'endettement				
Taille de l'entreprise				
Rapport des analystes financiers.				
Permanence de la transparence				
Autres, s'il vous plaît spécifiez :				

Les aspects suivants de la performance financière des entreprises cotées peuvent-elles avoir un effet réel dans la prise de décision d'investissement ?

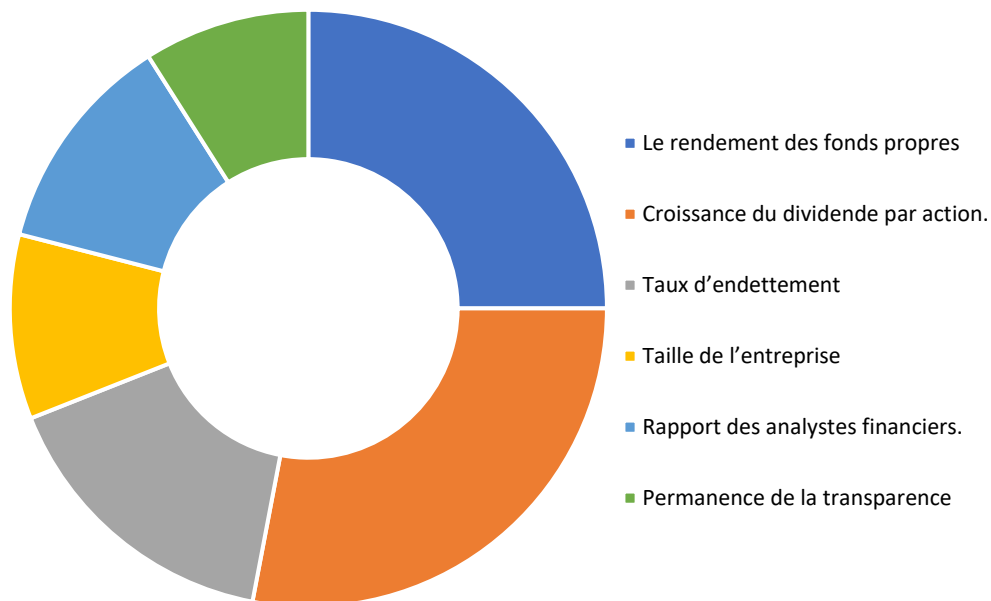


Figure 80 : L'importance des entreprises cotées pour les investisseurs.

1-2 Interprétation des résultats

Nous avons eu l'occasion d'aborder auparavant le sujet du besoin informationnel pour la prise de décision. L'analyse de la figure 79, met la lumière sur la performance de l'entreprise, comme étant un élément fondateur que les investisseurs institutionnels prennent en considération lors de leurs prises de décision. En effet, 38% de nos répondants affirment que certaines décisions, notamment d'investissement, nécessite une analyse de leur part du contenu de la communication financière, et plus précisément de la performance de l'entreprise.

Les résultats de notre enquête sur le terrain ont révélé que la performance de l'entreprise est mesurée différemment d'un analyste à l'autre. (Néanmoins, le rendement des fonds propres, la rémunération par dividende, le taux d'endettement, la taille de l'entreprise, les rapports précédents des analystes financiers et la permanence de la transparence. Quoi ? Terminez la phrase !)

Nous pouvons dire que cela représente une reconnaissance implicite de deux éléments. d'une part, la prise de décision passe inévitablement par le biais de l'analyse de la communication financière., et d'autre part, les éléments cités représentent, entre autres, les besoins informationnels des investisseurs institutionnels.

2. Le contenu de la communication financière

2-1 Présentation des résultats

Question 4 : Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

Pensez-vous que les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs ?

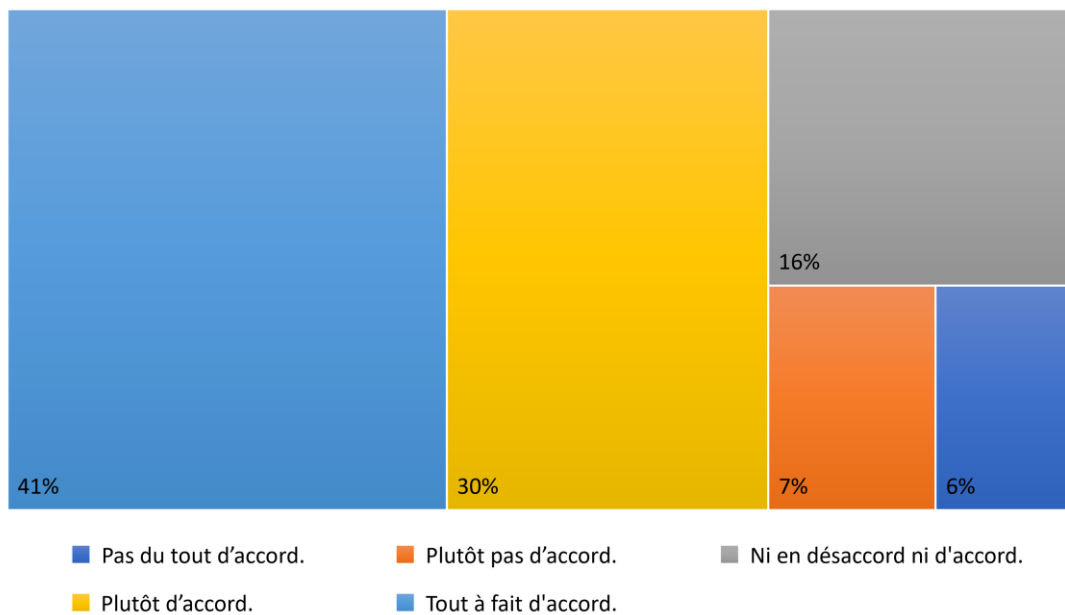


Figure 81 : L'effet de la performance des entreprises cotées dans la prise de décision d'investissement

Question 5 : La QCF joue un rôle dans la prise de décision d'investissement.

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

La qualité de la communication financière joue-t-elle un rôle dans la prise de décision d'investissement ?

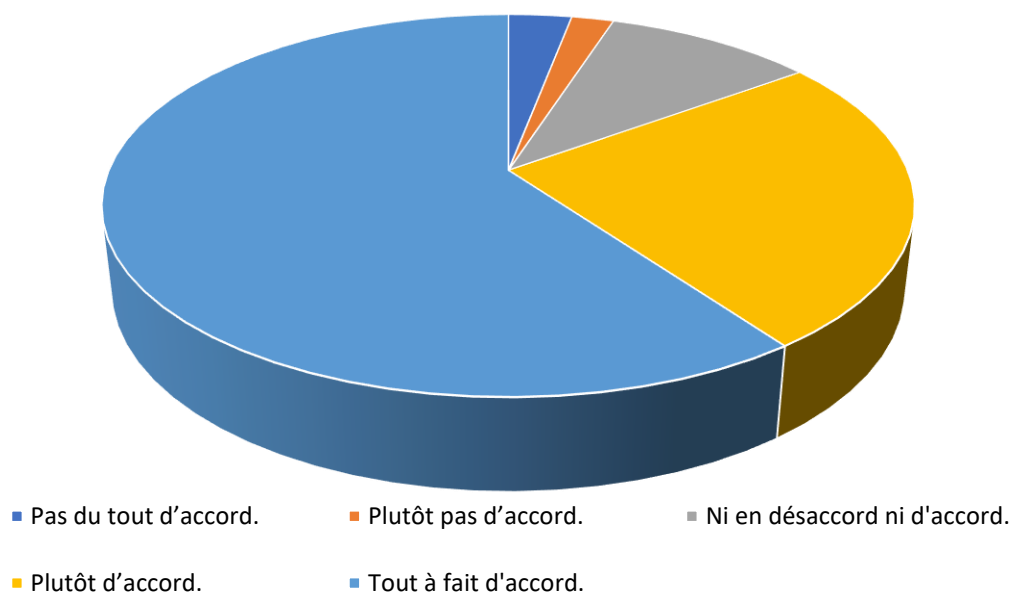


Figure 82 : Le rôle de la communication financière dans la prise de décision d'investissement.

2-2 Interprétation des résultats

41% de notre échantillon ne pensent pas que les investissements présentés par les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca représentent une opportunité à saisir, dans la mesure où ils sont moins risqués et représentent des avantages concurrentiels pour les investisseurs institutionnels.

A cet effet, 60% de nos répondants trouvent que la prise de décision d'investissement nécessite une documentation, d'où l'intervention du rôle de la communication financière comme un outil représentatif de l'image de l'entreprise, et comme une aide pour éclairer le champ de vision du décideur.

3. Le contenu comptable de la communication financière

3-1 Présentation des résultats

Question 11 : Est-ce que vous êtes d'accord sur le fait qu'il existe une relation positive entre la part de capital des propriétaires institutionnels dans l'entreprise et la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels ?

– Pas du tout d'accord.

- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.



Figure 62 : La relation entre le capital des propriétaires institutionnels et la prise de décision.

Question 14 : Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs institutionnels. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

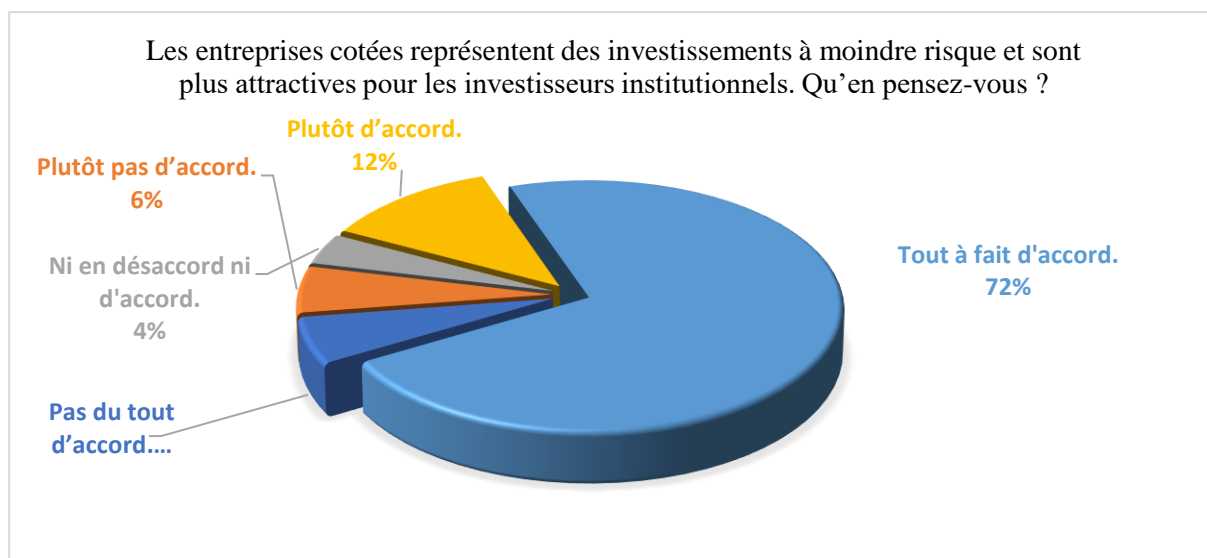


Figure 63 : L'attractivité des entreprises cotées.

3-2 Interprétation des résultats

Les résultats de notre enquête viennent confirmer les propos théoriques étudiés dans les chapitres précédents. En effet, de nombreuses études ont confirmé l'existence d'une relation positive entre la prise de décision des investisseurs institutionnels et la qualité de la communication financière.

Ainsi, 66% des enquêtés approuvent l'existence d'une relation liant la qualité de la communication financière à la prise de décision des investisseurs institutionnels. Comme nous l'avons abordé auparavant, les investisseurs institutionnels sont des institutions géantes qui ne peuvent pas tisser des relations personnalisées avec toutes les entreprises cotées (sauf des exceptions) pour avoir leurs actualités. La communication financière demeure leur première issue pour s'informer.

4. Les effets des investisseurs institutionnels

4-1 Présentation des résultats

Question 16 : Le cash-flow est un outil important pour la prise de décision d'investissement. Etes-vous d'accord avec ces propos ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.

- Tout à fait d'accord.

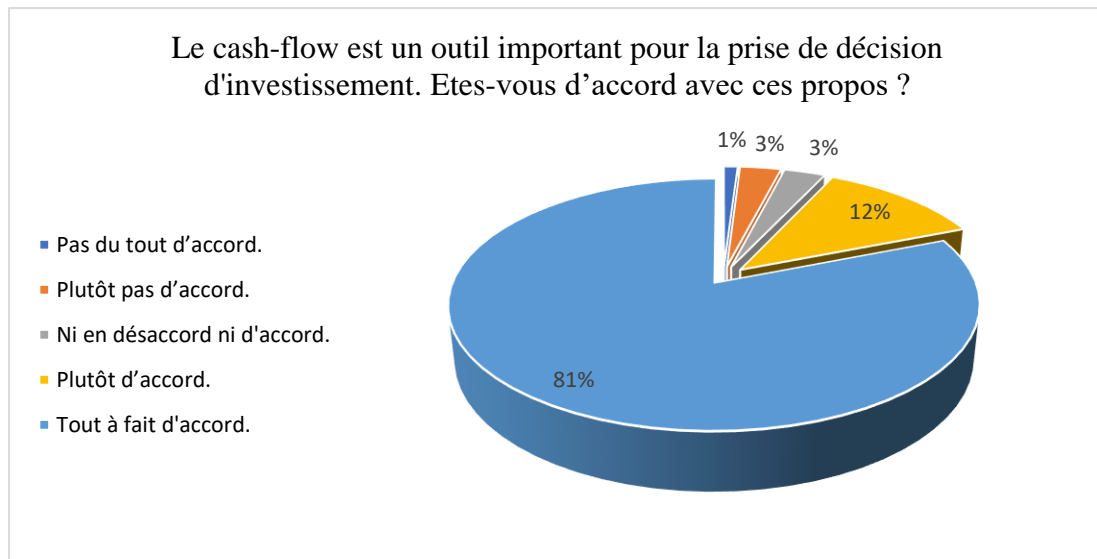


Figure 64 : Le cash-flow comme outils de prise de décision.

Question 17 : Etes-vous d'accord sur le fait que les entreprises les plus rentables qui divulguent plus d'informations encouragent les investisseurs institutionnels à prendre des décisions d'investissement ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.

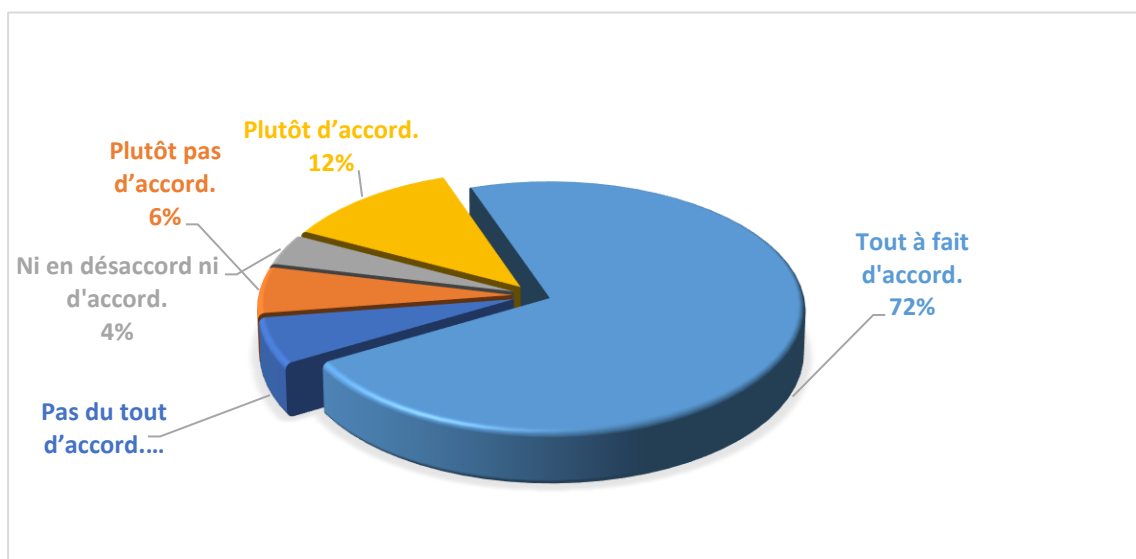


Figure 65 : La relation entre la rentabilité et la divulgation de la communication pour la prise de décision.

4-2 Interprétation des résultats

La majorité écrasante de notre échantillon, soit 81% des analystes travaillant pour le compte des investisseurs institutionnels admettent que le Cash-Flow est un élément décisif pour leurs prises de décisions d'investissement.

Dans le même sens, 72% de nos répondants considèrent que les entreprises les plus rentables sont celles qui divulguent plus de contenu informationnel au niveau de leurs communications financières.

Ces chiffres sont significatifs, car ils montrent l'importance qu'occupe la communication financière aux yeux des investisseurs institutionnels, lors de la prise de décision de l'investissement.

Section 2 : Vérification empirique des hypothèses de recherche

1. Construction et validation des hypothèses de recherche

L'objectif de cette section est d'élaborer l'étude empirique qui consiste en la construction et la validation des hypothèses proposées. Pour comprendre la relation entre nos différentes variables, nous nous intéressons dans cette section à déterminer les besoins des investisseurs institutionnels en matière de communication financière, ainsi qu'étudier la relation entre les investisseurs institutionnels et la prise de décision d'investissement dans le contexte marocain.

La sélection de nos Items se fera sur la base de la revue de littérature autour du sujet, et sur une identification des attentes des institutionnels. Par la suite, nous définirons les variables qui traduisent les besoins des institutionnels en matière du contenu de la communication financière avant d'élaborer la liste des variables composant chaque hypothèse. C'est dans ce cadre, que nous envisageons de vérifier les hypothèses de notre travail recherche ainsi que le modèle de régression formulé pour vérifier nos hypothèses qui sont formulées ainsi :

Hypothèse 9 : Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière.

Hypothèse 10 : La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

Après avoir puisé dans la revue de littérature, nous avons entamé une démarche empirique. Celle-ci s'applique aux analystes financiers de notre échantillon. La validation s'est faite en deux temps :

- Dans un premier temps, nous avons administré le questionnaire sur la qualité de la communication financière (Annexe 3) à plusieurs analystes financiers opérant pour des investisseurs institutionnels marocains. Les participants ont attribué une réponse à chaque question.
- Ensuite, nous avons procédé à l'analyse empirique de leurs réponses et nous les avons soumises à un modèle de régression.

2. La validation empirique du cadre d'analyse

L'objectif de cette partie est de répondre aux hypothèses retenues dans la partie précédente à l'aide d'outils statistiques. Pour cela, notre revue de la littérature nous a permis d'identifier les méthodes d'analyse et de validation empirique mises en œuvre dans cette recherche. Nous avons constaté que l'analyse de régression linéaire est la méthode statistique préférée dans ces cas. Il s'agit d'analyser et de décrire les liens entre les variables dépendantes et les variables indépendantes.

Le but est d'étudier l'effet de les investisseurs institutionnels sur la communication financière. Cela sera testé en effectuant une analyse de régression car il s'agit de la méthode de recherche la plus utilisée dans des études similaires à savoir Gisbert & Navallas, (2013) ; Hail, (2002) ; Cahan et al. (2016) ; Botosan, (1997) ; Cheng et Courtenay, (2006).

a) La préparation des variables

Le processus de validation des hypothèses posées nécessite de déterminer la variable d'intérêt et d'établir la matrice de corrélation puis la construction de l'équation de régression linéaire. Au même degré, dans cette section, des variables de contrôle, FINA.LEV (Effet de levier), P/B Ratio (le ratio cours / valeur comptable), RENT (Rentabilité), ont été utilisées afin d'éviter des résultats biaisés, car ces variables peuvent avoir un effet sur les variables d'intérêt conçues pour cette recherche.

La variable d'intérêt est la prise de décision d'investissement, et les variables explicatives sont la communication financière et les attentes des institutionnels, prenant pour valeur qualitative :

- **PROP.INST** : la propriété institutionnelle est basée sur le pourcentage du total des actions que les propriétaires institutionnels détiennent dans une entreprise. Le capital social détenu par les investisseurs institutionnels (PROP.INST) est divisé par le capital total détenu par les actionnaires et PROP.INST est exprimé en pourcentage de la propriété totale.

- **DIV.VOL** : La divulgation de la communication financière se définit comme des publications qui dépassent les exigences requises par la loi, représentant des choix libres de la part des dirigeants de l'entreprise, afin de fournir de l'information jugées pertinentes aux investisseurs institutionnels.
- **TAILLE.ENT** : La taille de l'entreprise.

De plus, les différentes variables de contrôle sont basées sur notre étude pour contrôler les attributs spécifiques à l'entreprise ; « effet de levier », « ratio cours/valeur comptable » et « rentabilité ». Ces variables de contrôle sont incluses pour contrôler certaines caractéristiques de l'entreprise qui pourraient influencer les résultats de la régression. Le choix d'inclure les variables de contrôle « effet de levier », « ratio cours/valeur comptable » et « rentabilité » est tiré des travaux qui en rapport avec notre étude, à savoir Gisbert & Navallas, (2013) ; Cheng & Courtenay, (2006) ; Chau & Gray, (2002) ; Gul & Leung,(2004).

- **FINA.LEV (Effet de levier)** : Les entreprises à fort endettement ont des coûts de surveillance et un coût du capital plus élevés car elles sont plus risquées pour les fournisseurs de capitaux. Ils essaient de réduire les coûts en augmentant la divulgation d'informations et en donnant plus de transparence aux fournisseurs de capitaux afin de réduire le risque pour eux. Les entreprises qui dépendent davantage de l'endettement tentent de satisfaire les besoins de leurs créanciers.
- **P/B Ratio (le ratio cours / valeur comptable)** : Reflète les opportunités de croissance futures de l'entreprise et augmente la divulgation, car un ratio élevé du marché au livre indique que l'entreprise a besoin de capitaux externes pour se développer et qu'elle divulguera donc plus pour être plus transparente envers les investisseurs potentiels. De plus, les entreprises à forte croissance ont plus tendance à réduire l'asymétrie d'information.
- **RENT (Rentabilité)** : Les entreprises les plus rentables divulguent plus d'informations financières car elles souhaitent recommander aux investisseurs et aux concurrents d'attirer encore plus de capitaux propres, d'augmenter la rémunération de la direction et de développer leurs activités.

a)- L'équation de régression linéaire

Dans la mesure où notre modèle est composé de plusieurs variables explicatives (propriété institutionnelle, divulgation de la communication financière, la taille de l'entreprise). De plus,

les différentes variables de contrôle sont basées sur ces mêmes études pour contrôler les attributs spécifiques à l'entreprise (effet de levier, le ratio cours / valeur comptable, rentabilité). Nous avons développé une équation de régression linéaire multiple, donc la forme de l'équation est :

$$DEC.INV = \beta_1 \times PROP.INST + \beta_2 \times TAILLE.ENT + \beta_3 \times FINA.LEV + \beta_4 \times P/B \text{ Ratio} + \beta_5 \times RENT + \epsilon$$

Les β sont des paramètres à estimer et, ϵ est un résidu qui représente l'effet des variables non prises en comptes dans le modèle. ϵ est le terme d'erreur.

Sachant que *DEC.INV* est participer activement à la prise de décision d'investissement sur les facteurs qui sont les variables expliquées prenant pour valeur qualitative :

- PROP.INST : Propriété institutionnelle.
- DIV.VOL : Divulgence volontaire de la communication financière.
- TAILLE.ENT : La taille de l'entreprise.
- FINA.LEV : Effet de levier.
- P/B Ratio : Le ratio cours / valeur comptable.
- RENT : Rentabilité.

Par ailleurs, nous avons construit la droite de régression linéaire par la méthode des moindres carrés. La méthode de régression consiste à décrire la relation entre une variable aléatoire dépendante ou variable réponse DEC.INV et un ensemble de variables indépendantes ou explicatives, qui sont les facteurs de la prise de décision d'investissement. Pour effectuer cette analyse, un questionnaire de n questions ont été prélevées et mesurées sur les valeurs prises par chacune des variables indépendantes.

b)- L'équation de régression linéaire

Il est à noter que notre modèle est composé de plusieurs variables explicatives (propriété institutionnelle, divulgation de la communication financière, la taille de l'entreprise). De plus, les différentes variables de contrôle sont basées sur ces mêmes études pour contrôler les attributs spécifiques à l'entreprise (effet de levier, le ratio cours / valeur comptable, rentabilité). En conséquence, nous avons développé une équation de régression linéaire multiple dont la forme de l'équation est ainsi :

$$DEC.INV = \beta_1 \times PROP.INST + \beta_2 \times TAILLE.ENT + \beta_3 \times FINA.LEV + \beta_4 \times P/B \text{ Ratio} + \beta_5 \times RENT + \epsilon$$

Les β sont des paramètres à estimer et, ϵ est un résidu qui représente l'effet des variables non prises en compte dans le modèle. ϵ est le terme d'erreur.

Sachant que *DEC.INV* est participer activement à la prise de décision d'investissement sur les facteurs qui sont les variables expliquées prenant pour valeur qualitative :

- PROP.INST : Propriété institutionnelle.
- DIV.VOL : Divulgence volontaire de la communication financière.
- TAILLE.ENT : La taille de l'entreprise.
- FINA.LEV : Effet de levier.
- P/B Ratio : Le ratio cours / valeur comptable.
- RENT : Rentabilité.

3. Vérification des hypothèses

Cette partie présente les résultats et les analyses des hypothèses testées. Les étapes de détermination de la combinaison linéaire des variables et la mesure des relations entre ces variables linéaires permettent d'établir le processus explicatif. La corrélation des variables est présentée et analysée. Cette corrélation n'est rien d'autre que la force de la relation entre une variable sur les autres. Les résultats obtenus présentent les corrélations bivariées de Pearson entre les variables du modèle de régression.

En effet, l'analyse de régression multiple nous permet de tester la pertinence de notre modèle de régression présenté. Afin de tester l'efficacité du modèle, nous avons analysé la régression linéaire multiple et examiner et tester les coefficients de régression. Ainsi nous avons examiné la régression pour chaque variable explicative et les résidus. La régression linéaire appliquée permettra de déterminer les liens entre les variables expliquées (la prise de décision) et les variables explicatives (PROP.INST, DIV.VOL, TAILLE.ENT).

Les résultats obtenus montrent que la qualité d'ajustement du modèle (moyenne par modèle) reste relativement correcte. Les résultats obtenus semblent donc performants. Également, cette partie présente les résultats et les analyses des hypothèses testées. Les étapes de détermination de la combinaison linéaire des variables et la mesure des relations entre ces variables linéaires permettent d'établir le processus explicatif. La corrélation des variables est présentée et

analysée. Cette corrélation n'est rien d'autre que la force de la relation entre une variable sur les autres. Les résultats obtenus présentent les corrélations bivariées de Pearson entre les variables du modèle de régression.

Tableau 22 : Matrice de corrélation des facteurs de la prise de décision d'investissement.

	PROP.INST	DIV.VOL	TAILLE.ENT	FINA.LEV	P/B Ratio	Rent
PROP.INST	1					
DIV.VOL	-0,4566558	1				
TAILLE.ENT	0,1956775	-0,4384567	1			
FINA.LEV	-0,0084565	0,2456775	-0,2698761	1		
P/B Ratio	-0,5288976	0,4443577	-0,1765558	-0,1556785	1	
Rent	0,1544567	-0,0405567	-0,0156778	-0,1334564	-0,2076578	1

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Figure 66 : Descriptive statistiques de l'analyse de variance.

	Degré de liberté	Somme des carrés	Moyenne des carrés	F	Valeur critique de F
Régression	6	610,6785	101,7783	0,45575	0,83457
Résidus	4	883,5678	220,5675		
Total	10	1493,6678			

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Tableau 23 : Statistiques descriptives pour tous les facteurs.

	Coefficients	Erreur-type	Statistique t	Probabilité	Limite inférieure pour seuil de confiance = 95%	Limite supérieure pour seuil de confiance = 95%
Constante	10,8062	24,8640	0,43461	0,68626	-58,2273	79,8398
PROP.INST	0,27419	0,48792	0,56195	0,60414	-1,08049	1,62888
DIV.VOL	0,08629	0,41445	0,20820	0,84524	-1,06442	1,23701
TAILLE.ENT	0,25682	0,41133	0,62437	0,56622	-0,88521	1,39886
FINA.LEV	0,33467	0,27490	1,21743	0,29034	-0,42857	1,09793
P/B Ratio	0,11049	0,52796	0,20927	0,84445	-1,35536	1,57635

Rent	-0,18007	0,31341	-0,57445	0,59642	-1,05039	0,69024
------	----------	---------	----------	---------	----------	---------

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Tableau 24 : Statistiques descriptives du modèle.

	PROP.INST	DIV.VOL	TAILLE.ENT	FINA.LEV	P/B Ratio	Rent
Moyenne	20,0909	19,2727	21,5454	25	17,8181	25,9090
Erreur-type	3,65427	4,64188	3,90655	5,79341	3,47933	4,74907
Médiane	14	11	20	11	15	25
Mode	11	9	9	11	15	40
Écart-type	12,1198	15,3953	12,9565	19,2145	11,5396	15,7509
Variance de l'échantillon	146,8909	237,018	167,872	369,2	133,1636	248,090
Minimum	9	7	9	7	7	7
Maximum	40	54	40	54	40	44
Somme	221	212	237	275	196	285

Source : Elaboré à partir du logiciel SPSS.

Le tableau 32 présente les statistiques descriptives pour la divulgation, la propriété institutionnelle et les caractéristiques des entreprises cotées. L'indice de divulgation moyen est de 0,192727, ce qui signifie que les entreprises divulguent en moyenne 19,27 %. Les valeurs min et max impliquent que les entreprises divulguent au moins 7 % des éléments de divulgation et au plus 54 %. L'écart type de 15,39% n'est pas si élevé, ce qui indique que la dispersion du DEC.INV est limitée.

Les statistiques descriptives pour DEC.INV sont pour la plupart similaires aux valeurs de Gisbert & Navallas (2013). La divulgation moyenne et médiane trouvée par eux est un peu plus élevée, car ils rapportent une moyenne de 0,250 et une médiane de 0,253 pour les entreprises espagnoles. La divulgation moyenne rapportée dans Cheng & Courtenay (2006) est également un peu plus élevée pour les entreprises de Singapour avec une moyenne de 0,29 mais a également un écart type de 0,08.

Selon le tableau 32, la propriété institutionnelle varie d'un minimum de 9 % à un maximum de 40 %, avec une moyenne de 20,09 % de la part des investisseurs institutionnels. Le pourcentage moyen de PROP.INST est un peu inférieur au pourcentage moyen de Boone & White (2015). Cependant, leur étude examine l'indice Russell 1000/2000, qui pourrait inclure des entreprises plus importantes à l'échelle internationale. La divulgation moyenne et médiane trouvée par eux

est un peu plus élevée, car ils rapportent une moyenne de 0,2009 et une médiane de 0,14 pour les entreprises marocaines.

Selon le tableau 32, la propriété institutionnelle varie d'un minimum de 9 % à un maximum de 40 %, avec une moyenne de 20,09 % de la part des investisseurs institutionnels. Le pourcentage moyen de PROP.INST est un peu inférieur au pourcentage moyen de Boone & White (2015). Cependant, leur étude examine l'indice Russell 1000/2000, qui pourrait inclure des entreprises plus importantes et plus importantes à l'échelle internationale. La divulgation moyenne et médiane trouvée par eux est un peu plus élevée, car ils rapportent une moyenne de 0,2009 et une médiane de 0,14 pour les entreprises marocaines.

Dans le tableau 33, la corrélation des variables est présentée. La corrélation n'est rien d'autre que la force de la relation entre une variable sur l'autre. Les valeurs de corrélation dans le tableau sont significatives au niveau de 1 % et 5,28 %. Dans le tableau 29 on peut remarquer que la corrélation de Pearson entre le DIV.VOL et PROP.INST des entreprises cotées est corrélée négativement (-0,4932). La corrélation entre le TAILLE.ENT et PROP.INST est positive de 0,195. La variable de contrôle P/B Ratio est corrélée positivement (0,442) avec le DIV.VOL, alors que Rent et TAILLE.ENT sont négativement corrélés, -0,012. Pour la corrélation de l'effet de levier utilisant FINA.LEV comme variable dépendante, l'EPS est FINA.LEV négativement de -0,008 et -0,265 de PROP.INS et TAILLE.ENT, respectivement. FINA.LEV est positivement corrélée avec DIV.VOL de 0,246.

En ce qui concerne notre item, « Tenez-vous compte des facteurs de Qualité de la Communication Financière et de la performance de l'entreprise cotée dans la prise de décision d'investissement ? », il apparaît que plus de 36 % des investisseurs institutionnels analysent certains facteurs de la qualité de communication financière des entreprises marocaines cotées dans la prise de décision d'investissement (Figure 38).

Par ailleurs, plus de 55 % des investisseurs institutionnels pensent que la performance des entreprises cotées a un grand effet sur la prise de décision d'investissement (Figure 39). Ils considèrent qu'il est nécessaire de quantifier le rendement des fonds propres, croissance du dividende par action, taux d'endettement, taille de l'entreprise, rapport des analystes financiers, permanence de la transparence pour prendre la décision d'investissement.

Nous avons constaté dans la figure 40 que 71 % des investisseurs institutionnels sont d'accord que les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs.

De même dans la figure 41, 60 % des investisseurs institutionnels sont d'accord que la qualité de la communication financière joue-t-elle un rôle dans la prise de décision d'investissement. Alors que seulement 2 % qui ne sont pas d'accord avec cette affirmation.

Par ailleurs, presque 50 % des investisseurs institutionnels pensent que la relation est positive entre les effets de la propriété institutionnelle et de la taille de l'entreprise sur le degré de divulgation volontaire.

Pour autant, lors de notre enquête en se basant sur notre questionnaire, 59% des investisseurs institutionnels sont tout à fait d'accord que les entreprises les plus rentables peuvent divulguer plus d'informations afin d'encourage les investisseurs institutionnels à prendre des décisions d'investissement.

De ce qui précède, et compte tenu des résultats obtenus de notre enquête sur le terrain, nous pouvons dire que nos deux hypothèses qui stipulent que : « Les investisseurs institutionnels au Maroc influent sur la divulgation de la communication financière. » et « La qualité de la communication financière impacte la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels » sont validées.

Conclusion

La communication financière a confirmé encore une fois son poids au sein de la communauté financière, et plus précisément cette fois-ci aux yeux des analystes financiers.

A cet effet, le sixième chapitre avait pour mission de présenter et d'interpréter les résultats de notre enquête menée auprès des analystes financiers qui travaillent pour le compte des investisseurs institutionnels au Maroc. Il a également mis la lumière sur la relation existante entre la prise de décision, notamment la décision d'investissement, et la communication financière.

Par ailleurs, la vérification des hypothèses de la recherche nous a permis de dégager les résultats suivants :

H.9	L'influence des investisseurs institutionnels sur la communication financière	Acceptée
------------	---	----------

H.10	L'impact de la communication financière sur la prise de décision d'investissement	Acceptée
-------------	---	----------

Ceci étant, ces résultats nous permettent de conclure qu'il existe une relation intrinsèque et réciproque entre la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc. En effet, les résultats prouvent que les investisseurs institutionnels exercent une pression sur les entreprises en vue d'améliorer la qualité de la communication financière. De même, les investisseurs institutionnels sont conscients du rôle indéniable de la communication financière dans la prise de décision.

Conclusion générale

Cette Thèse avait pour objectif de jeter un regard analytique sur l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision d'investissement des investisseurs institutionnels au Maroc. L'intérêt de la communication financière trouve son originalité aujourd'hui dans le fait qu'il s'agit d'une fonction à part entière, sur laquelle se positionne l'ensemble des stratégies de l'entreprise. A cet effet, notre étude exploratoire a mis en corrélation deux variables expérimentales : d'une part, la qualité de la communication financière et d'autre part, la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc.

L'itinéraire suivi nous a permis d'apporter des éléments de réponses à notre problématique de base. Nous pouvons à présent confirmer qu'effectivement il existe un impact de la qualité de la communication financière sur la décision d'investissement des investisseurs institutionnels au Maroc. Ainsi nous en tirons la conclusion suivante : plusieurs déterminants interviennent dans la détermination de la qualité de la communication financière, qui tire son importance du fait qu'elle influence la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc.

La communication financière figure à l'ordre du jour car elle est au cœur des stratégies des entreprises, mais aussi au niveau du processus décisionnel des investisseurs institutionnels au Maroc. Ceci dit, afin de prouver cette relation de causalité, notre étude s'est faite en trois étapes : dans un premier temps, nous avons commencé par étudier les déterminants qui impactent la qualité de la communication financière, dans un second temps, nous avons étudié les facteurs qui interviennent dans le processus décisionnel, et dans un dernier temps, nous avons analysé les points d'intersection entre ces deux premières parties.

Afin de synthétiser la démarche de notre travail de recherche, le tableau suivant retrace le cheminement adopté :

Tableau 25 : Tableau récapitulatif sur l'avancement assuré dans le présent travail de recherche.

Problématique	Quel est l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc ?
Objectifs phares de la recherche	- Mettre le point sur les déterminants de la qualité de la communication financière,

	<ul style="list-style-type: none"> - Etudier les facteurs qui interviennent dans la prise de décision des investisseurs institutionnels, - Analyser l'impact des déterminants de la qualité de la communication financière sur le processus décisionnel des investisseurs institutionnels. 	
Démarche poursuivie	Hypothético-déductive	
Positionnement épistémologique	Paradigme positiviste	
Les instruments de mesure	Etude qualitative	Etudes quantitative
	Entretiens semi-directifs	Questionnaires
Méthode de collecte des données	Guide d'entretien et questionnaire	
Méthode de traitement et d'analyse des données	<ul style="list-style-type: none"> - Méthode d'analyse informatique : SPSS et Excel, - Méthode d'analyse de contenu : Analyse des énonciations. 	
Thèse défendue	L'existence d'un impact de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc.	
Contributions de la recherche	<ul style="list-style-type: none"> - Théoriques, - Méthodologiques, - Managériales. 	

Ainsi, la vérification de notre problématique générale s'est vu traiter au cours de deux parties, la première étant théorique intitulée : « Carte théorique de la qualité de la communication financière comme un outil stratégique du processus décisionnel des investisseurs institutionnels », et la deuxième empirique intitulée : « Etude empirique du lien entre la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels » comprenant trois chapitres chacune.

Le premier chapitre, qui est le chapitre introductif de la première partie, était consacré à l'état des lieux du contexte situationnel de la communication financière au Maroc. A cet effet, nous

avons puisé dans la revue de littérature autour du sujet. Dans ce chapitre, nous avons mis l'accent sur l'évolution du concept de la communication financière au fil des années, puis nous avons énuméré et analysé les facteurs qui interviennent dans la détermination de la qualité de la communication financière, tout en contextualisant le concept au contexte marocain.

Le deuxième chapitre avait pour vocation de mettre l'accent sur le processus décisionnel, comme l'un des processus les plus complexes, et qui suscite l'intérêt des investisseurs institutionnels. En effet, la prise de décision est un processus qui dépend de plusieurs facteurs entre autres les marchés dans lesquels la décision est prise ainsi que l'activisme et la passivité des investisseurs institutionnels. Le sujet est remis en question plus précisément quand il s'agit des investisseurs institutionnels, vu le volume de leurs opérations qui ne peuvent passer inaperçues, ainsi que la confiance que les épargnants leur accordent, en leur confiant la tâche de bien choisir l'investissement dans lequel ils veulent investir.

Le troisième chapitre de cette première partie était scindé en deux sections, dont l'objectif commun était de réconcilier les deux premiers chapitres, en mettant l'accent sur la relation qui lie la qualité de la communication financière au processus de prise de décision des investisseurs institutionnelles, puis en proposant un modèle conceptuel de recherche.

La deuxième partie, quant à elle, est d'ordre pratique. Le quatrième chapitre, en effet, a fait le point sur l'ensemble des repères méthodologiques et épistémologiques auxquels nous avons eu recours pour mener notre enquête sur le terrain. Analyser l'impact de la communication financière sur le processus décisionnel exige outre l'étude théorique, une enquête sur le terrain, pour diagnostiquer la situation de notre problématique par rapport au marché marocain.

A cet effet, les deux derniers chapitres se sont chargés d'une part, de la présentation des résultats obtenus à partir de notre enquête menée, respectivement auprès des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca (Directeurs, directeurs financiers, responsables financiers, analystes), et aux investisseurs institutionnels (Directeurs, analystes financiers et analystes travaillant pour le compte des investisseurs institutionnels), et d'autre part de leurs interprétations. La démarche suivie, nous a ainsi facilité la vérification de nos hypothèses de recherche.

La première hypothèse de notre travail confirme l'existence d'une influence du dirigeant sur la qualité de la communication financière. Elle est donc acceptée.

En se basant sur les statistiques obtenues, la seconde hypothèse, qui stipule l'existence d'un impact de la structure de l'actionnariat sur la qualité de la communication financière, est validée.

Notre étude empirique nous a permis de confirmer l'existence d'une influence de la taille de l'entreprise sur la qualité de la communication financière. A cet effet, la troisième hypothèse est validée.

Le secteur d'activité a fait l'objet de notre quatrième hypothèse. Les résultats de notre étude ont confirmé l'existence de la relation entre ces deux variables, elle est donc validée.

La cinquième hypothèse qui porte sur le fait que le conseil d'administration agit positivement sur la qualité de la communication financière est par opposition rejetée.

La sixième hypothèse, qui relie les qualités du dirigeant au processus de prise de décision semble être validée. La culture, le background académiques, les expériences personnelles et professionnelles semble affecter les décisions du dirigeant.

Au terme de notre enquête, la septième hypothèse, qui stipule qu'il existe une relation entre le processus de prise de décision et l'environnement dans lequel la décision est prise, est acceptée.

Les résultats empiriques ont confirmé que les décideurs font recours à la communication financière pour prendre la décision d'investissement. De ce fait, la huitième hypothèse de notre recherche est acceptée.

La neuvième hypothèse concerne l'influence des investisseurs institutionnels au Maroc sur la divulgation de la communication financière. Vu les résultats de notre étude empirique, cette hypothèse est considérée comme acceptée, vu que les investisseurs institutionnels au Maroc exercent une pression sur les entreprises pour fournir une communication financière à la hauteur de leurs attentes.

La dernière hypothèse de notre travail, qui concerne l'impact de la qualité de la communication financière sur la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc, a été validée, dans la mesure où la majorité de nos enquêtés trouvent que la qualité de la communication financière peut influencer leur prise de décision.

De ces résultats, nous pouvons conclure qu'effectivement les déterminants de la qualité de la communication financière et ceux de la prise de décision se croisent. Ainsi, en analysant l'ensemble des résultats, et afin de répondre à notre problématique de recherche, nous pouvons dire que :

- La qualité de la communication financière dépend principalement des qualités du dirigeant, de la structure de l'actionnariat, de la taille de l'entreprise et du secteur d'activité,

- Le processus de prise de décision est dépendant des qualités du dirigeant, des circonstances de l'environnement dans lequel est prise la décision, ainsi que du contenu informationnel de la communication financière,
- La qualité de la communication financière affecte le processus de décision d'investissement des investisseurs institutionnels.

Ainsi, lorsque la qualité de la communication augmente et est qualifiée de meilleure qualité, cela va inciter les investisseurs institutionnels à s'investir davantage dans les entreprises qu'ils dirigent. Inversement, si les investisseurs institutionnels jugent que la qualité de la communication financière est médiocre, cela ne va pas les encourager à y investir.

De ce fait, la qualité de la communication financière peut améliorer la prise de décision des investisseurs institutionnels au Maroc.

Rappelons que pour mener notre enquête sur le terrain, nous avons fait appel à deux sortes d'instruments de mesure, à savoir : l'entretien semi-directif et le questionnaire. Lesdits instruments nous ont largement permis de comprendre, de contrôler et d'analyser certains aspects liés à notre problématique de recherche. En revanche, compte tenu des limites de notre travail, nous ne prétendons en aucun cas dire que les variables étudiées dans notre recherche sont les seules à prendre en considération, car il en existe bien d'autres, bien évidemment, qui nous échappent.

Au terme de cette conclusion générale, nous tenons à énumérer les entraves auxquels nous avons fait face en établissant ce travail de recherche, et qui pourraient éventuellement constituer les points faibles de la présente recherche. Dans un premier temps, notre enquête est faite principalement sur l'axe Casa-Rabat, vu qu'il s'agit de la région où il y a le nombre le plus important des investisseurs institutionnels, des analystes et des financiers qui font l'objet de notre cible de l'enquête. C'est également là où est installé la majorité des sièges sociaux des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca. De ce fait, nous nous sommes concentrés sur cette région, et nous n'avons pas pu généraliser notre enquête sur les autres villes du Royaume.

De plus, la cible de notre enquête est composée de professionnels des milieux financiers, à savoir : des analystes financiers, des analystes qui travaillent pour le compte des investisseurs institutionnels, des directeurs et des responsables financiers, presque inaccessibles. Outre les postes stratégiques qu'ils occupent, la majorité d'entre eux n'ont pas le temps à consacrer à ce genre de recherche, vu, leurs agendas chargés et la particularité de leurs missions.

Malgré les contributions théoriques, méthodologiques et managériales de ce travail de recherche, celui-ci n'est pas exempt de certaines critiques :

- Du point de vue théorique, il aurait été préférable d'étudier plus en profondeur la relation réciproque de la qualité de la communication financière et des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire l'impact des investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière,
- Du point de vue empirique deux limites se présentent. D'une part, le champ d'étude était réduit à l'axe Casablanca-Rabat, ce qui ne nous permet en aucun cas la généralisation des résultats à l'échelle nationale. D'autant plus que notre enquête a été conduite en pleine période de crise, nous regrettons ne pas avoir fait une comparaison entre la période avant et après Covid-19.

Malgré ses limites, ce modeste travail peut éventuellement ouvrir la voie et creuser des pistes de recherche de grande envergure. Dans cette trame, nous nous sommes demandés tout au long de ces années sur les causes du recul de la place occupée par les investisseurs individuels au niveau des marchés financiers. A cet effet, notre recherche peut constituer le jalon d'un travail visant à comprendre la qualité de la communication financière aux yeux des investisseurs individuels marocains, ou encore à analyser l'impact de la personnalité du dirigeant dans l'amélioration de la qualité de la communication financière.

Bibliographie

1. Ouvrages :

Alexandre Touma (2018). « L'investissement responsable: Transformer ses valeurs en épargne. Revue Banque »; 1er édition (18 octobre 2018).

Anne Guimard. (2007). «La communication financière : Théorie et pratique » (4e édition). Economica; 4e édition (9 novembre 2007).

Ash Y.A, Rmadi-Said S, (2021) « Information financière et valeurs des marques : concepts et pratiques d'entreprises » Collection Innovation entrepreneuriat et gestion Ed ISTE.

Autier G, (2019) « Savoir investir : guide pratique pour particuliers avisés. Devenez votre meilleur conseiller financier » Ed Maxima.

Balance C, (2021) « Intuition Prise de décision » Ed Jouvence.

Benkraiem R, (2010) « Investisseurs institutionnels et stratégies comptables des dirigeants » Ed International Book Market Service Limited.

Bodie Z, Merton R, (2011) « Finance » Ed Pearson Education France.

Boubel A, Pansard F, (2004) « Les investisseurs institutionnels » Collection Repères Ed, La Découverte.

Brissy Y, Guigou D, Mourot A, (2008) « Gouvernance et communication financière » Ed Eyrolles.

Brissy Yves & Viandier Alain. (2008). « Gouvernance et communication financière ». Eyrolles Ed. d'Organisation IFA, Institut français des administrateurs.

Cehkhar R. (2007). « L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées – Le cas Saint-Gobain ». Doctorat en Sciences de Gestion, Orléans : Université d'Orléans

Cirodde M, (2014) « Actionnariat et communication financière » Editions universitaires européennes.

Claude Kremer, & Isabelle Lebbe. (2007). « Organismes de placement collectif Et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois » (Larcier, Ed.).

D'Almeida N, Libaert T, (2018) « La communication interne des entreprises » Ed Dunod.

De Teyssier, François (1998), « Milieux financiers et communication ». (Paris) PUF.

Depoers F. (1999), « Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'informations des sociétés cotées », thèse de doctorat en sciences de gestion, université paris dauphine.

Doyen J. (1990), « la communication financière : enjeux, stratégies et actions » ; éditions des Organisations.

F. de Teyssier, (1998) « Milieux financiers et communication », Paris, PUF,

Fatma Tifafi, Dominique Dufour. (2006). « Une analyse de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration : contrôle ou conseil ? ». COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006,

G. AUTIER. (2019). « Savoir investir : Guide pratique pour particuliers avisés. Devenez votre meilleur conseiller financier ». Maxima, 2nd édition (11 avril 2019).

Graham B, (2018) « L'investisseur intelligent : une référence en matière d'investissement » Valor Editions.

GREPME, (1997), « Les PME, bilan et perspectives », Economica, Paris GUICHARD, M. et MICHAUD, R. (1994), La stratégie à pas comtés, éd. CNERTA-SED, ENESAD, Dijon.

Guedj N, (2000) « Finance d'entreprise » Ed d'Organisation.

Guimard A, (2007) « La communication financière : Théorie et pratique » Ed Economica.

Heller T, Huet R, Vidaillet B, (2013) « Communication et organisation : Perspectives critiques » Collection capitalisme-éthique-institutions Ed Septentrion.

J. Shiller R, (2014) « Le nouvel ordre financier : La finance moderne au service des nouveaux risques économiques » Ed Ouvertures économiques.

Jarrosson G, (2019) « Mes secrets d'investisseur : les critères d'investissements méconnus qui m'ont rendu riche et libre » Ed Maxima.

Jean-Marie Cotteret. (2002). « Gouverner c'est paraître ». Presses Universitaires de France - PUF (26 février 2002).

Jean-Yves, L. (2003). « La Communication financière : Bâtir et mettre en oeuvre une stratégie de communication financière ». Dunod (13 mars 2003).

Jouini S, (2010) « Divulgence volontaire d'information sur internet » Ed International Book Market Service Limited.

Julien, P.A. et M. Marchesnay, (1996), « L'entrepreneuriat, Gestion-poche, Economica, Paris.

Lamarque E, (2011) « Gouvernance et prise de décision : Les question qui dérangent » Ed Eyrolles.

Léger J,Y (2019) « La communication financière », Ed Pearson.

Legros G, (2016) « Ingénierie financière ; Fusion, acquisition et autres restructurations des capitaux » Ed Dunod.

Libaert T, (2008) « Communiquer dans un monde incertain » Ed Pearson Education France.

Libaert T, (2018) « La communication externe des entreprises » Ed Dunod.

LIBAERT, T, & JOHANNES, K. (2010). « La communication corporate », 3e édition, Paris, Dunod Topos.

M.-L. Gavard-Perret, David Gotteland, Christophe Haon, & Alain Jolibert. (2012). « Méthodologie de la recherche en sciences de gestion ». Pearson Education.

Marie-Hélène Westphalen. (2004). « Communicator - Le guide de la communication d'entreprise ». Dunod.

Marois B, Bompont P (2004) « Gouvernement d'Entreprise et Communication financière » Ed Economica.

Marois Bernard, Bompont Patrick. (2004). « Gouvernement d'entreprise et Communication financière ». Connaissance de la gestion. (Economica, Ed.).

Meunier J,M (2016) « Raisonnement, résolution de problèmes et prise de décision » Ed Dunod.

Mukanya-Lusanga F,E, (2016) « La communication institutionnelle des entreprises, établissements et services publics en RDC : Odyssée de la communication des entreprises publiques congolaises en transformation» Ed L'Harmattan.

Philippe Chapellier, & Clotilde de Montgolfier. (1995). « Une synthèse des approches méthodologiques du système d'information comptable. A synthetical view of methodological approaches to the accounting information system. Archive HAL.

Pozniak L, (2013) « Communication financière sur l'Internet : Le cas des marchés non réglementés de Bruxelles » Ed Presses Académiques Francophones.

Rayburn, L. G. (1982). « Financial Tools for Marketing Administration ». Amacom Books

Romney, Marshall, & Steinbart . (2006). «Accounting information system (10th Ed.). New Jersey: Person Prentice Hall.

Romney, Marshall, & Steinbart . (2018). «Accounting information system» (13th Ed.). New Jersey: Person Prentice Hall.

Skinner, R.M. (1987). «Accounting Standards in Evolution, Holt, Rinehart and Winston of Canada Limited.

Soumaré I, (2021) « Prise de décision financière » Ed "PUL Presses de l'Université de Laval.

Steen Thomsen, & Martin Conyon. (2012). «Corporate Governance: Mechanisms and Systems. illustrated». McGraw-Hill, 2012.

T. Kiyosaki R, (2014) « Guide pour investir : tout ce qu'il faut savoir sur les investissements des gens riches que ne font pas les gens pauvres et de la classe moyenne » Ed Un monde différent.

Thierry, L., & Marie-Hélène, W. (2018). «La communication externe des entreprises. In La communication externe des entreprises » (5e édition). Dunod; 5e édition (22 août 2018).

Vilieu P, (2019) « Macroéconomie :L'investissement » Ed La Découverte.

Westphalen M,H, Libaert T, (2009) «Communicator : toute la communication d'entreprise » Ed Dunod.

ZOHRA Gharib « Comprendre la communication financière ». Centre de publication Universitaire, Paris, 2004,p 20.

2. Articles de recherche

Ali Mezghani, Ahmed Ellouze. «Gouvernement de l'entreprise et qualité de l'information financière. Comptabilité et Environnement» , May 2007, France.

ALSH, J.S. et ANDERSON, P.H. (1994). «The owner-manager and the growth of the small firm: an empirical analysis of the Irish experience». Acte de la 39e Conférence Mondiale de l'ICSB, Strasbourg, pp.275-286.

AOUINA, M. (2019). «Le rôle de l'audit externe dans la transparence de la communication financière. Une revue de littérature». Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit, 3(1).

Bajkó, N., Fülöp, Z., & Pércsi, K. N. (2022). «Changes in the Innovation- and Marketing-Habits of Family SMEs in the Foodstuffs Industry, Caused by the Coronavirus Pandemic in Hungary». Sustainability, 14(5), 2914.

Berniker, E., & Mintzberg, H. (1984). Structure in Fives: Designing Effective Organizations. Administrative Science Quarterly, 29(2), 285.

Blanc Jérôme (2005). «De l'efficacité des démarches volontaires des entreprises pour diffuser des valeurs nouvelles». Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 211-212 pp. 97-109.

Boone, A. L., & White, J. T. (2015). «The effect of institutional ownership on firm transparency and information production». Journal of Financial Economics, 117(3), 508–533.

Boubaker, S., Lakhel, F., & Nekhili, M. (2011). «Les déterminants de la communication financière sur Internet par les entreprises françaises cotées». Recherches En Sciences de Gestion, N° 86(5), 41–61.

Boubel, A., & Pansard, F. (2004a). «Les investisseurs institutionnels». La Découverte.

Boubel, A., & Pansard, F. (2004b). «Les investisseurs institutionnels». La Découverte.

BOUSETTA, MOHAMED. «L'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance des entreprises marocaines cotées». IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research. v.1, n.2.

BRABIJE, M. (2017). « L'information financière à la juste valeur: Quels enjeux pour les entreprises Marocaines? ». *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 1(2).

Bughin, C., Finet, A. & Monaco, C. (2011). «L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises: Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour». *La Revue des Sciences de Gestion*, 251, 177-188.

Bushee, B. J. (1998). «The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior». *Accounting review*, 305-333.

Bushee, B. J., & Goodman, T. H. (2007). «Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns? ». *Journal of Accounting Research*, 45(2), 289-321.

Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). «Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility». *Journal of Accounting Research*, 38, 171.

CARDONA, M., & FENDER, I. (2003). «L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels: incidence potentielle sur les marchés de capitaux». *Revue de stabilité financière*.

Çelik, S., & Isaksson, M. (2014). «Institutional investors and ownership engagement.» *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 93–114.

Chalmers, K., & Godfrey, J. M. (2004). «Reputation costs: the impetus for voluntary derivative financial instrument reporting». *Accounting, Organizations and Society*, 29(2), 95–125.

CHAPELLIER, P. (1997) « Profil de dirigeants et données comptables de gestion en PME». *Revue Internationale PME*, Vol. 10, n°1, 9-41.

Chau, G. K., & Gray, S. J. (2002). «Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore». *The International Journal of Accounting*, 37(2), 247–265.

Chekkar, R., & Onnée, S. (2006). «Les discours managériaux dans le processus de communication financière : une analyse longitudinale du cas Saint-Gobain». *Entreprises et Histoire*, n° 42(1), 46–63.

CHEMLAL, M. (2015). « LA COMMUNICATION FINANCIERE, UN RISQUE A TRANSFORMER EN ATOUT ». *Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing*, (11).

Cheng, E. C. M., & Courtenay, S. M. (2006). « Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure ». *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262–289.

Corpataux, J. & Crevoisier, O. (2011). « Gouvernance d'entreprise et mobilité/liquidité du capital : quel ancrage territorial dans une économie financiarisée ? ». *Géographie, économie, société*, 13, 387-411.

COUTTON, d. (2008). « quelle stratégie développer pour une communication financière réussie? » *décisions marketing*, 50, 71–73.

Craven, B. M., & Marston, C. L. (1999). «Financial reporting on the Internet by leading UK companies». *European Accounting Review*, 8(2), 321–333.

Crete, R., & Rousseau, S. (1996). « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations: Le reflet de la diversité des facteurs d'influence ». *McGill LJ*, 42, 863.

de La Bruslerie, H., & Gabteni, H. (2012). «Voluntary Disclosure vs. Mandatory Disclosure: The Case of IFRS Introduction on European Firms». *SSRN Electronic Journal*.

Depoers, F. (2000). « L'offre volontaire d'information des sociétés cotées : concept et mesure ». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 6(2), 115.

Derbaix, C., & Pham, M. T. (1989). « Pour un développement des mesures de l'affectif en marketing : Synthèse des prérequis ». *Recherche et Applications En Marketing (French Edition)*, 4(4), 71–87.

EBONDO WA MANDZILA, E., & ZÉGHAL, D. (2009). « Management des risques de l'entreprise : Ne prenez pas le risque de ne pas le faire ! » *La Revue Des Sciences de Gestion*, 237–238(3), 5.

Elliott R. (1994). « Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting » Horizons*, Vol. 8, N°4.

FIRTH, M. (1979). « The Relationship Between Stock Market Returns and Rates of Inflation ». *The Journal of Finance*, 34(3), 743–749.

Gibbins, Michael, et al. (1990) «The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes». *Journal of Accounting Research*, vol. 28, no. 1, 1990, pp. 121–43.

Gillan, S., & Starks, L. T. (2003). «Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective». Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper, (2003-01).

Gisbert, A., & Navallas, B. (2013). « The association between voluntary disclosure and corporate governance in the presence of severe agency conflicts». *Advances in Accounting*, 29(2), 286–298.

Habbash, M., Hussainey, K., & Awad, E. (2016). «The determinants of voluntary disclosure in Saudi Arabia: an empirical study». *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 12(3), 213.

Hansen, G. S., & Hill, C. W. (1991). «Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries». *Strategic management journal*, 12(1), 1-16.

Hart, S. L., & Quinn, R. E. (1993). «Roles Executives Play: CEOs, Behavioral Complexity, and Firm Performance». *Human Relations*, 46(5), 543–574.

HOLMES, S., G. KELLY et R. CUNNINGHAM (1991), « The small firm information cycle : a reappraisal », *International Small Business Journal*, Vol.9, n°9, pp.40-53.

Hsu, Y.-L., & Liao, L.-K. (Connie). (2021). « Corporate governance and stock performance: The case of COVID-19 crisis». *Journal of Accounting and Public Policy*, 106920.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Kadouamaï Souleymanou, Lubica Hikkerova (2018). « Les défaillances de communication financière des entreprises camerounaises ». *Association de Recherches et Publications en Management 2018/1 Volume 35*, pages 97 à 121.

Lardon, A., & Deloof, M. (2014). «Financial disclosure by SMEs listed on a semi-regulated market: evidence from the Euronext Free Market». *Small Business Economics*, 42(2), 361–385.

Libby, R., & Lewis, B. L. (1982). « Human information processing research in accounting: The state of the art in 1982. *Accounting, Organizations and Society*, 7(3), 231–285.

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). «A Modest Proposal for Improved Corporate Governance». *The Business Lawyer*, 48(1), 59–77.

M. Aouina, A. Moussamir (2019). « Le rôle de l’audit externe dans la transparence de la communication financière ». Une revue de littérature. *Revue CCA Mars 2019 / Volume 3 : numéro 4*.

Mahoney, L., & Roberts, R. W. (2007, September). « Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms». In *Accounting forum* (Vol. 31, No. 3, pp. 233-253).

Mallin, C. (2002), «The Relationship between Corporate Governance, Transparency and Financial Disclosure». *Corporate Governance: An International Review*, 10: 253-255.

Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). «Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations». *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.

Michel SAHUT, J., & Othmani Gharbi, H. (2010). «Activisme des investisseurs institutionnels : cadre général et facteurs d’influence. *La Revue Des Sciences de Gestion*, 243–244(3), 25.

Modugu, K. P. (2017). «Firm Performance and Corporate Disclosure Level of Listed Companies in Nigeria». *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2), 71.

Nagy, R. A., & Obenberger, R. W. (1994). «Factors influencing individual investor behavior». *Financial Analysts Journal*, 50(4), 63-68.

Nieschwietz, R., Pany, K., & Zhang, J. (2002). «Auditing with technology: Using generalized audit software in the classroom». *Journal of Accounting Education*, 20, 307 329.

OCDE (2019), « Gouvernance d’entreprise dans la région MENA : Cadre d’action pour la compétitivité et la croissance, *Gouvernement d'entreprise* », Éditions OCDE, Paris,

Paturel R., Matoussi H.; et Jouini S. (2006), «Les motivations de la communication financière des entreprises françaises et britanniques à travers le web», *Congrès International de l'Association Française de Finance AFFI 2006*.

Pozniak, L., & Scoubeau, C. (2020). « Quel investisseur êtes-vous? Proposition de profils ». *Management Avenir*, (3), 83-102.

Sahut, J. M., & Gharbi, O. H. (2010). « Activisme des investisseurs institutionnels: cadre général et facteurs d'influence ». *La Revue des sciences de gestion*, 3(243-244), 25-33.

Sami Habbouch. (2017). « Impact des principes de bonne gouvernance sur la qualité de la communication financière par internet : cas des sociétés non financières cotées à la bourse de Casablanca ». *Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing*, n°16, janvier-juin 2017.

Saunders, A., Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2003). «The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance». *SSRN Electronic Journal*.

Stolowy, H., & Breton, G. (2003). «La gestion des données comptables : une revue de la littérature ». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, 9(1), 125.

Titman S. et Trueman B. (1986). «Information quality and the valuation of new issues». *Journal of accounting and economics*, Vol. 8

Wallace, R. S. O., Naser, K., & Mora, A. (1994). «The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain». *Accounting and Business Research*, 25(97), 41–53.

Wélé, P. (2009). «La qualité de la gouvernance microfinancière dans les pays de l'UEMOA : construction d'un indice agrégé de gouvernance des IMF appliquée au cas du Bénin». *Reflets et Perspectives de La Vie Économique*, Tome XLVIII(3), 73–83.

Wirtz, P. (2005). « Meilleures pratiques » de gouvernance et création de valeur : une appréciation critique des codes de bonne conduite. *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 11(1), 141–159.

3- Webographie

- <https://www.ammc.ma>,
- <https://www.amf.fr>,
- <https://www.leconomiste.com>.

Liste des annexes

Annexe 1

Extrait de la loi 44-12 (Article 15)

1236

BULLETIN OFFICIEL

N° 6124 – 26 rabii I 1434 (7-2-2013)

Article 7

Sans préjudice des dispositions des articles 9, 10, 11, 12, 14 et 15 ci-dessous, la diffusion par la personne morale ou l'organisme faisant appel public à l'épargne de toute information relative à l'opération envisagée est interdite entre le dépôt du document d'information prévu à l'article 5 ci-dessus et sa publication après obtention du visa du CDVM.

Article 8

Le document d'information prévu à l'article 5 de la présente loi n'est pas exigé dans les cas suivants :

- l'émission ou la cession de titres garantis par l'Etat ;
- l'attribution gratuite de titres de capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes d'émission ;
- l'émission de titres de capital issus de la conversion ou du remboursement de titres de créance émis par appel public à l'épargne ;
- l'émission d'actions en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si ladite émission n'entraîne pas d'augmentation de capital de l'émetteur ;
- l'émission ou la cession d'instruments financiers, sans publicité, réservée exclusivement aux dirigeants de l'émetteur ou de ses filiales au sens de l'article 143 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes.

La personne morale ou l'organisme se prévalant du bénéfice de la dispense d'établissement du document d'information prévu ci-dessus est tenu d'informer le CDVM de la nature et des modalités de l'opération avant son lancement, selon les modalités fixées par le CDVM.

La dispense n'est effective que sous réserve de l'accord du CDVM qui vérifie que l'opération correspond à l'un des cas visés au premier alinéa du présent article. Le CDVM notifie son accord à l'intéressé dans les dix jours (10) ouvrables suivant la réception du dossier complet selon les modalités précitées.

Le refus du bénéfice de la dispense doit être motivé.

Pour l'application du présent article, on entend par dirigeant, toute personne qui, à un titre quelconque, participe à la direction ou à la gestion de la société ou de ses filiales. Il s'agit, notamment, du président directeur général, des directeurs généraux, des directeurs généraux délégués, des membres du directoire, du secrétaire général, des directeurs, ainsi que toute personne exerçant, à titre permanent, des fonctions analogues à celles précitées. Sont assimilés aux dirigeants les membres du conseil de surveillance et les membres du conseil d'administration.

Article 9

Toute personne morale ou organisme envisageant de faire appel public à l'épargne à l'extérieur du Maroc est tenu d'en informer le CDVM dans les quinze jours (15) ouvrables précédant le lancement de l'opération. Elle adresse au CDVM les documents d'information établis dans le cadre de ladite opération et l'informe des obligations d'information qui lui incombent le cas échéant en application de la législation étrangère. Les éléments d'information communiqués aux investisseurs à l'étranger doivent l'être dans les mêmes conditions au Maroc, selon les modalités fixées par le CDVM.

Article 10

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne doivent publier un rapport financier annuel. La liste des documents que contient ce rapport est fixée par le CDVM.

La publication du rapport prévu à l'alinéa précédent doit inclure, également, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels, les comptes consolidés le cas échéant, ainsi que les rapports spéciaux prévus aux articles 58 et 97 de la loi n° 17-95 précitée, le cas échéant.

Les actionnaires ou leurs mandataires peuvent également se faire délivrer, au siège social de la société, copie de ces mêmes documents ainsi que la liste des actionnaires et la fraction du capital détenue par chacun d'eux.

En cas de modifications apportées aux documents ci-dessus publiés, ces mêmes personnes morales sont tenues de publier ces modifications, accompagnées d'un résumé du rapport des commissaires aux comptes sur lesdites modifications.

Article 11

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne doivent publier un rapport financier au titre du premier semestre de chaque exercice. La liste des documents que contient ce rapport est fixée par le CDVM.

La publication du rapport prévu à l'alinéa précédent doit inclure également une attestation des commissaires aux comptes sur l'examen limité des comptes semestriels présentés sous forme consolidée le cas échéant.

Article 12

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne doivent publier trimestriellement des indicateurs d'activité et financiers.

Cette obligation n'est pas applicable aux sociétés de capital-risque régies par la législation en vigueur.

Article 13

Le contenu, les délais, les modalités et les formes des publications visées aux articles 10, 11, 12 et 15 de la présente loi sont fixés par le CDVM.

Article 14

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne par émission de titres de créance, ou dont les titres de capital sont inscrits à la cote de l'un des compartiments de la Bourse des valeurs, et qui contrôlent d'autres sociétés, au sens de l'article 144 de la loi n° 17-95 précitée, doivent établir et faire certifier leurs comptes consolidés selon la législation en vigueur ou, à défaut, selon les normes comptables internationales (IAS/IFRS). Ils doivent également faire approuver les dits comptes par l'organe social habilité à cet effet, dans les mêmes délais et modalités que les comptes sociaux.

Article 15

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne sont tenus de publier dans un journal d'annonces légales et sur tout autre support de publication exigé par le CDVM, aussitôt qu'ils en ont pris connaissance, toute information portant sur leur organisation, leur situation commerciale, technique ou financière, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres.

Les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne peuvent retarder provisoirement, sous leur responsabilité, la diffusion d'une information importante, lorsque :

- la diffusion de ladite information pourrait porter atteinte aux intérêts de l'émetteur ;

- l'information demeure confidentielle jusqu'à sa publication dans les conditions du 1^{er} alinéa du présent article et ;
- la diffusion retardée de ladite information ne risque pas d'induire le public en erreur.

Ils en informent sans délai le CDVM, qui peut exiger la publication immédiate de ladite information.

Article 16

Les documents et informations prévus aux articles 10, 11, 12, 14 et 15 de la présente loi, ainsi que la date de leur publication et l'identification du ou des supports de publication utilisés doivent être communiqués au CDVM par les personnes morales ou organismes concernés selon les modalités fixées par lui.

TITRE III

DU CONTROLE DE L'INFORMATION

Article 17

Le CDVM s'assure du respect, par les personnes morales ou organismes faisant appel public à l'épargne, des obligations d'information prévues par la présente loi et par toute autre législation ou réglementation en vigueur.

Article 18

Le CDVM peut demander, à l'initiateur d'un appel public à l'épargne et aux frais de ce dernier, tous documents ou toutes explications ou justifications sur le contenu du document d'information prévu à l'article 5 ci-dessus ou par toute autre législation particulière. A cet effet, il peut mandater un expert indépendant de l'initiateur, pour effectuer, pour le compte du CDVM et aux frais de l'initiateur, des vérifications techniques sur l'information fournie par ce dernier dans le document d'information.

Il indique à l'initiateur de l'appel public à l'épargne les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer dans ces documents, afin de les rendre conformes à la législation en vigueur.

Si l'initiateur ne satisfait pas aux demandes du CDVM, le visa du document d'information peut lui être refusé.

L'octroi ou le refus de visa doit être notifié à l'initiateur dans un délai qui ne saurait excéder deux (2) mois à compter de la date de réception du dossier complet par le CDVM. Tout refus de visa doit être motivé.

Toute demande de complément d'information ou de documents ou constitution d'expert indépendant est suspensive du délai prévu à l'alinéa précédent.

Article 19

Le CDVM peut, à tout moment, demander aux commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne communication des documents sur la base desquels ils ont procédé aux certifications des comptes. Il peut également leur demander de procéder auprès de ces mêmes sociétés à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire.

Les dispositions de l'alinéa précédent s'appliquent également aux commissaires aux comptes des organismes et personnes soumis au contrôle du CDVM, au sens de l'article 4-1 du dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

Article 20

Dans le cas où des inexactitudes ou des omissions auraient été relevées dans la mise en œuvre des obligations d'information mentionnées à l'article 16 de la présente loi, après leur publication, le CDVM peut exiger des personnes ou organismes concernés qu'ils procèdent à des publications rectificatives, sans préjudice des sanctions disciplinaires ou pécuniaires prévues par la législation en vigueur.

Le CDVM peut porter à la connaissance du public les observations qu'il a formulées ou les informations qu'il estime nécessaires.

Article 21

Le CDVM peut, à tout moment, ordonner l'arrêt immédiat d'un appel public à l'épargne, s'il est avéré qu'un document d'information n'a pas été établi à cet effet et/ou si le document d'information établi n'a pas obtenu le visa du CDVM.

Si l'injonction prévue au premier alinéa du présent article reste sans effet, les personnes réalisant cette opération sont passibles des sanctions pénales prévues à l'article 23 de la présente loi.

Article 22

Sans préjudice des sanctions prévues par la législation en vigueur, le CDVM peut retirer le visa au document d'information à tout moment d'un appel public à l'épargne, mais avant le dénouement de celui-ci, s'il est avéré que ledit document comprend des informations fausses ou trompeuses ou des omissions de nature à induire le public en erreur ou contient des informations non conformes au document visé par le CDVM.

Le retrait du visa entraîne d'office l'annulation de l'opération.

TITRE IV

DES SANCTIONS PENALES

Article 23

Toute personne physique, agissant pour son propre compte ou pour le compte d'une personne morale, qui aura réalisé, directement ou par personne interposée, un appel public à l'épargne, sans que le document d'information prévu à l'article 5 de la présente loi ait été établi ou avant qu'il n'ait reçu le visa du CDVM, sera punie d'un emprisonnement de trois (3) mois à un an (1) et d'une amende de vingt mille (20.000) à cinq cent mille (500.000) dirhams ou de l'une de ces peines seulement.

Est passible des mêmes peines, toute personne lorsqu'elle ne diffuse pas l'extrait du document d'information précité dans les conditions prévues à l'article 6 de la présente loi.

Est passible des mêmes peines, toute personne physique ou morale qui procède au démarchage financier en violation des dispositions de l'article 28 de la présente loi.

En cas de récidive, les peines prévues au premier alinéa du présent article sont portées au double.

Lorsqu'il s'agit d'une personne morale, les peines d'emprisonnement prévues par la présente loi sont applicables aux membres de ses organes d'administration, de gestion ou de direction.

Les amendes prévues par la présente loi peuvent être prononcées à l'encontre de la personne morale concernée ou à l'encontre des membres de ses organes d'administration, de gestion ou de direction.

Extrait de la circulaire de l'AMMC n°03/19 (Articles 2.16-2.27)

Article 2.16

Les publications doivent être présentées en caractères clairs et lisibles.

Les données chiffrées peuvent être arrondies au millier ou au million, lorsque lesdites données dépassent respectivement les centaines de milliers ou de million.

Article 2.17

Conformément aux dispositions de l'article 9 de la loi 44-12 précitée, et lorsque, en application d'une législation ou réglementation étrangère, l'émetteur procède à la diffusion d'informations qui ne sont pas exigées par la législation marocaine, ledit émetteur assure la diffusion de ces informations au Maroc, par la publication d'un communiqué de presse précisant un renvoi vers le site internet contenant lesdites informations.

Article 2.18

En application des dispositions de l'article 16 de la loi 44-12 précitée, l'information périodique et permanente doit, simultanément à sa publication, être transmise à l'AMMC selon le mode et le format fixés à l'annexe III.2.V de la présente circulaire.

Section 2. Information permanente

Sous-section 1. Règles applicables à la publication de l'information importante

Article 2.19

En application des dispositions de l'article 15 de la loi 44-12 précitée, les émetteurs sont tenus de publier, aussitôt qu'ils en ont pris connaissance, tout fait intervenant dans leur organisation, leur situation commerciale, technique ou financière, et pouvant avoir une influence significative sur les cours en bourse de leurs titres ou une incidence sur le patrimoine des porteurs de titres.

L'influence significative du ou des faits relevés peut être favorable ou défavorable. Son appréciation est faite par l'émetteur et sous sa responsabilité.

Une liste indicative des faits pouvant être qualifiés d'information importante est arrêtée à l'annexe III.2.J de la présente circulaire.

En outre, tout émetteur doit, immédiatement après la tenue de la réunion de l'organe de gouvernance ayant arrêté les comptes sociaux et/ou consolidés annuels, procéder à la publication d'un communiqué de presse dans un journal d'annonces légales. Ledit communiqué doit contenir les principaux agrégats arrêtés, notamment le chiffre d'affaires et le résultat net, accompagnés d'un commentaire expliquant les réalisations de la période.

Article 2.20

Conformément au deuxième alinéa de l'article 15 de la loi n°44-12 précitée, les émetteurs peuvent retarder provisoirement, sous leur responsabilité, la diffusion d'une information importante lorsque :

- La diffusion de ladite information pourrait porter atteinte aux intérêts de l'émetteur ;
- L'information demeure confidentielle jusqu'à sa publication ;
- La diffusion retardée de ladite information ne risque pas d'induire le public en erreur.

Les émetteurs concernés en informent immédiatement l'AMMC en lui transmettant les éléments permettant de justifier le retard de diffusion de l'information importante.

L'AMMC peut exiger la publication immédiate de ladite information.

Article 2.21

La publication d'une information importante est accomplie par voie de communiqué de presse dans l'un des journaux d'annonces légales, et diffusée simultanément sur le site internet de l'émetteur, avant d'être annoncée, le cas échéant, lors d'événements publics.

Article 2.22

Les informations fournies lors d'événements publics doivent s'appuyer sur celles déjà publiées dans le communiqué et se limiter à les commenter ou à les préciser.

Dans le cas où les dirigeants ont communiqué, par erreur, une information importante, n'ayant pas fait l'objet de publication préalable, au cours d'événements publics, ils diffusent immédiatement un communiqué de presse reprenant cette information dans un journal d'annonces légales et sur leur site internet.

Article 2.23

Le communiqué doit être rédigé dans un style neutre, sans accentuer l'aspect favorable de l'information ni en atténuer l'aspect défavorable. Les informations défavorables doivent être publiées aussi rapidement que les informations favorables.

Le communiqué doit fournir suffisamment de détails afin de permettre au public d'apprécier la portée réelle de l'information. Il ne doit pas contenir des commentaires qui pourraient affecter ou modifier la portée de ladite information.

En application des dispositions de l'article 20 de la loi 44-12 précitée, l'AMMC peut demander à l'émetteur de procéder à des publications rectificatives.

Article 2.24

Lorsque des informations dont l'émetteur n'est pas la source circulent sur le marché et peuvent avoir une influence significative sur le cours de ses titres cotés à la Bourse des valeurs, il doit publier immédiatement un communiqué de presse donnant des éclaircissements sur lesdites informations, notamment en les confirmant ou en les infirmant.

En cas d'infirmités, l'émetteur annonce qu'il n'existe aucune information importante qu'il n'aurait dûment communiquée.

Article 2.25

Tout émetteur qui fait, également, appel public à l'épargne à l'étranger assure, de manière simultanée au Maroc, la diffusion d'une information identique à celle qu'il diffuse sur le ou les marchés étrangers. La publication du communiqué de presse doit être également effectuée sur les supports usuellement utilisés sur les marchés étrangers et en conformité avec les juridictions d'origine.

Lorsque, en application d'une législation ou réglementation étrangère, l'émetteur aura procédé à la diffusion d'informations qui ne sont pas exigées par la législation marocaine, ce dernier assure la diffusion de ces informations au Maroc en utilisant des supports équivalents.

L'émetteur peut procéder, également, à la publication d'un communiqué de presse dans un journal d'annonces légales marocain, en indiquant le contenu de l'information et en précisant le support de diffusion utilisé à l'étranger.

Article 2.26

L'information donnée aux actionnaires et au public doit être identique.

L'émetteur veille à ce que la diffusion de l'information soit concomitante et s'assure auprès des organes de presse chargés de la publication, en particulier, de l'heure exacte de diffusion du communiqué officiel.

Article 2.27

Lorsque l'émetteur se trouve dans une situation par rapport à laquelle il considère qu'il n'est plus soumis aux obligations d'information prévues par la loi n°44-12 précitée en vertu des dispositions du 2^{ème} tiret de l'article 4

de ladite loi, il en informe immédiatement l'AMMC en lui transmettant les justificatifs lui permettant de s'assurer du respect desdites dispositions. Il en informe également le public, sur son site internet et par voie de communiqué de presse dans un journal d'annonces légales, au moins six (6) mois avant la date à laquelle il envisage d'arrêter la publication de l'information périodique et permanente.

Sous-section 2 : Déclaration des franchissements de seuils de participations et d'intention

Article 2.28

En application des dispositions des articles 97, 98 et 99 de la loi précitée n°19-14, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui franchit, respectivement, à la hausse ou à la baisse, l'un des seuils arrêtés par lesdits articles dans le capital ou les droits de vote d'une société dont les actions sont cotées à la bourse des valeurs, informe ladite société, l'AMMC et la Société gestionnaire, dans un délai de cinq (5) jours à compter de la date de franchissement, du nombre total des actions de la société qu'elle possède, ainsi que du nombre des titres donnant à terme accès au capital et des droits de vote qui y sont rattachés.

La date du franchissement de seuil de participation par rapport à laquelle le délai de cinq jours visé au premier alinéa commence à courir, correspond à celle de l'exécution en bourse de l'ordre transmis par le déclarant ayant généré ledit franchissement.

Article 2.29

Pour le calcul des seuils mentionnés aux articles 97 et 98 précités, sont pris en compte les actions et les droits de vote détenus y compris dans le cadre d'opérations de prêt de titres.

Article 2.30

Le contenu de la déclaration du franchissement de seuil de participation doit être conforme au modèle arrêté à l'annexe III.2.K.

Article 2.31

Pendant les douze (12) mois qui suivent la déclaration de franchissement de seuil de participation à la hausse, le déclarant doit communiquer immédiatement à l'AMMC et à la société gestionnaire de la Bourse des Valeurs, toute modification de la déclaration d'intention initiale. Ladite communication doit être réalisée selon le formulaire prévu à l'annexe III.2.U de la présente circulaire.

L'AMMC porte cette information, à la connaissance du public par voie de communiqué de presse, dans les deux (2) jours qui suivent la date de leur réception.

Sous-section 3 : Modalités d'information sur le programme de rachat par une société de ses propres actions

Article 2.32

Conformément aux dispositions de l'article 281 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes, les sociétés dont les titres sont cotés à la Bourse des valeurs, ci-après désignées « sociétés », peuvent acheter en bourse leurs propres actions en vue de favoriser la liquidité du marché desdites actions, ou de les céder, à titre onéreux ou à titre gratuit, aux salariés ou aux dirigeants de la société, selon un programme désigné ci-après « programme de rachat ».

Article 2.33

La société informe la Société gestionnaire de la bourse des valeurs du programme de rachat et de ses caractéristiques au moins cinq (5) jours avant son démarrage et ce, conformément au règlement général de la Société gestionnaire de la bourse des valeurs.

Annexe 2

Questionnaire adressé aux Directeurs, Directeurs financiers et Managers des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca

Questionnaire : Recherche sur la qualité de la communication financière et la prise de décision : Le cas des investisseurs institutionnels au Maroc.

Le présent questionnaire s'inscrit dans le cadre d'une thèse de doctorat qui porte sur la qualité de la communication financière et son rôle dans l'amélioration du processus décisionnel des investisseurs institutionnels au Maroc.

Pour cela, nous vous prions de bien vouloir répondre à ce questionnaire en anonymat. Par ailleurs, seules vos opinions et perceptions de votre entreprise comptent pour nous, il n'y a bien-sûr pas de bonnes ou de mauvaises réponses.

Afin de mener à bien cette étude, nous vous remercions d'avance de bien vouloir prendre le temps nécessaire pour y participer, et dont la durée totale ne dépassera pas les 10 minutes. Nous vous remercions de votre collaboration.

Question 1. Présentez-vous ?

Cette première question d'ouverture a été orientée par des éléments propres à notre problématique tout en gardant l'anonymat de nos enquêtés.

- La fonction : *Directeur Financier*
- Niveau scolaire et spécialité : *Bac + 5 / contrôle de gestion*
- Nombre d'années d'expériences : *8*
- Nombre de rapports financiers annuels par année : *≈ 20*

Question 2. Vos dirigeants acceptent volontairement de divulguer la communication financière de l'entreprise d'une manière régulière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord

- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 3. Votre entreprise est obligée de publier ses états financiers pour assurer une bonne communication avec ses différents partenaires.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 4. Considérez-vous que la volonté du dirigeant lui permette de s'engager positivement et activement dans la communication financière de l'entreprise.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 5. Considérez-vous que la culture, le parcours universitaire, la personnalité et les expériences ont tendance à amener le dirigeant à publier plus en matière de communication financière de son entreprise.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 6. Comment expliquez-vous que la diffusion de la communication financière soit impactée par la volonté du dirigeant ?

Le dirigeant décide des informations qu'il peut divulguer. Il choisit les informations qui ont amélioré l'image de son entreprise.

Question 7. Etes-vous d'accord sur le fait que la pandémie Covid-19 a affecté la divulgation de la communication financière ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 8. Votre entreprise partage une communication financière efficace avec les parties prenantes.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 9. Votre entreprise prend en compte les attentes des parties prenantes et les intègre dans sa stratégie de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 10. Vos actionnaires vous interrogent sur la qualité de la communication financière. Etes-vous d'accord ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 11. Etes-vous d'accord sur le fait que la qualité de la communication financière est particulièrement influencée par la typologie des investisseurs ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord

- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 12. A votre avis, dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont-ils un effet sur la divulgation de la communication financière des entreprises ?

IP sont exigeants. Ils exercent une pression pour obtenir une bonne CF.

Question 13. La qualité de la communication financière entre les investisseurs institutionnels et votre entreprise a eu un impact pendant la crise du COVID-19. Qu'en pensez-vous ?

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 14. Selon la taille de votre entreprise, il existe une relation positive entre celle-ci et le niveau de communication financière.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 15. Considérez-vous qu'il existe une relation positive entre la qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise ?

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 16. Les grandes entreprises offrent-elles volontairement plus de contenu en matière de communication financière que les autres, que pensez-vous ?

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 17. Il existe un effet de taille qui implique que les grandes entreprises sont les plus transparentes en matière de communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 18. Est-ce que vous pensez que les grandes entreprises proposent plus de contenu informationnel que les autres ?

1. Oui
2. Non

Question 19. La qualité de la communication financière et la taille de l'entreprise ont pu garder une relation positive pendant la crise du COVID-19.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 20. Les communications financières de vos entreprises concurrentes sont facilement accessibles.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 21. Le secteur d'activité de votre entreprise l'implique à communiquer régulièrement tant des informations financières obligatoires que des informations supplémentaires.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 22. Les pratiques de la communication financière des entreprises varient d'un secteur à un autre.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 23. Il existe une relation positive entre l'appartenance à un secteur et la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 24. L'impact de la pandémie Covid-19 sur le secteur d'activité de l'entreprise a-t-il influencé la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 25. Parmi les priorités du conseil d'administration de votre entreprise est d'assurer la mission du contrôle de la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord

3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 26. Votre société implique le conseil d'administration afin d'exiger l'ajout ou la suppression de toute information pour accroître la transparence de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 27. Considérez-vous qu'il existe un impact du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 28. La taille et la structure du conseil d'administration ont-ils un effet positif sur la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 29. Pour quelle raison pensez-vous que le conseil d'administration peut influencer la communication financière ?

Pour assurer une bonne image de marque.

Question 30. La pandémie Covid-19 a-t-elle affecté l'intervention du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière divulguée.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 31. Votre entreprise implique le dirigeant dans le processus de prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 32. Considérez-vous que l'éducation, la culture, les expériences professionnelles et l'environnement du dirigeant sont très importants dans le processus de prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 33. La personnalité du dirigeant peut-elle influencer la prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 34. Considérez-vous que le volet psychologique (plus précisément les émotions et l'intuition) soit un facteur d'influence dans la prise de décision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord

- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 35. Le dirigeant se base sur des informations externes telles que la communication financière pour prendre une décision.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 36. L'environnement concurrentiel de votre entreprise entraîne une plus grande pression pour qu'elle se démarque et présente une meilleure communication que ses concurrents.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 37. La qualité de la communication financière est essentielle au succès des entreprises dans l'environnement hautement concurrentiel d'aujourd'hui.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 38. La prise de décision est directement liée à l'environnement dans lequel elle est prise.

- 1. Pas du tout d'accord
- 2. Plutôt pas d'accord
- 3. Ni en désaccord ni d'accord
- 4. Plutôt d'accord
- 5. Tout à fait d'accord

Question 39. La rapidité au niveau du processus décisionnel est très importante dans un environnement avec des faits successifs, rapide et concurrentiel.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 40. Pourquoi il vous semble que la prise de décision soit liée à l'environnement dans lequel elle est prise ?

L'entreprise est liée à l'environnement dans lequel elle évolue. De ce fait ses décisions le sont aussi.

Question 41. La pandémie Covid-19 a affecté la rapidité de l'entreprise afin de prendre les meilleures décisions.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 42. Votre entreprise recourt à des sources d'informations externes pour présenter une communication financière intéressante.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 43. La communication financière permettra au décideur de mieux clarifier son champ de vision.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 44. Vous procédez à des tests de la qualité de la communication financière obtenue.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 45. Les communications financières des entreprises sont disponibles facilement sur le marché.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Question 46. La pandémie Covid-19 a impacté la qualité de la communication financière.

1. Pas du tout d'accord
2. Plutôt pas d'accord
3. Ni en désaccord ni d'accord
4. Plutôt d'accord
5. Tout à fait d'accord

Annexe 3

Questionnaire adressé aux analystes et analystes financiers des investisseurs institutionnels au Maroc

Questionnaire : Recherche sur la qualité de la communication financière et la prise de décision : Le cas des investisseurs institutionnels au Maroc.

Le présent questionnaire s'inscrit dans le cadre d'une thèse de doctorat qui porte sur la qualité de la communication financière des entreprises pour les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement.

Afin de mener à bien cette étude, nous vous remercions d'avance de bien vouloir prendre le temps nécessaire pour y participer, et dont la durée totale ne dépassera pas les 10 minutes.

Les réponses fournies ne serviront qu'aux fins de cette recherche resteront confidentielles et en en anonymat. Votre aide sera très précieuse pour mener à bien ce travail. Par ailleurs, seules vos opinions et perceptions de votre entreprise comptent pour nous, il n'y a bien-sûr pas de bonnes ou de mauvaises réponses.

Nous vous remercions de votre collaboration.

1. L'activité principale de votre entreprise est :

- Les services du numérique
- Banque et finance
- Services aux entreprises
- Assurance
- Télécommunications
- Transport et logistique

- Autres, veuillez préciser :

2. Tenez-vous compte des facteurs de la Qualité de la Communication Financière (QCF) et de la performance de l'entreprise cotée dans la prise de décision d'investissement ?

- ✓ - Oui, nous prenons en compte les facteurs de la QCF dans nos décisions d'investissement et suivons des indicateurs d'une politique interne de mesure de la performance de l'entreprise.
- Oui, nous analysons certains facteurs QCF dans les décisions d'investissement.
- Oui, mais il est actuellement en discussion et n'est pas pris en compte dans les décisions d'investissement.
- Non, nous ne tenons pas compte ces facteurs dans les décisions d'investissement
- Je ne sais pas

3. Les aspects suivants de la performance financière des entreprises cotées peuvent-elles avoir un effet réel dans la prise de décision d'investissement ?

	Non	Oui, quelque peu	Oui, entièrement	N'est pas applicable
	1	2	3	4
Le rendement des fonds propres			✓	
Croissance du dividende par action.			✓	
Taux d'endettement			✓	
Taille de l'entreprise			✓	
Rapport des analystes financiers.			✓	
Permanence de la transparence			✓	
Autres, s'il vous plaît spécifiez :				

4. Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

5. La QCF joue un rôle dans la prise de décision d'investissement.

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

6. Veuillez évaluer le niveau d'importance des informations ci-dessous en fonction de leur impact dans la prise de décision d'investissement

	Très faible	Faible	Haute	Très haut	N'est pas applicable
	1	2	3	4	5
Informations historiques			<input checked="" type="checkbox"/>		
Informations sur l'activité de l'entreprise			<input checked="" type="checkbox"/>		
Informations financières et comptables				<input checked="" type="checkbox"/>	
Informations non financières				<input checked="" type="checkbox"/>	
Informations sur le gouvernement de l'entreprise				<input checked="" type="checkbox"/>	

Informations prévisionnelles et prospectives				✓	
Analyse des dirigeants				✓	
Qualité de la relation avec les actionnaires			✓		
Qualité de la relation avec les professionnels			✓		
Qualité de la communication financière				✓	

7. Qu'est-ce qui vous encouragerait à prendre en compte la QCF d'une entreprise lors de prendre des décisions d'investissement ?

	Sans impact			Impact décisif	N'est pas applicable
	0	1	2	3	4
Transparence de l'information financière divulguée				✓	
Intelligibilité : La clarté de la présentation et technicité de l'information.			✓		
Fiabilité de l'information communiquée				✓	
Les informations financières et comptables				✓	
Les informations sur le gouvernement de l'entreprise.			✓		
Analyse des dirigeants.			✓		
La qualité de la relation avec les actionnaires			✓		

8. De votre point de vue, veuillez identifier les façons dont la QCF des entreprises cotées peut encourager les investisseurs institutionnels dans la prise de décision d'investissement.

(Choix multiple.)

- Améliorer la réputation
- Augmenter la fidélité des employés
- ✓ - Réduire les informations inexactes sur la performance sociale de l'entreprise
- ✓ - Aider l'organisation à affiner sa vision ou sa stratégie d'entreprise
- ✓ - Augmenter la fidélité des consommateurs
- Réduire le taux d'endettement
- Améliorer les relations avec les organismes de réglementation
- ✓ - Surveiller les risques à long terme et améliorer la gestion des risques à long terme
- Entraîner d'autres formes d'économies au sein de l'organisation
- Aider l'organisation à prendre des mesures pour augmenter la rentabilité à long terme
- Améliorer l'accès au capital
- Autres, veuillez préciser :

9. Vous référez-vous aux rapports de la QCF pour recueillir des informations financières sur les sociétés cotées au Maroc ?

- Oui, le contenu divulgué est-il suffisant ?

✓ • Suffisant

• Insuffisant, veuillez préciser le domaine à améliorer :

- Non
- Je ne sais pas

10. La QCF joue-t-elle un rôle décisif dans la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.

- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- ✓ - Tout à fait d'accord.

11. Est-ce que vous êtes d'accord sur le fait qu'il existe une relation positive entre la part de capital des propriétaires institutionnels dans l'entreprise et la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- ✓ - Tout à fait d'accord.

12. Existe-t-il un effet des propriétaires institutionnels sur la divulgation volontaire d'une entreprise cotée ?

- Extrêmement négatif
- Négatif
- ✓ - Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

13. Existe-t-il une relation positive entre les effets de la propriété institutionnelle et de la taille de l'entreprise sur le degré de divulgation volontaire ?

- Extrêmement négatif
- Négatif
- ✓ - Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

14. Les entreprises cotées représentent des investissements à moindre risque et sont plus attractives pour les investisseurs institutionnels. Qu'en pensez-vous ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

15. Existe-t-il une relation positive de l'effet de levier sur la divulgation de la communication financière des entreprises cotées ?

- Extrêmement négatif
- Négatif
- Très positif
- Positif
- N'est pas appliqué

16. Le cash-flow est un outil important pour la prise de décision d'investissement. Etes-vous d'accord avec ces propos ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.
- Plutôt d'accord.
- Tout à fait d'accord.

17. Le ratio cours/valeur comptable (P/B Ratio) représente un facteur important dans la prise de décision d'investissement par les investisseurs institutionnels. Etes-vous d'accord ?

- Pas du tout d'accord.
- Plutôt pas d'accord.
- Ni en désaccord ni d'accord.

✓ - Plutôt d'accord.

- Tout à fait d'accord.

18. Etes-vous d'accord sur le fait que les entreprises les plus rentables qui divulguent plus d'informations encouragent les investisseurs institutionnels à prendre des décisions d'investissement ?

- Pas du tout d'accord.

- Plutôt pas d'accord.

- Ni en désaccord ni d'accord.

- Plutôt d'accord.

✓ - Tout à fait d'accord.

19. Dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont-ils un effet sur la divulgation volontaire dans les entreprises marocaines ?

Ils obligent les entreprises à être plus transparentes.

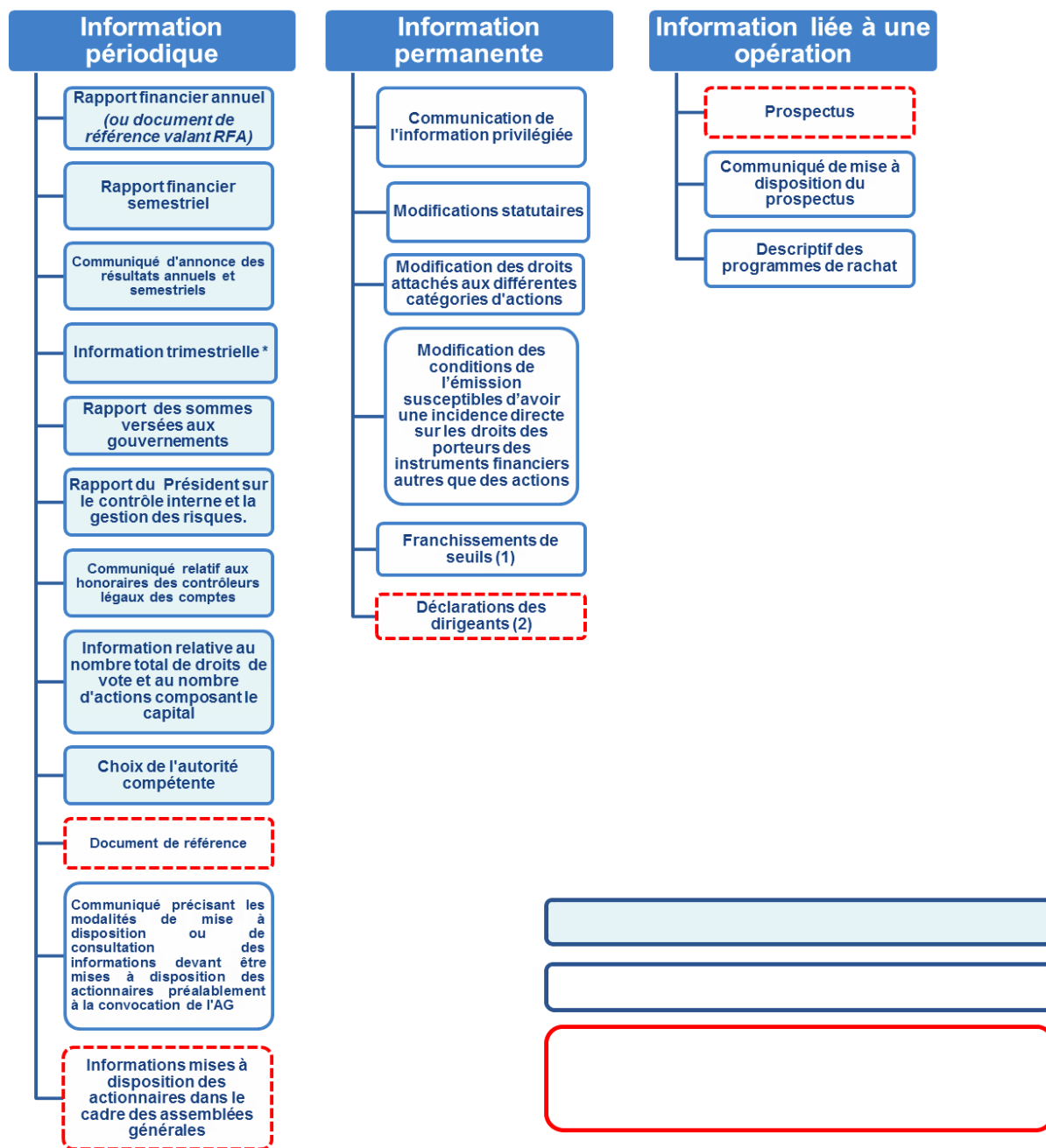
Annexe 4

Amélioration de la transparence des émetteurs	Mise à niveau de la gouvernance des émetteurs	Optimisation du processus d'autorisation des Opérations financières
<p>Fréquence de communication :</p> <ul style="list-style-type: none">• Communication plus fréquente des émetteurs avec le marché.• Publication des indicateurs trimestriels relatifs à leurs activités et situations financières, en plus des rapports annuels et semestriels. <p>Contenu des publications :</p> <ul style="list-style-type: none">• Enrichissement des publications semestrielles et annuelles. <p>Nouveaux canaux de communication sur le marché :</p> <ul style="list-style-type: none">• Introduction des supports électroniques pour la diffusion des informations réglementées.	<p>Indépendance des administrations :</p> <p>Mise en œuvre des dispositions du dernier amendement de la loi sur la SA.</p> <p>Comités d'audit :</p> <p>Opérationnalisation de l'obligation pour les sociétés cotées de disposer d'un comité d'audit comprenant au moins deux administrateurs indépendants dont le Président du comité.</p> <p>Rapport ESG :</p> <p>Publication d'un rapport annuel informant sur l'impact des activités de l'émetteur sur l'environnement, sur ses relations avec ses employés et parties prenantes externes, ainsi que sur sa gouvernance.</p> <p>Relation de l'AMMC avec les CAC :</p> <ul style="list-style-type: none">• Renforcement des obligations des CAC en matière de mécanismes d'alerte de l'AMMC.• « Droit de regard » de l'AMMC sur les nominations, renouvellements ou démissions des CAC.	<p>Informations exigées des émetteurs :</p> <ul style="list-style-type: none">• Revue des modèles-types des documents d'information et déclinaison selon la nature des opérations et/ou des investisseurs. <p>Nouveaux modes de communication de l'information au marché :</p> <ul style="list-style-type: none">• Schéma du document de référence, note d'opération et inclusion d'informations par référence. <p>Optimisation des délais de traitement :</p> <ul style="list-style-type: none">• Revue des délais de traitement par l'AMMC et déclinaison selon la nature des documents d'information.

Source : Rapport annuel AMMC 2019.

Figure 67 : Les nouveautés en matière de communication financière des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca.

Annexe 5



Information présentée dans le présent guide

Information non présentée dans le présent guide

Information ne relevant pas de l'information réglementée (modalités de publication différentes de celles présentées dans le présent guide)

(1) Déclaration faite par l'actionnaire.

(2) Déclaration faite le dirigeant.

(3) Relèvent également d'une démarche volontaire de l'émetteur la publication d'indicateurs alternatifs de performance ainsi que la publication de données financières estimées.

Source : AMF Rapport 2020, p.37

Figure 68 : Cartographie des obligations d'information des sociétés cotées.

Annexe 6

Type de document Événement	Régime	Mode de publication	Calendrier
Communiqués de presse	Obligatoire	Par voie électronique Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Après la tenue du Conseil d'administration ou du conseil de surveillance et au plus tard dans les 60 jours pour le chiffre d'affaires.
Réunion d'information	Pratique de place	Réunion physique / conférence téléphonique	
Avis financier	Facultatif	Par voie de presse écrite, internet ou radio	
Rapport financier annuel	Obligatoire	Par voie électronique, avec toutefois la possibilité de ne publier qu'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du rapport (Information réglementée) Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Au plus tard dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice

Document d'enregistrement universel	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur et envoi à l'AMF	Pas de délai réglementaire
Rapport intégré	Facultatif	Mise en ligne sur le site de l'émetteur	Pas de délai réglementaire
Documents publiés au BALO	Obligatoire	Transmission électronique au BALO	Dans les 45 jours qui suivent l'approbation des comptes par l'AGO
Documents déposés au greffe du tribunal de commerce	Obligatoire	Dans le mois qui suit l'approbation des comptes annuels par l'assemblée générale ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque le dépôt est effectué par voie électronique.	

Tableau 26 : Publication des résultats annuels.

Source : Site de l'AMF « Guide cadre et pratiques de la communication financière » 2020 p.17

Annexe 7

Type de communication	Support de communication	Cibles finales			Cibles intermédiaires							
		Actionnaire individuel	Actionnaire salarié	Actionnaire institutionnel	Analyste financier	Agence de notation	Agence de presse	Presse financière	Presse spécialisée	Presse généraliste	Banque	Club d'investissement
Communication directe Unidirectionnelle	Rapport annuel	X		X	X	X		X			X	X
	Document de référence											
	Résumé	X	X						X	X		
	Lettre aux actionnaires	X	X		X							X
	Guide de l'actionnaire	X	X									X
	Envoi de communiqué			X	X		X	X	X	X	X	
	Fact Book			X	X							
	Publications internes	X			X							
Communication directe interactive	Visite des sites	X		X	X							
	Réunions d'analystes			X	X	X	X	X	X	X	X	X

	Réunions en province	X									X	X
Communication médiatée	Minitel	X	X					X	X	X		X
	Numéro vert	X	X									X

Tableau 27 : Adéquation des supports aux cibles.

Source : (Guimard, 2007) « La communication financière : Théorie et pratique ».

Annexe 8

Exemple de sommaire classique d'une lettre aux actionnaires

La lettre aux actionnaires contient habituellement :

- Un message du Président ou de la Direction Générale,
- Les principaux éléments de l'activité, classés par zone géographique et par branche d'activités ou par catégories de produits,
- Une présentation résumée du bilan de l'entreprise sous forme de tableau,
- Les résultats financiers consolidés,
- La marge brute d'autofinancement,
- Le résultat net part du groupe avec éventuellement son calcul par action,
- La structure du bilan et les principaux ratios financiers,
- Le paiement du dividende : date, montant, modalités,
- Des informations sur l'action de l'entreprise,
- Une comparaison avec les indices principaux par graphique,
- Les transactions quotidiennes (graphique).

Source : B. MAROIS P. BOMPOINT « Gouvernement d'entreprise et communication financière ».

Annexe 9

	Avantages	Inconvénients	Recommandations
<p>Silence :</p> <p>Ne pas réagir, ou délivrer le minimum d'informations.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Simplicité, • Apaisement : « Calme » le jeu, • Permet de préparer une riposte. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mauvaise image : « qui ne dit mot, consent », • Peut passer pour une fuite face aux réalités, • Laisse libre cours aux rumeurs. 	<ul style="list-style-type: none"> • Se limiter au très court terme, • Dans le cadre d'une crise mineure, se taire peut s'avérer salvateur. <p>La généralisation des réseaux sociaux a rendu la stratégie du silence plus délicate à gérer.</p>
<p>Offensive :</p> <p>Nier la crise, chercher à retourner l'opinion.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Désamorçage : Si l'information est infondée ou erronée, • Témoignage du désir de l'entreprise de communiquer dans la transparence. 	<ul style="list-style-type: none"> • Catastrophique si la mise en cause était justifiée ou si l'entreprise n'a pas les moyens de ses ambitions, ne parvient pas à prouver sa bonne foi. 	<ul style="list-style-type: none"> • A utiliser pour des allégations infondées ou fantaisistes, • A condition de pouvoir mener une vraie campagne d'information grâce à des relais médias efficaces.

<p>Transfert :</p> <p>De responsabilité sur autrui (salarié, agence, fournisseur...)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Réponse dilatoire : on gagne du temps! • Eloigne l'orage, en proposant d'autres angles d'attaque, • Blanchir, à court terme, l'entreprise. 	<ul style="list-style-type: none"> • Procédé peu apprécié du public, • Peut passer pour de la légèreté : c'est à l'entreprise de bien choisir ses salariés, ses sous-traitants, ses fournisseurs. 	<ul style="list-style-type: none"> • Intéressant quand il y a eu défaillance d'autrui, • Ne jamais aller jusqu'à la dénonciation, qui serait mal vue, • Ce n'est que rarement une justification suffisante.
<p>Reconnaissance :</p> <p>L'entreprise avoue sa faute, collabore avec les médias.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Rend l'entreprise crédible, • Offre une information de qualité, • Ouvre le dialogue. 	<ul style="list-style-type: none"> • Comment ne pas ternir son image tout en se déclarant responsable ? 	<ul style="list-style-type: none"> • Sincérité nécessairement accompagnée d'une argumentation solide, • Lancer au plus vite des opérations de restructuration de l'image.
<p>Discrétion maîtrisée :</p> <p>Lâcher progressivement des éléments d'informations.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Conserve la maîtrise de l'information, • Répond en fonction de son état de préparation interne. 	<ul style="list-style-type: none"> • Un véritable art, qui suppose des rouages internes bien huilés et une pratique confirmée des médias et des réseaux sociaux. • Peu prisé des journalistes qui perdent l'initiative. 	<p>Pour des crises de moyenne importance.</p> <ul style="list-style-type: none"> • A condition de maîtriser parfaitement les techniques d'information et de dialogue on line. • Dans des entreprises qui savent pratiquer le silence : attention aux fuites internes.

Liste des figures

Figure 1 : Différence entre information financière et communication financière.....	19
Figure 2 : Schéma explicatif de la définition de la communication financière.	23
Figure 3 : Les quatre phases de la communication financière.	28
Figure 4 : Caractéristiques du contenu de la communication financière diffusée.	42
Figure 5 : Les dirigeants sont les clients de la communication financière.	45
Figure 6 : Représentation graphique de la relation entre la dilution de l'actionnariat et la qualité de la communication financière.	46
Figure 7 : Répartition des publications par objet du communiqué en 2019.....	58
Figure 8 : Evolution de la part des AIM dans les différents pays européens de 1999 à 2005 (FESE, 2007).....	66
Figure 9 : Introductions en bourse dans la région MENA, 2008-2017.	67
Figure 10 : Nombre d'introductions en bourse par pays, 2014-2017.	68
Figure 11 : Evolution des réserves des régimes de retraite (en milliards de dirhams)	82
Figure 12 : Evolution des primes émises vie et non vie.	87
Figure 13 : Processus de prise de décision modélisé par Simon.	96
Figure 14 : Les facteurs influençant la prise de décision.....	97
Figure 15 : Fonction de valeur de la prise de décision des investisseurs d'après Kahneman et Tversky (1979).	103
Figure 16 : Volatilité des indices boursiers DAX 30, S&P 500 et CAC 40.	107
Figure 17 : Organisation du marché boursier marocain.	111
Figure 18 : Organisation du marché financier.	112
Figure 19 : Répartition de la capitalisation boursière par secteur d'activité.	114
Figure 20 : Répartition des achats par catégorie d'investisseurs 1er Trimestre 2022.	115
Figure 21 : Modèle de prise de décision.....	126
Figure 37 : Répartition des dirigeants selon la fonction.	199
Figure 38 : Niveau scolaire des répondants.	200
Figure 39 : Spécialité des diplômes des répondants.	200
Figure 40 : L'expérience professionnels des enquêtés.	200
Figure 41 : Fréquence des rapports annuels fournis.....	201
Figure 42 : La divulgation volontaire régulière des communications financières de notre échantillon.	201
Figure 43 : L'impact des qualités du dirigeant sur la communication financière.	202
Figure 44 : L'impact de la pandémie Covid-19 sur la divulgation de la communication financière. ..	202
Figure 45 : L'implication des actionnaires dans la communication financière.	204
Figure 46 : L'impact de la typologie des investisseurs institutionnels sur la qualité de la communication financière.	205
Figure 47 : L'impact de la crise Covid-19 sur la relation entreprise-investisseurs institutionnels.....	205
Figure 48 : La relation entre la taille de l'entreprise et sa communication financière.	207
Figure 49 : La diversité du contenu de la communication financière de l'entreprise selon sa taille..	207
Figure 50 : L'offre informationnelle des grandes entreprises.....	208
Figure 51 : Les pratiques de la communication financière selon le secteur d'activité.	209
Figure 52 : La relation entre le secteur d'activité et la communication financière.	209
Figure 53 : Le contrôle de la communication financière par le conseil d'administration.....	210

Figure 54 : La modification du contenu de la communication financière par le conseil d'administration.....	211
Figure 55 : La relation entre la communication financière et la taille et la structure du conseil d'administration.....	211
Figure 56 : L'impact du Covid-19 sur l'intervention du conseil d'administration dans le processus de la communication financière.....	212
Figure 57 : L'implication du dirigeant dans le processus décisionnel.....	214
Figure 58 : L'importance des facteurs d'influence de la personnalité du dirigeant dans le processus décisionnel.....	215
Figure 59 : L'influence de la personnalité du dirigeant dans le processus décisionnel.....	215
Figure 60 : L'impact du volet psychologique du dirigeant dans le processus décisionnel.....	216
Figure 61 : L'utilisation du dirigeant des informations externes pour la prise de décision.....	216
Figure 62 : La relation entre la prise de décision et l'environnement.....	217
Figure 63 : La rapidité au niveau du process décisionnel.....	218
Figure 64 : L'accessibilité à l'information externe.....	219
Figure 65 : La communication financière et la clarification du champ de vision du décideur.....	219
Figure 66 : Tests de la qualité de la communication financière obtenue.....	219
Figure 67 : La disponibilité des communications financières des entreprises sur le marché.....	220
Figure 68 : L'impact de la pandémie Covid-19 sur la qualité de la communication financière.....	220
Figure 70 : Statistiques descriptives.....	225
Figure 71 : Récapitulatif des modèles.....	229
Figure 72 : Statistiques descriptives pour toutes les variables.....	229
Figure 73 : Matrice de corrélation des variables de la qualité de la communication financière.....	230
Figure 76 : Statistiques descriptives.....	234
Figure 77 : Récapitulatif des modèles.....	236
Figure 78 : Statistiques descriptives pour toutes les variables.....	237
Figure 79 : Répartition du domaine d'activité.....	242
Figure 80 : La relation entre le capital des propriétaires institutionnels et la prise de décision.....	248
Figure 81 : L'attractivité des entreprises cotées.....	249
Figure 82 : Le cash-flow comme outils de prise de décision.....	250
Figure 83 : La relation entre la rentabilité et la divulgation de la communication pour la prise de décision.....	250
Figure 85 : Descriptive statistiques de l'analyse de variance.....	256
Figure 88 : Les nouveautés en matière de communication financière des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca.....	302
Figure 89 : Cartographie des obligations d'information des sociétés cotées.....	304

Liste des tableaux

Tableau 1 : Publicité financière et communication financière.....	20
Tableau 2 : Différence entre la publicité financière et communication financière.	20
Tableau 3 : Définitions des investisseurs institutionnels au fil des années.....	31
Tableau 4 : Cibles de la communication financière Anne Guimard (1998).....	33
Tableau 5 : Classement des cibles de la communication financière.	34
Tableau 6 : Classification des supports de diffusion de la communication financière.	35
Tableau 7 : Les déterminants de la communication financière.	43
Tableau 8 : Justification empirique concernant l'influence du conseil d'administration sur la qualité de la communication financière.....	48
Tableau 9 : Résultat du contrôle des publications annuelles au titre de l'exercice 2018.	57
Tableau 10 : Résultat du contrôle des publications financières réalisées en application de la circulaire 03/19.	57
Tableau 11 : Synthèse des principales différences entre investisseurs individuels et investisseurs institutionnels.....	69
Tableau 12 : Evolution du processus de prise de décision.....	94
Tableau 13 : Tableau récapitulatif sur l'existence d'une relation qu'entretient la communication financière avec le processus de prise de décision.....	133
Tableau 14 : Tableau explicatif de la relation entre la communication financière et la prise de décision à travers les théories.	139
Tableau 15 : Tableau récapitulatif des hypothèses de recherche.	149
Tableau 16 : Répartition des répondants.....	164
Tableau 17 : Caractéristiques de l'échantillon de répondants.....	165
Tableau 18 : Exemple des réponses des enquêtés.	167
Tableau 19 : Récapitulatif des hypothèses retenues et des codes de substitution.	222
Tableau 20 : Tableau des hypothèses.	231
Tableau 21 : Récapitulatif des hypothèses retenues et des codes de substitution.	232
Tableau 22 : Matrice de corrélation des facteurs de la prise de décision d'investissement.	256
Tableau 23 : Statistiques descriptives pour tous les facteurs.	256
Tableau 24 : Statistiques descriptives du modèle.....	257
Tableau 25 : Tableau récapitulatif sur l'avancement assuré dans le présent travail de recherche....	261
Tableau 26 : Publication des résultats annuels.	306
Tableau 27 : Adéquation des supports aux cibles.....	308

Table des matières

REMERCIEMENTS	2
RESUME	4
ABSTRACT	5
INTRODUCTION GENERALE	8
PARTIE I : CARTE THEORIQUE DE LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE COMME UN OUTIL STRATEGIQUE DU PROCESSUS DECISIONNEL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS.....	13
INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE	14
CHAPITRE I : LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET LA PRISE DE DECISION : CADRE THEORIQUE POUR UNE IMAGE FIDELLE DE L'ENTREPRISE	16
INTRODUCTION	17
SECTION 1 : COMMUNICATION FINANCIERE GENESE, CONCEPTS ET ENJEUX.....	18
1. <i>Définitions de base</i>	18
1-1 L'information financière : le point de départ	18
1-2 Communication financière et publicité financière	19
1-3 Définitions de la communication financière.....	21
1-4 La communication financière vue par la théorie de l'agence.....	23
2. <i>Historique</i>	24
3. <i>Diffusion de la communication financière</i>	26
3-1 De l'information réglementée à la stratégie de communication financière.....	26
3-2 Les phases de la communication financière	27
3-3 Les cibles de la communication	29
3-4 Les supports de diffusion de la communication financière	35
SECTION 2 : QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE	39
1. <i>Caractéristiques du contenu de la communication financière diffusée</i>	39
2. <i>Les déterminants de la qualité de la communication financière</i>	43
3. <i>Apport de la théorie du signal dans l'amélioration de la qualité de la communication financière</i>	50
SECTION 3 : LA COMMUNICATION FINANCIERE AU MAROC	54
1. <i>Réglementation de la communication financière au Maroc du CDVM à l'AMMC</i>	54
2. <i>La communication financière au Maroc</i>	56
3. <i>Communication financière face au Covid 19 au Maroc</i>	58
CONCLUSION	61
CHAPITRE II : LE PROCESSUS DECISIONNEL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS AU CŒUR DU PROJET DE L'INVESTISSEMENT	63
INTRODUCTION	64
SECTION 1 : LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : UNE VICTOIRE DANS LES MARCHES FINANCIERS.....	65
1. <i>Investisseurs institutionnels au détriment des investisseurs individuels</i>	65
2. <i>Les investisseurs institutionnels entre activisme et passivité</i>	72
2-1 La passivité des investisseurs institutionnels	72
2-2 L'activisme des investisseurs institutionnels	74
2-3 L'activisme et la passivité des investisseurs institutionnels à travers les théories.....	77
3. <i>Les typologies des investisseurs institutionnels</i>	79
3-1 Les fonds de pension	80

3-2	Les banques.....	82
3-3	Les compagnies d'assurance	85
3-4	Les organismes de placement collectifs	88
SECTION 2 : DECISION D'INVESTISSEMENT : UNE REFLEXION STRATEGIQUE		90
1.	<i>La prise de décision : une revue de littérature</i>	90
1-1	La prise de décision : De la théorie de maximisation des gains à la théorie de maximisation de l'utilité ...	90
1-2	Les modèles de la prise de décision au fil des ans.....	92
2.	<i>Le processus prise de décision : Les facteurs d'influence</i>	94
2-1	Le processus de prise de décision	94
2-2	Les facteurs qui influencent la prise de décision	96
3.	<i>Décider en marchés financiers</i>	100
3-1	Explication du comportement d'investissement à travers les théories financières en marchés financiers 100	
3-2	Investir dans un environnement incertain	106
3-3	Asymétrie informationnelle, théorie des signaux et prise de décision d'investissement	108
SECTION 3 : LE MARCHE FINANCIER MAROCAIN		110
1.	<i>Le marché boursier</i>	110
1-1	Historique.....	110
1-2	Les missions du marché boursier :	110
1-3	L'organisation de la Bourse de Casablanca	111
2.	<i>Le marché primaire (Filière de l'inscription)</i>	111
2-1	Le marché secondaire (Filière de négociation).....	112
2-1.1	Le marché central	112
2-1.2	Le marché de blocs.....	113
3.	<i>Le profil des investisseurs en Bourse</i>	113
CONCLUSION		115

CHAPITRE III : LA COMMUNICATION FINANCIERE AU CŒUR DU PROCESSUS DECISIONNEL ET PRESENTATION D'UN MODELE CONCEPTUEL DE RECHERCHE..... 117

INTRODUCTION		118
SECTION 1 : L'ANALYSE DU LIEN ENTRE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET LA PRISE DE DECISION :		119
1.	<i>La communication financière et la prise de décision : de la complémentarité à la complexité</i>	119
1-1	Les enjeux de la communication financière en faveur des investisseurs institutionnels	119
1-2	Les besoins en communication financière des investisseurs institutionnels.....	121
1-3	La communication financière comme outils de l'amélioration de la prise de décision	125
1-4	Concepts de liaison entre la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels	128
2.	<i>La qualité de la communication financière et sa relation avec les investisseurs institutionnels vue par les théories</i>	135
2-1	La théorie du signal	136
2-2	La théorie de l'agence	138
SECTION 2 : PROPOSITION D'UN MODELE CONCEPTUEL DE LA RECHERCHE		141
1.	<i>L'hypothèse liée au dirigeant de l'entreprise</i>	141
2.	<i>L'hypothèse liée à la structure de l'actionariat</i>	142
3.	<i>L'hypothèse liée à la taille de l'entreprise</i>	142
4.	<i>L'hypothèse liée au secteur d'activité</i>	143
5.	<i>L'hypothèse liée au conseil d'administration</i>	144
6.	<i>L'hypothèse liant les qualités du dirigeant au processus décisionnel</i>	145
7.	<i>L'hypothèse liant le processus décisionnel à l'environnement de l'entreprise</i>	146
8.	<i>L'hypothèse liant l'offre de la communication financière et la prise de décision</i>	147
9.	<i>L'hypothèse liant la divulgation de la communication financière et la prise de décision</i>	148

10. <i>L'hypothèse liant la qualité de la communication financière et la prise de décision des investisseurs institutionnels</i>	149
CONCLUSION	152
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	153
PARTIE II : ETUDE EMPIRIQUE DU LIEN ENTRE LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET LA PRISE DE DECISION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	154
INTRODUCTION DE LA DEUXIEME PARTIE	155
CHAPITRE IV : CADRE METHODOLOGIQUE LA DE RECHERCHE	156
INTRODUCTION	157
SECTION 1 : POSITIONNEMENT EPISTEMO-METHODOLOGIQUE DE LA RECHERCHE	158
1. <i>Notions générales</i>	158
2. <i>Positionnement méthodologique de notre travail recherche</i>	159
SECTION 2 : MÉTHODE D'INVESTIGATION	162
1. <i>Le milieu et les circonstances de l'enquête</i>	162
1-1 Le milieu de l'enquête.....	162
1-2 Les circonstances de l'enquête	163
2. <i>Echantillon de la recherche</i>	164
3. <i>Les instruments de mesures</i>	166
3-1 L'entretien semi-directif.....	166
3-2 Le questionnaire.....	170
4. <i>Questionnaire adressé aux investisseurs institutionnels</i>	171
5. <i>Questionnaire destiné aux dirigeants des entreprises</i>	180
6. <i>Traitement informatique et statistiques des données</i>	192
CONCLUSION	195
CHAPITRE V : MODELE EMPIRIQUE DE L'IMPACT DE LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE SUR LE PROCESSUS DECISIONNEL	197
INTRODUCTION	198
SECTION 1 : VERIFICATION EMPIRIQUE DES DETERMINANTS DE LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE	199
1. <i>La volonté du dirigeant</i>	199
1-1 Présentation des résultats.....	199
1-2 Interprétation des résultats	202
1-3 Récapitulation	203
2. <i>La structure de l'actionnariat</i>	204
2-1 Présentation des résultats.....	204
2-2 Interprétation des résultats	205
3. <i>La taille de l'entreprise</i>	206
3-1 Présentation des résultats.....	207
3-2 Interprétation des résultats	208
4. <i>Le secteur d'activité</i>	208
4-1 Présentation des résultats.....	209
4-2 Interprétation des résultats	209
5. <i>Le conseil d'administration</i>	210
5-1 Présentation des résultats.....	210
5-2 Interprétation des résultats	212
6. <i>Récapitulatif</i>	213
SECTION 2 : VERIFICATION EMPIRIQUE DES FACTEURS DE LA PRISE DE DECISION.....	214
1. <i>Les facteurs de la décision liés au dirigeant</i>	214
1-1 Présentation des résultats.....	214
1-2 Interprétation des résultats	216

2.	<i>Les facteurs de la décision liés à l'environnement de l'entreprise</i>	217
2-1	Présentation des résultats	217
2-2	Interprétation des résultats	218
3.	<i>Les facteurs de la décision d'ordre informationnel</i>	218
3-1	Présentation des résultats	219
3-2	Interprétation des résultats	220
4.	<i>Récapitulatif</i>	221
SECTION 3 : VERIFICATION EMPIRIQUE DES HYPOTHESES DE RECHERCHE		222
1.	<i>Les hypothèses de la qualité de la communication financière</i>	222
1-1	Construction et validation des hypothèses de la qualité de communication financière	222
1-2	La validation empirique du cadre d'analyse	223
1-3	Vérification des hypothèses	224
1-4	Confirmation du modèle de la régression linéaire	228
2.	<i>Les hypothèses de la prise de décision</i>	231
2-1	Construction et validation des hypothèses du processus de prise de décision	231
2-2	La validation empirique du cadre d'analyse	232
2-3	Vérification des hypothèses	233
2-4	Confirmation du modèle de la régression linéaire	236
CONCLUSION		238
CHAPITRE VI : LA QUALITE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA PRISE DE DECISION D'INVESTISSEMENT		240
INTRODUCTION		241
SECTION 1 VERIFICATION EMPIRIQUE DE RELATION ENTRE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET LA PRISE DE DECISION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS		242
1.	<i>La performance de l'entreprise</i>	242
1-1	Présentation des résultats	242
1-2	Interprétation des résultats	245
2.	<i>Le contenu de la communication financière</i>	245
2-1	Présentation des résultats	245
2-2	Interprétation des résultats	247
3.	<i>Le contenu comptable de la communication financière</i>	247
3-1	Présentation des résultats	247
3-2	Interprétation des résultats	249
4.	<i>Les effets des investisseurs institutionnels</i>	249
4-1	Présentation des résultats	249
4-2	Interprétation des résultats	251
SECTION 2 : VERIFICATION EMPIRIQUE DES HYPOTHESES DE RECHERCHE		251
1.	<i>Construction et validation des hypothèses de recherche</i>	251
2.	<i>La validation empirique du cadre d'analyse</i>	252
3.	<i>Vérification des hypothèses</i>	255
CONCLUSION		259
CONCLUSION GENERALE		261
BIBLIOGRAPHIE		267
LISTE DES ANNEXES		277
LISTE DES FIGURES		312
LISTE DES TABLEAUX		314

