

L'impact de la qualité de l'information financière sur la décision d'investissement : Cas des entreprises cotées

Khoufi Nouha, Khoufi Walid

Accounting Department, University of Sfax
3017 FSEG, Sfax, Tunisia

nouhakhoufi@yahoo.fr

IHEC Sfax

3061, IHEC, Sfax, Tunisia

walid.khoufi@yahoo.fr

Abstract — L'objectif de cette recherche est d'examiner à travers les fondements de la théorie positive de la comptabilité, le lien entre la qualité de l'information financière véhiculée à travers les résultats comptables et la décision d'investissement des entreprises. Nous appréhendons les caractéristiques du contexte tunisien grâce à une étude empirique de 50 entreprises cotées en bourse sur la période 2012-2016. Nous constatons que le conservatisme comptable ne présente aucun effet significatif et ne peut donc constituer un levier d'action dans l'amélioration du comportement d'investissement des entreprises tunisiennes. Nous attribuons de pareils résultats principalement aux spécificités contextuelles de l'environnement tunisien, notamment le cadre institutionnel, les réalités culturelles et les caractéristiques du système de gouvernance des entreprises.

Keywords— Qualité de l'information financière ; décision d'investissement ; conservatisme comptable ; coûts d'agence ; contrainte de financement.

I. INTRODUCTION

Le document Conscient que l'investissement représente la force motrice de création de valeur dans l'économie et du rôle crucial de l'information financière dans l'allocation optimale des capitaux, la théorie positive de la comptabilité fournit un cadre associant la qualité de l'information financière au comportement d'investissement des entreprises. En effet, une meilleure qualité de l'information financière publiée, améliore le comportement d'investissement des entreprises en agissant à travers deux conduits, à savoir un meilleur contrôle des actions des dirigeants (Bushman et Smith, 2001 ; 2003), et la signalisation au marché. (Frankel et Li, 2004), abaissant à la fois les coûts d'agence et les problèmes d'asymétrie d'information. Plusieurs auteurs documentent qu'une information financière de qualité est associée à une réduction du coût du capital (Francis et al; 2004 ; Lara et al; 2010), à une augmentation de la liquidité des titres (LaFond et al; 2007) ou encore à une réduction du sur ou sous-investissement (Biddle et al; 2009 ; Garcia Lara et al. 2013).

La théorie financière établit qu'il existe un niveau optimal d'investissement et que les sociétés sont susceptibles de s'éloigner en sur- ou sous-investissant du fait notamment de l'existence de frictions sur les marchés. Ces frictions ou imperfections, en particulier l'alea moral (*moral hazard*) et la sélection adverse (*adverse selection*), résultent de l'asymétrie d'information existant entre les dirigeants et les apporteurs externes de capital. Dès lors, tout mécanisme ayant pour effet d'atténuer cette asymétrie devrait permettre d'améliorer l'efficacité des politiques d'investissement des sociétés. Biddle et al. (2009) montrent ainsi qu'une information comptable de meilleure qualité, supposée réduire l'asymétrie d'information et contribue de ce fait à un meilleur fonctionnement des marchés financiers.

Au niveau de cette recherche, nous nous intéresserons spécifiquement à l'association entre la qualité de l'information financière et l'efficacité des décisions d'investissement des entreprises. Ainsi, d'un côté, une meilleure qualité de l'information financière, déferait les incitations des dirigeants à s'engager dans des activités sous optimales, en accroissant l'habilité des organes de contrôle à surveiller les activités des dirigeants, notamment, celles se rattachant aux décisions d'investissement (Ahmed et Duellman, 2011). De fait, les caractéristiques de l'information financière qui garantissent l'incorporation des mauvaises nouvelles dans les résultats en temps opportun, réduisent les motivations des dirigeants à mettre en place des investissements non rentables, de peur de voir les pertes s'accroître sous leurs mandats et d'être sévèrement sanctionnés (Ball et Shivakumar, 2005).

D'un autre côté, en endossant un rôle de signalisation, une meilleure qualité de l'information financière abaisserait les niveaux d'asymétrie d'information entre la firme et les fournisseurs de capitaux et contribuerait à cet effet à attirer de nouveaux investisseurs, à atténuer le coût du capital, et à réduire le sous-investissement (Biddle et al; 2009).

L'objectif de cette recherche est d'étendre cette lignée de travaux récents et d'examiner le lien entre la qualité de l'information financière et le comportement d'investissement

des entreprises tunisiennes. Cette relation a suscité notre intérêt en raison de l'importance de ses enjeux pour les entreprises tunisiennes étant donné que l'investissement représente la pierre angulaire de création de valeur, les contraignant à identifier les facteurs qui l'influencent.

Le contexte tunisien nous a semblé un terrain adéquat pour une telle étude pour plusieurs raisons.

D'une part, nous y avons trouvé une piste de recherche intéressante en vue de tester les conséquences économiques de la qualité de l'information financière dans un tel environnement, essentiellement face à ce doute croissant qui se fait jour sur la qualité des résultats comptables suite à la vague de scandales financiers dont la Tunisie n'a pas été épargnée avec l'affaire BATAM¹.

D'autre part, l'intérêt grandissant porté par les autorités réglementaires tunisiennes quant à la publication d'une information financière de qualité, nous a poussés à nous intéresser de près aux conséquences économiques de la publication d'une information financière de qualité dans un tel contexte. De même, les firmes tunisiennes sont caractérisées par un faible environnement informationnel, à savoir un faible niveau de divulgation volontaire d'informations, peu de suivi par les analystes financiers et la quasi absence de couverture médiatique par la presse économique et financière, qui rend l'information comptable une composante relativement plus dominante parmi l'ensemble des informations utilisées par les différents utilisateurs des états financiers dans leurs prises de décision².

En ce sens, même en présence d'une moindre qualité de l'information financière publiée, cette dernière aurait probablement un poids considérable dans l'amélioration du comportement d'investissement des entreprises à travers l'atténuation des coûts d'agence et de l'asymétrie de l'information dans la mesure où il existe peu de sources d'informations qui lui sont substituable.

La présente recherche est organisée comme suit. La section II exposera une revue de la littérature reliant la publication d'une information financière de qualité à l'efficacité des politiques d'investissement des entreprises ainsi que le développement des hypothèses. La section III sera consacrée à la méthodologie suivie des résultats et discussions qui feront l'objet de la section IV. La dernière section conclut l'étude.

II. L'ASSOCIATION ENTRE LA QUALITE DE L'INFORMATION FINANCIERE ET LA DECISION D'INVESTISSEMENT DES SOCIETES

Tout un courant de la littérature comptable fait valoir qu'une meilleure qualité de l'information financière divulguée

¹ C'est une affaire de manipulation des comptes que les commissaires aux comptes, comme dans l'affaire Enron aux Etats-Unis, n'ont pas dénoncé à temps et qui a pris l'allure d'un véritable scandale financier, touchant la crédibilité du marché des actions et fragilisant sept banques de la place.

² Mirshekary et Saudagaran (2005), et Al-Razeen and Karbhari (2007), ont montré que dans les pays émergents, l'information financière représente la source d'information privilégiée des utilisateurs des états financiers.

permet d'améliorer la décision d'investissement, à travers l'abaissement des problèmes d'asymétrie d'information, coûts de capital et coûts d'agence, lesquelles entraîneront respectivement l'atténuation de sur et/ou de sous-investissement (Bushman et Smith, 2001 ; Lambert, 2001 ; Verrecchia, 2001 ; Watts, 2003 ; Ball et Shivakumar, 2005, etc...).

Une firme peut être conceptuellement considérée comme investissant de manière efficace si elle entreprend des projets dont la valeur actuelle nette (VAN) est positive. Le surinvestissement consiste ainsi à investir dans des projets dont la VAN est négative, alors que le sous-investissement peut être défini comme le fait de ne pas investir dans des projets dont la VAN est positive.

Chen et al (2011) ont examiné sur un panel de 21 économies émergentes, l'association entre la qualité du résultat comptable et l'efficacité de l'investissement. Bien que les auteurs partent de l'hypothèse que dans le contexte de pays émergents la qualité de l'information financière serait moins disposée à atténuer l'inefficacité de l'investissement, leur résultat démontre le contraire. De fait, les auteurs révèlent qu'une meilleure qualité de l'information financière divulguée, réduit à la fois les problèmes de sur et le sous-investissement. En outre, leur résultat indique que les sources de financement, en l'occurrence la dette bancaire, et les incitations fiscales conditionnent cette relation.

A. *Qualité de l'information financière, coût du capital et asymétrie d'information*

L'information financière représente une source importante d'informations spécifiques à l'entreprise, qui tend à réduire le niveau d'asymétrie d'information entre les investisseurs et la firme et contribue de ce fait à un meilleur fonctionnement des marchés financiers (Healy P and Palepu K, 2001). Plusieurs travaux empiriques se sont focalisés en particulier sur la fiabilité du résultat comptable comme mesure de la qualité de l'information financière, puisque les investisseurs se basent sur les résultats, en vue d'apprécier la performance de la firme (Francis et al; 2003).

Ainsi, Easley et O'Hara (2004) ont démontré qu'une information financière de faible qualité entraîne un risque informationnel non diversifiable entre les investisseurs informés et non informés, augmentant ainsi le coût du capital. En revanche, la publication d'une meilleure information financière en termes de qualité et de quantité, réduirait ce niveau de risque et par conséquent le coût du capital. De manière similaire, Yee (2006) affirme qu'une faible qualité de l'information publiée, est considérée comme un facteur de risque non diversifiable entraînant une hausse de la prime de risque, composante du coût de capital. Conséquemment, les entreprises se doivent de divulguer aux investisseurs une information des plus précises afin de réduire leur coût de capital. En adoptant une approche quelque peu différente, Lambert et al; (2007) démontrent comment une meilleure qualité de l'information financière divulguée, consent à réduire le risque systématique et cela, en modifiant les

perceptions des différents intervenants sur le marché financier quant à la distribution des cash-flows futurs, et par conséquent, à atténuer le coût de capital.

Ainsi, À la lumière de la littérature développée ci-dessus et des travaux empiriques, si une meilleure qualité de l'information financière publiée, notamment en termes de fiabilité, permet d'atténuer les niveaux d'asymétrie d'information, et donc le coût du capital, elle serait alors associée à une meilleure décision d'investissement, en facilitant aux entreprises d'accéder aux sources externes de financement à moindre coût, et par conséquent, à réduire le sous-investissement. Une telle association a été de fait documentée aussi bien sur les marchés développés qu'émergents, d'où, nous proposons de tester l'hypothèse suivante :

H1 : une meilleure qualité de l'information financière publiée est négativement associée au sous-investissement.

B. Qualité de l'information financière, coûts d'agence et contrôle des dirigeants

Une abondante littérature ne cesse de démontrer à quel point l'information financière revêt un rôle essentiel dans l'atténuation des coûts d'agence (Watts R.L et Zimmermann J.L 1978), En effet, l'information financière est couramment utilisée comme un input dans les contrats de rémunération incitative pour motiver les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires et constitue une importante source d'informations sur laquelle s'appuient les organes de gouvernance en vue de contrôler les activités managériales (Bushman R et Smith A, 2001, Ahmed A et Duellman S, 2007). En particulier l'une des caractéristiques inhérente à l'information financière, à savoir le conservatisme du résultat comptable, permet de faciliter aux conseils d'administration d'exercer un meilleur contrôle sur les décisions des dirigeants en détectant promptement les comportements opportunistes de ces derniers, notamment en matière d'investissement (Ball and Shivakumar, 2005). D'où, les dirigeants seront conscients que face à une comptabilité conservatrice, les pertes générées par des investissements non rentables, seront immédiatement reconnues (Ahmed A et Duellman S, 2011).

A partir de ce là, si les caractéristiques attachées à l'information financière, en particulier le niveau de conservatisme comptable, permet de mieux contrôler les actions des dirigeants, elles peuvent alors être associées à une meilleure décision d'investissement en atténuant la mise en place de projets destructeurs de valeur (Ball et Shivakumar, 2005). Ainsi Ahmed et Duellman (2010) ont trouvé que face à des pratiques comptables conservatrices, les dirigeants s'engagent dans des investissements à VAN positive, générant des cash-flows futurs positifs. De là, nous tentons de vérifier l'hypothèse ci-après :

H2 : une meilleure qualité de l'information financière publiée est négativement associée au surinvestissement.

III. METHODOLOGIE

L'objectif de cette section est d'exposer nos principaux choix méthodologiques. Nous présentons ainsi successivement l'échantillon utilisé (A), la spécification du modèle (B), les différentes mesures de l'efficacité des décisions d'investissement (C) et de la qualité de l'information financière (D) ainsi que les variables de contrôle (E).

A. Échantillon et collecte des données

L'échantillon de départ est constitué de l'ensemble des entreprises tunisiennes cotées à la Bourse de Valeur mobilière de Tunis (BVMT). Les données relatives aux sociétés cotées sont collectées à partir de leurs états financiers publiés aux bulletins officiels et/ou à partir des prospectus d'émission disponibles au conseil du marché financier de Tunis, pour une période allant de 2012 à 2016.

Le tableau I présente la procédure de la sélection de l'échantillon final.

TABLE I
PROCEDURE DE LA SELECTION DE L'ECHANTILLON FINAL

Echantillon	Entreprises cotées
Echantillon de départ	105
<ul style="list-style-type: none"> Les banques, les assurances, les sociétés de leasing et les OPCVM. 	35
<ul style="list-style-type: none"> Les entreprises dont les informations ne sont pas disponibles. 	20
Echantillon final	50

B. Modèle empirique

Selon Biddle et al ; (2009) une information financière de meilleure qualité est associée avec une réduction de sur ou du sous-investissement. Cette intuition est testée avec l'aide du modèle suivant :

$$INVST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INFQ_{i,t} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 EXCASH_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 TAILL_{i,t} + \sum \beta_j CONTR_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Avec :

INVST_{i,t} : la décision d'investissement de l'année t, qui forme une variable dichotomique prend la valeur « 1 » pour les entreprises ayant une décision de surinvestissement, « 0 » pour les entreprises ayant une décision de sous-investissement.

INFQ_{i,t}: représente la mesure de la qualité de l'information financière, telle que décrite ci-dessous.

FCF_{i,t}: variable indicatrice de partition qui prend la valeur « 1 » si l'indice de FCF de l'entreprise est supérieur à la médiane annuelle de l'échantillon, « 0 » sinon.

EXCASH_{i,t}: variable indicatrice de partition qui prend la valeur « 1 » si la firme dégage des résidus positifs émanant du modèle d'estimation du ratio d'actifs liquides, « 0 » sinon.

DIV_{i,t} : variable indicatrice de partition qui prend la valeur « 1 » si le ratio de distribution des dividendes de la firme est inférieur à la médiane annuelle de l'échantillon, « 0 » sinon.

TAILL_{i,t} : variable indicatrice de partition, qui prend la valeur « 1 » si la valeur comptable du total actifs de la firme est inférieur à la médiane annuelle de l'échantillon, « 0 » sinon.

ΣCONT_{i,t} : l'ensemble des variables de contrôle, tel que décrit ci dessous.

$\varepsilon_{i,t}$: le terme d'erreur.

C. Mesure de l'efficacité des politiques d'investissement

Pour tester nos hypothèses, nous nous devons d'abord, de choisir un schéma de classification qui nous permet de distinguer aisément entre les entreprises ayant une décision à surinvestir ou à sous-investir. Pour ce faire, nous utiliserons les caractéristiques propres à l'entreprise, susceptibles d'influencer l'hypothèse que l'entreprise se trouve dans l'un des deux groupes. Il a été largement démontré dans la littérature financière que les coûts d'agence et les contraintes de financement, sont des critères spécifiques qui nous permettent de classer les firmes dans l'un des deux groupes.

Mesure des coûts d'agence : En vue de classer les firmes comme prédisposées à surinvestir, nous nous référons au critère du risque de Free Cash-flow. En effet, d'après Jensen (1986), la présence de Free Cash-flow augmente le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et leur offre la possibilité de consommer aisément les avantages privés et cela, de différentes formes. Le risque attaché à la présence de FCF concerne notamment la gestion inefficace de cette ressource sous forme d'investissement sous-optimal (Shleifer et Vishny, 1997). C'est pourquoi le surinvestissement est plus probable de se produire auprès des firmes ayant un risque élevé de Free cash-flow. Pour le calcul du FCF, nous avons retenu la mesure utilisée par Poulain-Rehm (2008), à savoir : CF= résultat d'exploitation avant amortissement, intérêts et impôts – (les impôts + les intérêts sur emprunts) – variation du Besoin en fonds de roulement – les dépenses d'investissement. Le FCF, ainsi calculé, est rapporté à la valeur comptable des actifs de l'entreprise pour tenir compte des effets liés à la taille. Les firmes ayant un indice de FCF élevé sont classées à l'exemple de celles qui ont un problème de surinvestissement probable. Nous allons tenir compte d'une seconde mesure pouvant traduire le risque éventuel de surinvestissement qui porte sur la détention d'actifs liquides en excès par l'entreprise. En effet, la littérature financière (Blanchard et al; 1994 ; Harford, 1999 ; Couderc, 2006) a montré que plus la proportion de l'actif total de la firme est détenu sous forme d'actifs liquides, plus élevée serait la probabilité que ces actifs soient investis de façon sous optimale.

En vue d'estimer le niveau d'excès de trésorerie (Excess Cash), nous adopterons la méthodologie d'Opler et al; (1999). Ces derniers ont démontré que le niveau d'actifs liquides d'une firme est fonction de certaines de ses caractéristiques, à savoir les opportunités de croissance, le niveau d'endettement,

la taille et le risque de la firme. Ainsi, pour obtenir l'excès de Cash, nous régresserons le ratio d'actif liquides sur ses déterminants et nous utiliserons par la suite, les résidus de ce modèle comme une mesure de l'excès de trésorerie. Les firmes ayant des résidus positifs, seront classées parmi celles plus enclines au surinvestissement.

1) *Mesure des contraintes de financement* : en raison de la difficulté d'identifier un indicateur universel pour mesurer les contraintes de financement, nous utiliserons les deux critères les plus répandus dans la littérature financière. La première mesure concerne le ratio de distribution de dividendes (DIV) qui s'inspire du critère de Fazzari et al; (1988). D'après les auteurs, l'idée de base derrière ce critère de classification est que les entreprises confrontées à des contraintes financières, ont tendance à réduire leurs niveaux de distribution de dividendes afin d'assurer des fonds suffisants pour faire face à leurs investissements futurs. Les firmes dont leur ratio se trouve au-dessous de la médiane annuelle de l'échantillon, seront classées parmi celles contraintes financièrement. Le ratio de distribution des dividendes est mesuré par le rapport entre le montant des dividendes distribués et le résultat net. La seconde mesure est inspirée de celle Gilchrist et Himmelberg (1995) et s'appuie sur le critère de la taille des actifs (TAIL). D'après les auteurs, les entreprises de petite taille sont susceptibles d'être contraintes financièrement, puisqu'elles sont souvent jeunes, faisant qu'elles soient moins visibles sur le marché, plus disposées à rencontrer des problèmes d'asymétrie d'information et par conséquent à obtenir un financement externe plus coûteux.

D. Mesure de la qualité de l'information financière

Il n'existe aucune mesure universelle précise pour définir la qualité de l'information financière, mais aucun chiffre ne pourrait être aussi attrayant pour les utilisateurs des états financiers, que le résultat comptable (Dechow et al; 2010). D'après Francis et al; (2005), la qualité des résultats comptables revêt à la fois plusieurs attributs, à savoir la fiabilité, la pertinence, le conservatisme, la ponctualité, le lissage, la prédictibilité et la persistance.

Au niveau de cette recherche, nous allons en particulier nous intéresser à un attribut du résultat comptable, à savoir le conservatisme comptable. En effet, un résultat comptable plus conservateur, alloue aux organes de gouvernance d'exercer un meilleur contrôle sur les décisions managériales, et donc à réduire ex-ante leur incitation et leur habilité à entreprendre des investissements non rentables. Cependant, nous allons spécifiquement nous intéresser au conservatisme conditionnel³, puisque nous nous apprêtons à démontrer que par la

³ Il existe deux types de conservatisme : le conditionnel et l'inconditionnel.

Le conservatisme inconditionnel entraîne la sous-évaluation de la valeur comptable des actifs nets dès le commencement de l'activité économique de la firme, en raison de la sélection au préalable de méthodes comptables conservatrices (Givoly et al; 2007).

Alors que la sous-évaluation des actifs entraînée par le conservatisme conditionnel est attribuable au retard de comptabilisation entre les pertes et les gains latents.

reconnaissance asymétrique des gains et des pertes, cette forme de conservatisme endosse un rôle de contrôle sur les activités des dirigeants, notamment celles se rattachant à la décision d'investissement. Nous utiliserons l'accumulation des accruals non courants, en vue d'appréhender le degré de conservatisme pour chaque entreprise-année.

Cette mesure a été initialement développée par Givoly et Haynes (2000) et reprise par la suite par plusieurs auteurs (Ahmed et Duellman, 2011 ; Xu et al; 2012). Ces derniers avancent que l'intuition sous-jacente derrière le recours à cette mesure c'est qu'elle capture la prudence comme la tendance des comptables à exiger plus de vérification pour reconnaître les bonnes nouvelles dans les états financiers et à anticiper les mauvaises nouvelles. En effet, les accruals non courants comprennent des postes comptables sujets à l'application du principe de prudence, tels que : les dotations aux provisions, l'effet de changements des méthodes d'estimation comptable, les pertes sur cession d'actifs, l'impairment des actifs, etc. Bien que ces rubriques soient mandatées par les Principes Comptables Généralement Admis, le calendrier et la taille de ces charges, sont laissés au gré des dirigeants, qui fait qu'elles soient en grande partie soumises à leur discrétion et constituent donc une mesure du conservatisme comptable (Kwon et al; 2006).

Les accruals non courants (*ACCNC*) sont mesurés par la différence entre les accruals totaux (résultat net – flux de trésorerie d'exploitation) et les accruals courants.

Nous estimerons l'ampleur des *ACCNC* sur une période de 3 années, allant de t-2 à t. Pour faciliter l'interprétation, nous multiplierons cette valeur par (-1). Ainsi, des valeurs positives sont synonymes à des pratiques comptables conservatrices.

E. Les variables de contrôle

Conformément à la littérature antérieure, nous introduisons à part entière dans le modèle à tester, les variables de contrôles dont la littérature financière a identifié comme influençant les dépenses d'investissements des firmes.

$MTB_{i,t}$ = le ratio market to book. La théorie néo-classique (Tobin 1969; Hayashi, 1982) reconnaît les opportunités de croissance comme la variable clé des décisions d'investissement.

Nous retenons le ratio Market to book comme une première mesure des opportunités de croissance. Il est mesuré à l'instar de Denis et al; (1994) par le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres (*Market to book ratio*).

$XCE_{i,t}$ = à l'instar Biddle et al; (2009) et Chen et al;(2011), nous allons inclure la croissance des ventes comme une mesure additionnelle des opportunités de croissance. Elle est mesuré par la variation du chiffre d'affaire de l'entreprise entre l'année t et t-1.

$SIZE_{i,t}$ = logarithme du total de l'actif comptable . La taille de la firme représente également un facteur explicatif des dépenses d'investissement, en raison qu'elle peut influencer l'accès aux capitaux externes.

$DEBT_{i,t}$ = endettement total divisé par le total actif. En référence à Myers (1977), le levier financier peut entraîner le sous-investissement dû au problème du surendettement.

VI. ANALYSE DES RESULTAS

Après une description de nos principales variables, nous exposons et discutons les résultats de nos analyses descriptives et multivariées.

A. Analyse descriptive

Le tableau II.1 récapitule les principales valeurs des statistiques des différentes variables retenues dans l'analyse. Sur la période analysée. Les statistiques dévoient aussi qu'en moyenne, les entreprises tunisiennes détiennent un taux élevé de croissance des ventes (42%), lequel peut soulever un problème lié aux contraintes de financement faisant que les entreprises se trouvent dans l'obligation d'accumuler des fonds internes, en vue de pouvoir financier les opportunités d'investissement rentable qui se présenteront dans le futur.

TABLE II.1
LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DEPENDANTES ET EXPLICATIVES CONTINUES⁴

Variable	Moyenne	Ecart Type	Minimum	Maximum
CONSV	0.008	0.073	-0.244	-1.205
MTB	1.886	2.217	-0.431	14.566
XCE	0.4178	0.755	-3.236	1.490
SIZE	16.566	0.998	16.258	22.314
DEBT	0.722	4.534	0.033	0.927

Le tableau II.2 dévoile, également que les entreprises tunisiennes, exposent un niveau moyen d'ANC de (0,008), révélant qu'elles pratiquent une faible comptabilité conservatrice comparativement à la valeur moyenne (0.01) décelée par Xu X et al; (2012) sur le marché Chinois.

L'analyse bi-variée a été également conduite pour tester l'éventuelle présence de problème de multi-colinéarité entre les variables explicatives. La matrice des corrélations de Spearman dévoile que les coefficients de corrélation sont faibles. Une seconde mesure de la multi colinéarité est utilisée, il s'agit du calcul du VIF. Les résultats montrent que les

⁴ *INVEST*= dépenses d'investissement de la firme mesurées par la différence entre les valeurs brutes des actifs immobilisés de t+1 et t, déflatées par le stock de capital du début de la période. *CONSV* = mesure du conservatisme moyennant les Accruals Non Courants. *MTB* = market to book ratio (valeur de marché des capitaux propres rapportée à la valeur comptable). *XCE* = taux de croissance des ventes de l'année t, mesuré par la variation du chiffre d'affaire de l'entreprise entre l'année t et t-1. *SIZE* = logarithme du total actif comptable de l'entreprise. *DEBT* = dettes totales rapportées à la valeur comptable du total actif.

corrélations entre les variables explicatives sont assez faibles, qui fait que nos régressions peuvent être menées sans biais.

TABLE II.2
LES STATISTIQUES DESCRIPTIVES DES VARIABLES DEPENDANTES ET EXPLICATIVES BINAIRES⁵

	Fréquence	Pourcentage
FCF	117	45.09 %
EXCASH	109	49.92 %
DIV	121	52.69 %
TAILL	119	51.84%

B. Analyse multivariée

Le tableau 3 présente les résultats de la régression logistique en panels testant la relation entre la qualité de l'information comptable et la probabilité de sous et de surinvestissement. Il est d'abord important de noter que la régression logistique exige l'absence de problèmes de multicollinéarité entre les variables indépendantes introduites dans un même modèle.

Toutefois, l'analyse univariée nous a dévoilée l'absence de problèmes de colinéarité. Le modèle Logit appliqué sur données de panel peut être estimé à travers un effet fixe ou aléatoire. Puisque la variable dépendante est binaire et l'effet spécifique doit être éliminée, seules les entreprises qui ont changé de statut d'une période à une autre, sont prises en compte dans l'estimation, ce qui implique l'exclusion d'observations qui n'ont pas varié dans le temps (Cameron et Trivedi, 2010).

Avant d'interpréter nos résultats, il est important de noter que la qualité de prédiction de nos modèles est très forte (90%) et cela, pour les différentes spécifications retenues. Les modèles présentent également, une significativité globale très bonne, dans la mesure où le test du rapport de vraisemblance (LR test) est significatif au seuil de 1%.

TABLE III
RESULTATS DE L'ESTIMATION DE LA RELATION ENTRE LA QUALITE DU RESULTAT COMPTABLE ET LA PROBABILITE DE SOUS-INVESTISSEMENT ET DE SURINVESTISSEMENT.

OVERINVEST	UNDINVEST
------------	-----------

⁵ **FCF** = variable indicatrice qui prend la valeur 1 si l'indice de FCF de l'entreprise est supérieur à la médiane annuelle de l'échantillon, 0 sinon. **EXCASH** = variable indicatrice qui prend la valeur 1 si la firme dégage des résidus positifs émanant du modèle d'estimation du ratio d'actifs liquides, 0 sinon. **DIV** = variable indicatrice qui prend la valeur 1 si le ratio de distribution des dividendes de la firme est inférieur à la médiane annuelle de l'échantillon. **TAILL** = variable indicatrice qui prend la valeur 1 si la valeur comptable du total actif de la firme est inférieur à la médiane annuelle de l'échantillon, 0 sinon.

	CONSV		CONSV	
	FCF	EXCASH	DIV	TAILL
INFQ	0.071 (0.21)	0.031 (0.44)	0.015 (0.39)	0.019 (0.61)
MTB	0.756 (2.55)***	0.705 (2.34)**	-0.755 (-2.51)***	-0.789 (-2.53)***
XCE	0.681 (1.82)*	0.600 (1.65)*	-0.689 (-1.87)***	-0.683 (-1.87)*
SIZE	-6.06 (-4.16)***	-5.769 (-3.88)***	5.869 (4.11)***	5.863 (4.13)***
DEBT	-0.005 (-0.02)	-0.640 (-0.42)	0.339 (0.23)	0.314 (0.21)
Constante	-94.723 (-3.96)***	-94.560 (-3.98)***	97.961 (4.00)***	92.602 (3.73)***
Log likelihood	-57.997	-57.835	-57.619	-57.251
LR test	23.83***	23.33***	23.27***	23.03***
Qualité de Prédiction	90.22%	90.54%	89.78%	90.45%
Effet spécifique	Aléatoire	Aléatoire	Aléatoire	Aléatoire

* Coefficient significatif à 10% ; **Coefficient significatif à 5% ; *** Coefficient significatif à 1%.

Nous décelons l'absence d'un effet significatif entre le conservatisme du résultat comptable et les dépenses d'investissement des entreprises contraintes financièrement. Un pareil résultat peut s'expliquer par le fait que les firmes tunisiennes pratiquent en moyenne une faible comptabilité conservatrice, faisant que ce niveau ne soit pas suffisant pour que cet attribut du résultat comptable puisse endosser un rôle informationnel et réduire le sous-investissement. Un pareil résultat est contradictoire à celui trouvé par Xue et al ; (2012) sur le marché chinois,

Nos résultats peuvent, toutefois, s'expliquer par les spécificités contextuelles du marché tunisien ainsi que le comportement de l'investisseur tunisien.

Ainsi, nous pouvons d'abord avancer que la faible qualité de l'information financière qu'affichent en moyenne les

entreprises tunisiennes peut expliquer nos résultats. De fait, d'après les statistiques descriptives, les firmes tunisiennes affichent en moyenne un moindre conservatisme en comparaison aux firmes américaines ou chinoises. A priori, ce niveau de qualité, ne semble pas assez suffisant aux yeux de l'investisseur tunisien, pour constituer un moyen permettant d'atténuer les niveaux d'asymétrie d'information à l'égard de la firme, de réduire son coût de capital, et par conséquent, de financer des projets à VAN positive et de réduire le sous-investissement. Ensuite, nous pouvons invoquer la dimension comportementale de l'investisseur tunisien dans l'explication de nos résultats. En effet, ce dernier peut ne pas avoir suffisamment confiance en la précision de l'information financière véhiculée à travers les résultats comptables, de sorte qu'elle ne puisse réduire les niveaux d'asymétrie d'information envers la firme. Bien au contraire, pour l'investisseur tunisien, l'information financière divulguée publiquement, accentuerait les niveaux d'asymétrie d'information, puisque ce dernier, ne considère pas une telle information comme une source fiable d'informations et aurait davantage confiance en l'information collectée par ses propres moyens et à travers des canaux privés. De fait, Loukil L et Yousfi O (2012) ont récemment relevé que l'investisseur tunisien n'a aucune confiance en l'information publique divulguée par les entreprises et aurait davantage confiance en l'information privée. Les auteurs, ont spécifiquement décelé, que seule l'information privée réduit les niveaux d'asymétrie d'information sur le marché boursier tunisien.

Par ailleurs, les résultats nous révèlent que le conservatisme comptable, ne présente pas un effet significatif sur les dépenses d'investissement des firmes plus enclines au surinvestissement. Les spécificités des systèmes de gouvernance des entreprises tunisiennes peuvent expliquer en partie nos résultats. Ainsi, les conseils d'administration des firmes tunisiennes sont dominés par des internes et sont également caractérisés par le cumul de la fonction de dirigeant et de celle de Président du conseil (Klai N et Omri A, 2011). Ces raisons font que même par la signalisation immédiate des pertes, le conservatisme comptable ne peut endosser un rôle de contrôle, faisant que les dirigeants ne soient pas réellement menacés par le risque de licenciement émanant de la part d'un conseil qu'ils contrôlent eux-mêmes. Autrement dit, le mérite du conservatisme en tant que mécanisme de gouvernance ne semble pas fonctionner lorsque les parties qui sont censées être soumises à son contrôle, déterminent son application, qui fait qu'il ne peut constituer un levier d'action dans l'amélioration de l'efficacité de l'investissement des entreprises à travers l'atténuation des coûts d'agence.

Dans l'ensemble, nos résultats montrent que la qualité de l'information financière véhiculée à travers les résultats comptables, ne joue aucun rôle dans l'atténuation des frictions de marché et des coûts d'agence, et par conséquent, entrave l'efficacité des politiques d'investissement. Ces résultats rejettent le cadre de la théorie positive et révèlent que les rôles de signalisation et de contrôle de l'information financière sont tributaires des caractéristiques du système de gouvernance des

entreprises, de l'environnement institutionnel et des réalités culturelles des investisseurs.

En se tournant vers les différentes variables de contrôle, nous pouvons constater que conformément à nos hypothèses, le ratio market to book et la croissance des ventes présentent accroissent (diminuent) la probabilité de surinvestissement (sous-investissement). De tels résultats montrent que les dépenses d'investissement des firmes tunisiennes sont drainées principalement, par la présence de ressources internes et d'opportunités de croissance. Tandis que la taille de l'entreprise diminue (accroît) cette probabilité. Quant au ratio d'endettement, cette variable bien qu'elle présente un impact négatif, ce qui est conforme aux prédictions théoriques de Myers (1977), cet effet reste non significatif.

V. CONCLUSIONS

Notre étude constitue un apport enrichissant de la documentation actuelle sur le rôle informationnel de l'information financière. En effet, en se basant sur la théorie d'agence, une meilleure qualité de l'information véhiculée à travers les résultats comptables, semble améliorer, le comportement d'investissement des entreprises en abaissant les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts d'agence.

A cet effet, notre analyse a porté sur un échantillon de 50 entreprises cotées à la BVMT s'étalant sur la période de 2012 à 2016. Nous étendons ce courant de recherche au contexte de la Tunisie, en raison de l'importance de ses enjeux pour les entreprises. La vérification empirique des hypothèses avancées en faisant recours aux données de panel n'a pas permis de les confirmer en totalité. Ainsi, aux termes de notre recherche, les résultats indiquent que le conservatisme comptable ne présente aucun effet significatif et ne peut donc constituer un levier d'action dans l'amélioration du comportement d'investissement des entreprises tunisiennes. Nous pouvons expliquer ces résultats par le fait que les entreprises tunisiennes pratiquent une faible comptabilité conservatrice faisant que ce niveau ne soit pas suffisant pour permettre à cet attribut du résultat de revêtir un rôle informationnel allouant à atténuer les problèmes d'asymétrie d'information présents entre la firme et ses fournisseurs de capitaux. Par ailleurs, nous dévoilons que la qualité de l'information financière, et en particulier le résultat comptable, ne joue aucun rôle dans l'atténuation des frictions de marché et des coûts d'agence, et de ce fait, entrave l'efficacité de l'investissement. Nous pouvons aussi avancer que nos résultats peuvent être d'intérêt pratique à l'échelle nationale et internationale. D'abord, cette étude recommande aux entreprises tunisiennes d'investir principalement dans une politique de communication financière en vue d'accroître la crédibilité perçue par les utilisateurs des états financiers quant à la sincérité de leurs chiffres comptables publiés. Cet investissement consistera à assurer une meilleure transparence des activités de la firme aux moyens par exemple de divulgation volontaire d'informations financières sur internet, de publication dans la presse financière ou de communication par l'intermédiaire des sociétés spécialisées. Ces différents circuits de communication peuvent être des sources

d'information complémentaire à l'information financière réglementée et un moyen de rassurer les investisseurs et les petits actionnaires que l'entreprise est plus transparente, laissant une moindre marge de manœuvre aux dirigeants d'agir de façon discrétionnaire.

En outre, nous pouvons avancer que les aboutissements qui émanent de ce travail recherche sont d'un intérêt au normalisateur tunisien étant donné qu'il est concerné par la recherche de l'amélioration de la qualité de l'information financière publiée. En effet, nos résultats dévoilent que les entreprises tunisiennes affichent en moyenne une faible qualité de leurs résultats comptables, c'est pourquoi, le normalisateur se doit d'insister sur l'utilité de publier les états financiers en conformité avec les caractéristiques qualitatives exigées par le système comptable. Comme tout travail de recherche, notre étude souffre de certaines limites notamment liées à la petitesse de notre échantillon. De ce fait, il serait intéressant d'élargir la taille de l'échantillon en incluant les entreprises de la zone MENA. Cela fera l'objet de recherches futures.

REFERENCES

- [1] S Ahmed, A., & Duellman, S. (2011), "Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions," *Accounting and Finance*, Vol.51, No. 3, pp. 609-633.
- [2] Ball R., & Shivakumar, L. (2005), "Earnings Quality in U.K. Private Firms," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, No.1, pp. 83-128.
- [3] Biddle, G., & Hilary G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment," *The Accounting Review*, Vol.81, No. 5, pp. 963-982.
- [4] Biddle, G., & Hilary G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment," *The Accounting Review*, Vol.81, No. 5, pp. 963-982.
- [5] Biddle, G., Hilary G., & Verdi R. (2009), "How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, pp. 112-131.
- [6] Bushman, R., & Smith, A. (2001), "Financial accounting information and corporate governance," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, pp. 237-333.
- [7] Chen, F., Hope, O., Li Q., & Wang, X. (2011), "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets," *The Accounting Review*, Vol.86, No. 4, pp.1255-1288.
- [8] Dechow, P., & Dichev, I. (2001), "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors," *The Accounting Review*, Vol.77, pp. 35-59.
- [9] Easley, D., & O'hara, M. (2004), "Information and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, Vol.59, No. 4, pp. 1553- 1583.
- [10] Fazzari, S., Hubbard, M G. R., & Peterson, B. C. (1988), *Financing Constraints and Corporate Investment*, Brookings Papers on Economic Activity: 141- 195.
- [11] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., & Schipper, K. (2004), "Cost of equity and earnings attributes," *The Accounting Review*, Vol.79, No. 4, pp. 67-1010.
- [12] Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M & Schipper, K. (2005), "The market pricing of accruals quality," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 2, pp. 295-327.
- [13] Garcia Lara, J. M., Osma, B. G., Penalva, F. (2013), "Accounting conservatism and firm investment efficiency," *Working paper*, p 53.
- [14] Gilchrist, S., & Himmelberg, C., (1995), "Evidence on the Role of Cash Flow for Investment," *Journal of Monetary Economics*, Vol.36, No.3, pp. 54-72.
- [15] Givoly, D., and Hayn, C. (2000), "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Accounting Become More Conservative?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.29, No. 3, pp. 287- 320.
- [16] Healy, P. & Palepu, K. (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: a Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No1-3, pp.405- 440.
- [17] Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No. 2, pp. 323-329.
- [18] Klai, N., Omri, A. (2011), "The governance role of the financial information: empirical evidence in the Tunisian context, Afro-Asian," *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 2, No. 4, pp. 283 – 298.
- [19] Lambert, R. (2001), "Contracting theory and accounting," *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 32, No. (1-3), pp. 3-87.
- [20] Lambert R., Leuz C., & Verrecchia, R. (2007), "Accounting information, disclosure and the cost of capital," *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 2, pp.:385-420.
- [21] Loukil, N., & Yousfi, O. (2012), "Firm's information environment and stock liquidity: Evidence from Tunisian context," *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol.2, No. 1, pp. 30-49.
- [22] McNichols, M. (2002), "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review* 77 (supplement): 61-69.
- [23] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol.52, No. 1, pp. p3-6.