

HOSTED BY



Contents lists available at ScienceDirect

ScienceDirectjournal homepage: www.elsevier.com/locate/rgo

Qualité de l'information financière et comportement d'investissement : Cas des entreprises tunisiennes cotées

*Asma Houcine**,**Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis (ESSECT), Université de Tunis*

ARTICLE INFO

Article history:

Received 27 March 14

Received in revised form 15 August 14

Accepted 19 August 14

Keywords:

Qualité de l'information financière

Surinvestissement

Sous-investissement

Asymétrie d'information

Coûts d'agence

RESUME

L'objectif de cet article est d'étudier l'impact de la qualité de l'information financière sur le comportement d'investissement des entreprises. Nous appréhendons les caractéristiques du contexte tunisien grâce à une étude empirique de 25 entreprises cotées en bourse sur la période 1997-2009. Les constatations confirment que certaines caractéristiques de l'information financière, à savoir la fiabilité, accroissent l'inefficience de la décision d'investissement, tandis que d'autres, en l'occurrence le conservatisme, s'avèrent n'avoir aucun effet significatif. 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.

ABSTRACT

The aim of this paper is to study the impact of financial reporting quality on firms' investment behavior. We apprehend the characteristics of the Tunisian context through an empirical study of 25 listed companies over the period 1997 to 2009. The findings confirm that some characteristics of financial information, namely, reliability, appear to increase the investment inefficiency, while others, i.e., conservatism, prove to have no significant effect. We attribute such results mainly to the contextual specificities of Tunisian environment, such as, the institutional setting, the cultural realities and the characteristics of corporate governance systems.

© 2014 Holy Spirit University of Kaslik. Hosting by Elsevier B.V. All rights reserved.

1. Introduction

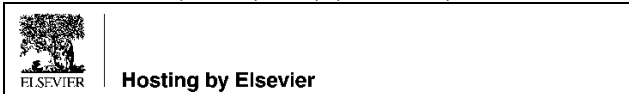
Ces dernières années, nous avons assisté à une vague de scandales financiers à l'échelle mondiale, lesquels ont été à l'origine de la crise de confiance qui a éclaté envers la fiabilité de l'information financière. Ces scandales, ont mis en exergue l'importance d'une information financière de qualité dans la pérennité de l'entreprise.

Depuis, la comptabilité en tant que représentation objective de la réalité économique de l'entreprise, connaît une véritable crise de légitimité, poussant le monde académique à s'intéresser de près aux conséquences économiques de la publication de chiffres comptables de qualité. De fait, 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 sous et surinvestissement (Biddle et

* Corresponding author. Tel.: +21621565069, +21698372401

E-mail address: balnaire2002@yahoo.fr; asma.houcine@gmail.com

Peer review under responsibility of Holy Spirit University of Kaslik.



al; 2009 ; Chen et al; 2011).

Au niveau de cette recherche, nous nous intéresserons spécifiquement à l'association entre la qualité de l'information financière et l'efficacité des politiques d'investissement des entreprises.

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.

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'habileté des organes

de contrôle à surveiller les activités des dirigeants, notamment, celles se rattachant aux décisions d'investissement (Ahmed et Duellman, 2007, 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 in fine, 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 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 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'abord, 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. En effet, 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, le normalisateur tunisien a reconnu dans le cadre conceptuel du nouveau système comptable des entreprises, que l'objectif des états financiers est : « de fournir des informations utiles à la prise de décisions relatives à l'investissement, au crédit et aux autres décisions similaires. ». Au même moment, le législateur tunisien s'est intéressé ces dernières années à consolider la fiabilité de l'information financière divulguée par les entreprises, à travers la mise en place de différentes réformes en la matière, notamment, avec la promulgation en 2005 de la loi relative au renforcement de la sécurité des relations financières, laquelle y a consacré toute une partie inhérente au renforcement de la sincérité des comptes des sociétés.

En second lieu, Il nous a semblé attrayant d'étudier les conséquences économiques d'une meilleure qualité de l'information financière dans un tel contexte, particulièrement, suite à l'adoption du Nouveau système Comptable des entreprises (1997), lequel a imposé aux entreprises de publier les états financiers en conformité avec les quatre caractéristiques qualitatives de l'information financière, à savoir : la fiabilité, la pertinence, l'intelligibilité et la comparabilité.

D'autre 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 BATAM^{*}.

Enfin, nous remarquons que la plupart des recherches antérieures se sont focalisées sur la relation entre la qualité de l'information financière et le comportement d'investissement des entreprises dans les marchés développés, alors que l'étude de cette association est plus intéressante dans le cadre d'un marché émergent. En comparaison aux marchés développés, les problèmes d'agence et d'asymétrie d'information sont plus sévères dans les marchés émergents, notamment en raison de la faible protection des investisseurs et de la communication économique qui demeure un domaine faiblement réglementé. En effet, le marché tunisien affiche, particulièrement, un niveau très faible de protection légale des investisseurs. D'après les statistiques des pays émergents de S&P pour l'année 2005, le niveau de protection légale en Tunisie est le plus faible comparativement à celui des autres pays de la région MENA (la Turquie, la Jordanie, l'Egypte et le Liban), nous conduisant à avancer que la qualité de l'information financière peut avoir un effet marginal plus important dans l'atténuation de l'asymétrie d'information et des problèmes d'agence, et in fine, dans l'amélioration du comportement d'investissement des entreprises tunisiennes.

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 décision[†].

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 le mesure où il existe peu de sources d'informations qui lui sont substituable.

La présente recherche est organisée comme suit. La section 2 exposera une revue de la littérature reliant la publication d'une information

^{*} 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.

[†] 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.

financière de qualité à l'efficacité des politiques d'investissement des entreprises. La section 3 sera consacrée à au développement des hypothèses. L'analyse empirique de notre étude, la méthodologie utilisée ainsi que le choix des variables, feront l'objet de la section 4, suivie des résultats et discussions qui feront l'objet de la section 5. La dernière section conclut l'étude.

2. Qualité de l'information financière et efficacité des décisions d'investissement : fondement théorique

D'après la théorie néoclassique (Tobin, 1969 ; Hayashi, 1982 ; Abel, 1983), le Q de Tobin représenterait l'unique déterminant de la décision d'investissement. D'après cette théorie, les dirigeants devraient investir jusqu'à ce que la rentabilité marginale soit égale à zéro. Toutefois, la littérature financière reconnaît qu'en raison des imperfections du marché causées par les problèmes de sélection adverse (Myers et Majluf, 1984 ; Stiglitz et Weiss, 1981) et d'aléa moral (Jensen et Meckling, 1976 ; Jensen, 1986), les entreprises peuvent dévier de leur niveau d'investissement optimal et ce, soit en surinvestissant ou en sous investissant.

Tout un courant de la littérature comptable (Bushman et Smith, 2001 ; Healy et Palepu 2001 ; Lambert, 2001 ; Verrecchia, 2001 ; Watts, 2003 ; Ball et Shivakumar, 2005, etc...) fait valoir qu'une meilleure qualité de l'information financière divulguée permet d'améliorer la décision d'investissement, à travers l'abaissement des problèmes d'asymétrie d'information et des coûts d'agence, lesquelles entraîneront respectivement l'atténuation du sous et du surinvestissement.

2.1. Qualité de l'information financière, asymétrie d'information et coût du capital : fondement théorique

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). La littérature de l'économie de l'information fournit un lien théorique entre l'information financière et l'asymétrie d'information. De fait, plusieurs auteurs ont modélisé analytiquement une telle association (Easley D et O'Hara M, 2004 ; Lambert R et al; 2007 ; Suijs J, 2008). 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. De sa part, Suijs (2008), illustre

analytiquement qu'une meilleure qualité de l'information financière réduit le coût de capital en abaissant la volatilité des titres via l'amélioration de partage des risques entre les générations d'investisseur.

Ainsi, ces différents travaux prévoient que les firmes avec plus de risque informationnel auront un coût du capital élevé. Pour les modèles développés dans ces travaux, le risque informationnel concerne l'incertitude ou l'imprécision de l'information financière utilisée par les investisseurs pour évaluer les titres des firmes sur le marché. Francis J et al ; (2005) identifient qu'une meilleure qualité de l'information financière en termes de fiabilité, permet de réduire le risque informationnel et par suite le coût du capital. Plusieurs travaux empiriques (Aboody et al ; 2005 ; Chen et al; 2007 ; Gray et al; 2009 ; McInnis 2010 ; Triki et Omri 2010, etc) ont de fait validé qu'une meilleure qualité de l'information publiée, est associée à une atténuation du coût de capital. Ces différentes recherches se sont focalisées 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).

À partir de là, si une meilleure qualité de l'information financière permet d'atténuer le coût du capital, elle serait alors, associée à une meilleure décision d'investissement en facilitant aux entreprises d'accéder aux ressources externes de financement à moindre coût, et par conséquent, à réduire le sous-investissement.

2.2. Qualité de l'information financière, coûts d'agence et contrôle des dirigeants : fondement théorique

En référence à la théorie positive de la comptabilité (Watts R.L et Zimmermann J.L 1978), une fonction importante à l'information financière est de contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Depuis, une abondante littérature ne cesse de démontrer à quel point l'information financière revêt un rôle essentiel dans l'atténuation des coûts d'agence. En effet, l'information financière est couramment utilisée comme un input dans les contrats de rémunération incitative (Lambert R, 2001, Sloan R.G, 2001) 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 Duelleman S, 2007b). 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 (Ball R et Shivakumar L, 2005 et Ahmed A et Duellman S, 2011). Au même moment, Ball R et Shivakumar L (2005) font valoir qu'en présence d'une comptabilité conservatrice et lorsque des investissements initialement mis en place s'avèrent a posteriori peu performants, les pertes occasionnées par ces projets déficients seraient aussitôt dévoilées au grand jour, proférant ainsi un signal négatif au marché quant à la performance des dirigeants (Ball R, 2001). À partir de là, les dirigeants agiraient hâtivement en vue d'interrompre de tels projets et de limiter les pertes, à défaut de les voir rapidement s'accroître sous leur mandat (Francis R et Martin X, 2010).

Il en ressort que par la reconnaissance rapide des pertes, le conservatisme comptable faciliterait aux organes de gouvernance un meilleur contrôle effectif des dirigeants, et cela, tant en amont qu'en aval.

A partir de 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. En effet, Plusieurs travaux empiriques soutiennent l'apport théorique de 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. Similairement, les résultats de Francis et Martin (2010) montrent que les rendements anormaux qui suivent la date d'annonce des acquisitions, sont positivement associés aux pratiques conservatrices. Ce qui fournit la preuve que le marché considère d'un bon œil les investissements mis en place par les entreprises affichant une comptabilité conservatrice.

3. Développement des hypothèses

Si une information financière de qualité réduit à la fois les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts d'agence, elle entraînera alors, l'atténuation des problèmes de sous et de surinvestissement. De fait, plusieurs travaux empiriques ont montré qu'une meilleure qualité de l'information financière est associée à l'efficacité des décisions d'investissement des entreprises. Une telle association a été documentée aussi bien dans les pays développés que sur les marchés émergents.

Ainsi, sur la base d'un panel regroupant 34 pays, Biddle et Hilary (2006) ont étudié la relation entre la qualité de l'information financière et la sensibilité de l'investissement aux cash-flows.[‡] Leur résultat révèle une association négative entre la qualité de l'information financière mesurée par les attributs du résultat comptable et l'inefficacité de l'investissement, en particulier dans les économies où prédomine le financement direct.

Sur la base d'un échantillon de firmes américaines, Biddle et al; (2009) ont trouvé une association négative (positive) entre la fiabilité de l'information financière mesurée à travers la qualité des accruals et les dépenses d'investissement des entreprises plus enclines au surinvestissement (sous-investissement). Par ailleurs, leur résultat dévoile une relation négative entre la qualité des accruals et la probabilité que les entreprises dévient à la baisse (sous-investissent) ou à la hausse (surinvestissent) de leur niveau d'investissement optimal. En adoptant la même méthodologie que Biddle et al; (2009), García Lara et al; (2010) ont trouvé des résultats similaires en utilisant le conservatisme comptable comme proxy de la qualité de l'information financière.

Dans le contexte d'un pays émergent, à savoir : la chine, Li et Wang (2010) ont également trouvé une association négative entre la qualité de l'information financière et à la fois le sur et le sous-investissement. De manière similaire, Xu et al; (2012) ont trouvé sur un panel de firmes chinoises, une association significativement positive entre le conservatisme du résultat comptable et les dépenses d'investissement

auprès des firmes dont les fonds internes sont insuffisants pour financer leurs investissements, ce qui suggère que le conservatisme permet d'augmenter les dépenses d'investissement des firmes prédisposées au sous-investissement. Au même moment, les auteurs relèvent que l'association entre le conservatisme comptable et les dépenses d'investissement est significativement négative auprès des firmes qui affichent un excès de fonds internes, suggérant que le conservatisme comptable, permet de réduire les dépenses d'investissement des firmes qui sont plus enclines au surinvestissement.

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.

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.

Au même moment, si certaines caractéristiques attachées à l'information financière, particulièrement une information plus conservatrice, appellent à réduire les coûts d'agence en exerçant un meilleur contrôle tant en amont qu'en aval sur les décisions des dirigeants, cela dissuadera ces derniers à mettre en place des investissements non rentables. En effet, une telle association a été démontré aussi bien sur les marchés développés que sur les marchés émergents. De là, nous tentons de vérifier l'hypothèse ci-après :

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

4. Méthodologie

4.1. Spécification du modèle

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

$$INVST_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 FRQ_{i,t} * OVI_{t+1} / UDI_{i,t+1} + \beta_3 OVI_{t+1} / UDI_{i,t+1} + \sum \beta_j CONTR_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

$INVST_{i,t+1}$: les dépenses totales d'investissements de l'année t+1, lesquelles se rapportent à l'investissement en capital fixe et sont mesurées par la différence entre les valeurs brutes des actifs immobilisées de t+1 et t,

[‡] La sensibilité de l'investissement aux cash-flows représente une mesure de l'inefficacité de l'investissement

déflatées par le stock de capital du début de la période.

$FRQ_{i,t}$: les différentes mesures de la qualité de l'information financière, telles que décrites ci-dessous.

$OV_{i,t+1}/UDI_{i,t+1}$: représente de manière alternative les variables indicatrices relatives aux coûts d'agence (surinvestissement) et aux contraintes de financement (sous-investissement).

$\sum CONTR_{i,t}$: l'ensemble des variables de contrôle, tel que décrit ci-dessous.

$\varepsilon_{i,t+1}$: le terme d'erreur

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 propension 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.

À l'instar de Pindado et de la Torre (2009), nous développons un indice du risque de Free cash-flow, lequel est défini comme l'interaction entre le montant du Free cash-flow (FCF) et l'inverse du Q de Tobin ($1/Q$). Pour le calcul du FCF, nous avons retenu la mesure utilisée par Poulain-Rehm (2008), à savoir : $CF = \text{résultat d'exploitation avant amortissement, intérêts et impôts} - (\text{les impôts} + \text{les intérêts sur emprunts}) - \text{variation du Besoin en fonds de roulement} - \text{les dépenses d'investissement}$. Le FCF, ainsi calculé, est rapporté à la valeur comptable des actifs de l'entreprise pour tenir compte des effets liés à la taille. Quant au Q de Tobin, 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*).

Les firmes ayant un indice de FCF élevé sont classées à l'exemple de celles qui ont un problème de surinvestissement probable. De cette façon, nous définissons une variable indicatrice qui prend la valeur « 1 » lorsque l'indice de FCF est supérieur à la médiane annuelle de l'échantillon, « 0 » sinon.

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. Nous définissons, ainsi, une variable indicatrice qui prend la valeur « 1 », si la firme présente des résidus positifs, « 0 » sinon.

• *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. Nous définissons une firme comme contrainte financièrement, si son total actif, est au-dessous de la médiane annuelle de l'échantillon.

4.2. *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 deux attributs du résultat comptable, à savoir : la qualité des accruals et le conservatisme comptable. Notre choix a porté sur ces deux attributs puisqu'il a été largement démontré par les différents travaux antérieurs (Biddle et al; 2009 ; Francis et Martin, 2010 ; Ahmed et Duelleman, 2011 ; Chen et al; 2011 ; Xu et al; 2012, etc.) que se sont principalement ces deux attributs du résultat comptable qui permettent d'améliorer le comportement d'investissement des entreprises. En particulier, une meilleure qualité des accruals accroît la précision et la fiabilité des résultats comptables, abaissant le coût du capital et réduisant ainsi le sous-investissement. D'un autre côté, 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.

4.2.1. Mesure de la qualité des accruals

Les dirigeants peuvent user de leur discrétion, en vue de manipuler les résultats via les accruals et d'altérer la performance réelle de l'entreprise. C'est pourquoi les résultats qui se transforment rapidement en flux de trésorerie, représentent une qualité des bénéfices des plus désirables. Francis et al; (2005), considèrent que cette transformation rapide des résultats en flux de trésorerie, est au mieux capturée par le modèle de Dechow et Dichev (2002), (ci-après DD). Le modèle de DD (2002) suggère que la qualité des accruals s'apprécie par le degré d'association entre la variation du total des accruals courants avec les flux de trésorerie des périodes passées, présentes et futures. Cependant, nous ferons recours le modèle modifié de DD (2002) tel que proposé par McNichols (2002) pour déterminer les accruals discrétionnaires. Ce modèle stipule qu'au-delà des flux de trésorerie, la variation du chiffre d'affaires net et la proportion d'immobilisations corporelles, constitue des variables importantes dans la formation de prévisions à l'égard des accruals courants :

$$WKA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 CA_{i,t} + \beta_5 Imm Cop_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$WKA_{i,t}$: le montant des accruals courants de la firme i pour l'année t , calculés de la manière suivante : $\Delta AC_{it} - \Delta PC_{it} - \Delta LIQ_{it} + \Delta DETC_{it}$;

ΔAC_{it} : la variation de l'actif courant entre $t - 1$ et t ;

ΔPC_{it} : la variation du passif courant ;

ΔLIQ_{it} : la variation de la liquidité $t - 1$ et t ;

$\Delta DETC_{it}$: la variation des dettes courantes entre $t - 1$ et t ;

$CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$ et $CFO_{i,t+1}$: les flux de trésorerie d'exploitation pour les années $t-1$, t et $t+1$,

$CA_{i,t}$: la variation du chiffre d'affaires entre $t-1$ et t ;

$Imm Cop_{i,t}$: la proportion d'immobilisations corporelles de l'année t .

Dans ce modèle, la valeur absolue des résidus est utilisée comme un proxy de la qualité des accruals (QACC). Nous multiplierons cette valeur par (-1), de sorte qu'une valeur plus élevée, correspond à une meilleure qualité des accruals, et donc, des résultats comptables. La qualité de l'information financière est donc supposée inversement proportionnelle à la propension de l'entreprise à gérer le résultat comptable.

4.2.2. Mesure du conservatisme comptable

Au niveau de notre recherche, nous allons spécifiquement nous intéresser au conservatisme conditionnel[§], puisque nous nous apprêtons à démontrer que par la 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).

Givoly et Haynes (2000) 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).

Ainsi, les entreprises qui pratiquent une comptabilité conservatrice, devraient s'exposer à une accumulation négative de leurs niveaux d'accruals non courants (Givoly et Haynes, 2000).

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 (tel que défini ci-dessus).

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.

4.3. 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

CF_{it} = flux de trésorerie d'exploitation divisé par le stock de capital du début de la période. Myers et Majluf (1984) avec la théorie du financement hiérarchique offrent une justification à l'importance des ressources internes dans l'explication des dépenses d'investissement de la firme. En vue de contrôler la capacité de financement interne, nous nous référons à la littérature antérieure (Farrazi et al; 1988, 1990, 2008) et nous tenons compte des flux de trésorerie d'exploitation comme un proxy des ressources internes.

MTB_{it} = 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.

XCE_{it} = le taux de croissance des ventes. Certains travaux (Chirinko, 1993 ; Hubbard, 1998 ; Lamont, 2000) ont montré que le ratio *Market to Book* ne suffisait pas à lui seul de refléter les attentes du marché quant aux opportunités de croissance de la firme. C'est pourquoi, 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.

$TAILLE_{it}$ = 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.

$DEBT_{it}$ = 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.

§ 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.

TN_{it} = trésorerie nette divisée par le stock de capital du début de la période. Almeida, Campello et Weisbach (2004, 2010) ont montré que les entreprises accumulaient la trésorerie en vue d'éviter de faire face dans le futur à des contraintes financières et de saisir des opportunités d'investissement rentables qui se présenteront.

INDit = série des variables muettes pour chaque secteur d'activité.

5. Analyse des résultats

5.1. 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). Nous avons, cependant, éliminé de notre échantillon, les institutions financières et les compagnies d'assurance, en raison des caractéristiques spécifiques de leurs structures d'actifs et de passifs et de la nature de leurs accruals qui diffèrent de celles des entreprises non financières. Nous avons également exclu de notre échantillon, les entreprises qui ne disposent pas de données sur 5 années consécutives. Ces critères de sélection nous ont amenés à réduire l'échantillon initial de 50 entreprises à un échantillon final de 25 entreprises.

La période de l'étude s'étale de 1997 à 2009. Le choix de la période est, notamment, justifié par la réforme relative au nouveau système comptable des entreprises tunisiennes appliquée à titre obligatoire à partir de 1997. Ce nouveau système utilise des règles comptables inspirées des normes comptables internationales de l'IASB et impose aux entreprises de publier des états financiers en conformité avec les quatre caractéristiques qualitatives de l'information financière, à savoir : la fiabilité, la pertinence, l'intelligibilité et la comparabilité.

5.2. Analyse univariée

Le tableau (1) panel A et panel B, récapitule les principales valeurs des statistiques des différentes variables retenues dans l'analyse. Sur la période analysée, les entreprises tunisiennes ont un investissement total moyen de 19% de leurs immobilisations corporelles. Les statistiques dévoient aussi qu'en moyenne, les firmes tunisiennes détiennent un taux élevé de Cash-flows (41%), 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.

Tableau 1. Panel A. Les statistiques descriptives des variables dépendantes et explicatives continues **

** **INVST** = 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. **QACC** = la qualité des accruals, telle que estimée selon le modèle de Dechow et Dichev (2002). **CONSV** = mesure du conservatisme moyennant les Accruals Non Courants. **CF** = flux de trésorerie d'exploitation rapportés au stock de capital du début de la période. **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 $t-1$. **TAIL** = logarithme du total actif comptable de l'entreprise. **DEBT** = dettes totales rapportées à la valeur comptable du

Variable	Observation	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
INVST	236	0.193	0.361	-0.514	2.984
QACC	236	-0.037	0.045	-0.452	-1.13e-08
CONSV	230	0.007	0.063	-0.234	0.205
CF	236	0.4178	0.792	-3.483	5.359
MTB	230	1.906	2.047	-0.421	14.766
XCE	236	0.078	0.1835	-0.336	1.390
TAIL	236	17.766	0.898	16.148	21.114
DEBT	236	0.821	4.604	0.043	0.917
TN	236	0.115	0.149	0.0005	0.714

Le tableau 1 dévoile, également que les entreprises tunisiennes, affichent une faible qualité de leurs résultats comptables en comparaison à d'autres pays. En effet, la moyenne de leurs accruals se trouve autour de (-0,0337), ce niveau est inférieur à celui décelé par Garcia-Lara J.M et al; (2009) dans le contexte des firmes espagnoles (-0.0144) ou à celui trouvé par Francis et al; (2008) dans le contexte américain (-0,0159). Au même moment, il ressort du tableau 1 que les entreprises tunisiennes exhibent un niveau moyen d'ANC de (0,007), 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.

Une analyse bi-variée a été également conduite pour tester l'éventuelle présence de problème de multi-colinéarité entre les variables explicatives. L'analyse de 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 corrélations entre les variables explicatives sont assez faibles, qui fait que nos régressions peuvent être menées sans biais.

Tableau 1. Panel B. Les statistiques descriptives des variables dépendantes et explicatives binaires^{††}

	Fréquence	Pourcentage
FCF	116	46.09 %
EXCASH	108	48.92 %
DIV	122	51.69 %
TAIL	120	50.84%

5.3. Analyse multivariée

En vue de tester la relation conditionnelle entre la qualité de l'information

total actif. **TN** = ratio des actifs liquides mesuré par le rapport entre la liquidité et les placements financiers rapportés à la valeur du stock de capital début de période.

^{††} **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 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. **TAIL** = variable indicatrice qui prend la valeur 1 si la valeur comptable du total actif de la firme inférieur à la médiane annuelle de l'échantillon, 0 sinon.

financière et les dépenses d'investissement, nous avons fait recours à l'économétrie des données de panel. Avant de procéder aux régressions, nous avons effectué une série de tests nécessaires. Nous avons réalisé le test d'homogénéité afin d'examiner la présence d'effets individuels ainsi que le test d'Hausman pour choisir entre le modèle à effet fixe ou à effet aléatoire. Nous avons également effectué les tests d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation des erreurs. Il résulte, d'abord, des tests effectués de la présence d'effets individuels dans les différentes spécifications. En outre, le test d'Hausman révèle la présence d'un modèle de panel à effet fixe dans toutes les spécifications. Enfin, les résultats des tests effectués nous amènent à utiliser la méthode des Moindres Carrés Généralisés pour corriger les problèmes détectés d'hétéroscédasticité et/ou d'autocorrélation des erreurs.

Le tableau 2 récapitule les résultats des estimations de la relation conditionnelle entre la qualité des résultats comptables et les dépenses d'investissement des firmes plus enclines au sur et au sous-investissement.

Nous décelons que les coefficients attachés aux termes d'interaction entre les différentes mesures de contraintes de financement et la qualité des accruals, présentent des signes négatifs et significatifs. Ce résultat montre que pour les firmes qui souffrent de contraintes de financement, la précision et la fiabilité de leurs résultats comptable ne leur permet pas d'accroître leurs dépenses d'investissement et d'atténuer leurs problèmes éventuels de sous-investissement. Un pareil résultat est contraire à notre hypothèse de départ et est en contradiction avec les résultats trouvés par Biddle et al ; (2009) sur le marché américain ou décelés par Li et Wang (2010) sur le marché chinois et par Chen al ; (2011) sur un panel de pays émergents. De fait, ces études précédentes ont trouvé une relation négative entre la qualité des accruals et le sur et le sous-investissement. 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 une moindre qualité de leurs accruals 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 *in fine*, 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.

Enfin, nous pouvons, également, justifier notre résultat par les spécificités institutionnelles de l'environnement tunisien, qui à l'image de la plupart des pays émergents, est un système financier orienté banque. Ainsi, Biddle et al; (2006) ont montré que le rôle de l'information financière dans l'atténuation des asymétries informationnelles est modéré dans un système financier orienté banque, en comparaison à celui orienté marché. En effet, d'après les auteurs, le rôle de l'information financière dans l'amélioration de l'efficacité de l'investissement, serait absent dans un environnement où ceux qui financent, détiennent des mécanismes alternatifs pour réduire l'asymétrie de l'information, en l'occurrence, l'accès aux informations privées. Les auteurs, ont de fait trouvé une absence de relation entre la qualité des accruals et l'efficacité de l'investissement auprès d'un panel de firmes japonaise et une relation négative auprès un panel de firmes américaines.

Autrement dit, étant donné que les crédits bancaires constituent la principale source de financement externe des entreprises tunisiennes (Djélassi et al; 2010), les prêteurs n'auraient pas suffisamment confiance en l'information divulguée publiquement, et feraient davantage confiance aux informations obtenues via des canaux privés dans leurs prises de décision.

Au même moment, nous décelons l'absence d'un effet significatif entre le conservatisme du résultat comptable et les dépenses d'investissement des firmes 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, mais peut s'expliquer par la faible comptabilité conservatrice pratiquée par les entreprises tunisiennes en comparaison aux entreprises chinoises.

Tableau 2. Résultats de l'estimation de la relation conditionnelle entre la qualité des résultats comptables et les dépenses d'investissement des firmes plus enclines au sur et au sous-investissement^{††§§}

	OVERINVEST				UNDINVEST			
	QACC		CONSV		QACC		CONSV	
	FCF	EXCASH	FCF	EXCASH	DIV	TAIL	DIV	TAIL
FRQ	0.081 (0.42)	0.004 (0.22)	0.190 (0.92)	0.277 (1.62)	0.437 (1.95)**	0.135 (2.37)**	0.015 (0.39)	0.017 (0.61)
OVI / UDI	0.053 (2.58)***	0.013 (0.81)*	0.063 (2.96)***	0.047 (2.24)**	-0.079 (3.02)***	-0.029 (-1.85)*	-0.042 (-1.50)**	-0.016 (-0.42)*
FRQ*OVI/UDI	0.002 (0.43)	-0.001 (-0.13)	0.387 (1.14)	-0.045 (-1.25)	-0.444 (1.98)**	-0.071 (2.46)**	0.013 (0.25)	0.001 (0.01)
MTB	0.018 (3.63)***	0.013 (2.76)***	0.011 (2.44)**	0.0123 (2.63)***	0.012 (2.69)***	0.013 (2.75)***	0.013 (2.41)**	0.013 (2.44)**
XCE	0.333 (4.12)***	0.373 (4.81)***	0.406 (5.55)***	0.389 (5.38)***	0.424 (5.14)***	0.367 (4.80)***	0.380 (4.80)***	0.363 (4.57)***
CF	0.056 (3.68)***	0.065 (4.09)***	0.089 (4.42)***	0.088 (4.35)***	0.069 (4.04)***	0.067 (3.95)***	0.064 (3.70)***	0.065 (3.96)***
TAIL	-0.018 (-1.06)*	-0.023 (-1.33)*	0.005 (2.22)**	0.005 (2.07)**	-0.014 (-0.89)*		-0.020 (-1.20)*	
DEBT	-0.001 (-0.50)	-0.001 (-0.55)	-0.001 (-0.61)	-0.0012 (-0.52)	-0.001 (-0.44)	-0.028 (-1.58)	-0.0008 (-0.33)	-0.026 (-1.46)
TN	0.268 (3.03)***	0.283 (3.48)	0.225 (2.41)**	0.213 (2.24)**	0.213 (2.85)***	0.241 (3.20)***	0.215 (2.61)***	0.250 (3.07)***
Constante	0.531 (1.76)*	0.531 (1.76)*	0.001 (0.01)	-0.009 (-0.12)	0.444 (1.59)	0.668 (2.09)**	0.541 (1.80)*	0.620 (1.93)*
Effet spécifique	Fixe	Fixe	Fixe	Fixe	Fixe	Fixe	Fixe	Fixe

††

§§ Ce tableau présente les résultats des estimations de la régression en panel avec effets fixes de la relation entre la qualité du résultat comptable et les dépenses d'investissement des entreprises plus enclines au sur et au sous-investissement. **OVERINVEST**= les firmes classées parmi celles qui surinvestissent en fonction des variables indicatrices de partition FCF et EXCASH. **FCF** = 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** = 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. **UNDINVEST**= les firmes classées parmi celles qui sous-investissent en fonction des variables indicatrices de partition DIV et TAIL. **DIV** = 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. **TAIL** = variable indicatrice de partition, 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. **FRQ** = les différentes mesures de la qualité de l'information financière QACC et CONSV. **QACC** = mesure de la qualité des accruals, telle que estimée selon le modèle de Dechow et Dichev (2002). **CONSV** = mesure du conservatisme moyennant les Accruals Non Courants. **OVI**= variables indicatrices de partition FCF et EXCASH. **UDI**= variables indicatrices de partition **DIV** et **TAIL**. **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. **CF** = ratio des flux de trésorerie d'exploitation rapportés rapporté au stock de capital au début de la période. **TAIL** = logarithme du total actif comptable de l'entreprise. **DEBT** = ratio des dettes totales rapportées à la valeur comptable du total actif. **TN**= ratio des actifs liquides mesuré par le rapport entre la liquidité et les placements financiers.

Par ailleurs, les résultats nous révèlent que ni la qualité des accruals, ni le conservatisme comptable, ne présentent un effet significatif sur les dépenses d'investissement des firmes plus enclines au surinvestissement. Ce résultat est en contradiction avec les résultats de Biddle et al ; (2009) sur le marché américain ou décelés par Li et Wang (2010) et Xu et al ; (2012) sur le marché chinois. De fait Biddle et al ; (2009) ont trouvé une relation négative entre la qualité des accruals et le surinvestissement, Li et Wang (2010) ont décelé () qu'aussi bien la qualité des accruals que le conservatisme comptable réduisent le surinvestissement et Xu et al ; (2012) ont montré que le conservatisme réduit le surinvestissement.

Nous pouvons expliquer nos résultats par le fait que le faible niveau d'accruals qu'affichent en moyenne les firmes tunisiennes, n'alloue pas à la l'information financière d'endosser un rôle de gouvernance, de mitiger les coûts d'agence associés au contrôle des dirigeants et d'améliorer le processus de sélection des projets d'investissement. En second lieu, d'après la littérature comptable (Watts, 203 ; Ball et Shivakumar, 2005), le rôle de gouvernance attribué au conservatisme, serait principalement de contraindre ex-ante des dirigeants à adopter une politique d'investissement sous-optimale, puisque par la reconnaissance immédiate des mauvaises nouvelles, ces derniers peuvent être pénalisés pour avoir signalé des pertes. De telles sanctions peuvent prendre place sous la forme d'une mauvaise réputation sur le marché du travail, d'une réduction de leur niveau de rémunération incitative, d'une menace accrue de licenciement par le conseil d'administration ou parfois d'un danger imminent de prise de contrôle hostile (Ball, 2001; Watts, 2003 ; Ball et Shivakumar, 2005). Or, dans le contexte tunisien, ces différentes formes de sanctions sont quasi-inexistantes, qui fait que les dirigeants ne soient menacés ni par une prise de contrôle hostile ni par la mise en cause de leur réputation, et ne sont nullement concernés par une dégradation de leur niveau de rémunération. En d'autres termes, le rôle de gouvernance accordé au conservatisme comptable est conditionné à un ensemble de mécanismes de contrôle, lesquels font défaut dans le contexte tunisien.

En outre, 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. En effet, d'après Klai N et Omri A (2011), le pourcentage des administrateurs indépendants des firmes tunisiennes s'élèverait en moyenne à seulement 8.1% et 76% des entreprises cumuleraient les fonctions de direction et de contrôle. 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 *in fine*, entrave l'efficacité des politiques d'investissement. Ces résultats rejettent le cadre de la théorie positive de la comptabilité dont les propos semblent

ne pas s'approprier aux spécificités de l'environnement tunisien 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, les cash-flows d'exploitation, le ratio market to book, la croissance des ventes et la proportion d'actifs liquides, présentent un effet positif et significatif sur les dépenses d'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. Quant à la variable endettement, bien qu'elle présente un impact négatif, ce qui est conforme aux prédictions théoriques de Myers (1977), cet effet reste non significatif.

6. Analyse de sensibilité

Dans un premier temps, nous avons testé l'association entre les dépenses d'investissement des firmes et la qualité de l'information financière conditionnelle à l'hypothèse que l'entreprise se trouve dans une situation plus encline au sur ou au sous-investissement. Dans un objectif de robustesse de nos résultats, nous allons directement modéliser l'inefficacité de l'investissement, et analyser l'association entre la qualité de l'information financière et la probabilité de déviation des firmes de leur niveau d'investissement optimal. Précisément nous allons de front examiner si une meilleure qualité de l'information financière divulguée réduit la probabilité qu'une entreprise s'écarte de son niveau d'investissement escompté. . Pour ce faire, à l'instar de Biddle et al; (2009), nous procéderons d'abord, par l'estimation d'un modèle qui définit les dépenses d'investissement en fonction des opportunités de croissance de l'entreprise et qui se présente sous la forme suivante :

$$INVST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

$INVST_{i,t+1}$: le niveau d'investissement total de l'entreprise de l'année $t+1$, tel que décrit ci-dessus.

$GROWTH_{i,t}$: le 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 $t-1$.

$\varepsilon_{i,t}$: les résidus du modèle, qui représentent l'inefficacité de l'investissement.

Nous utiliserons par la suite, les résidus du modèle (2) comme un proxy spécifique du niveau de déviation de l'entreprise par rapport à son niveau d'investissement espéré. Nous classerons les entreprises en fonction du signe de leurs résidus, celles ayant des résidus positifs seront classées parmi le groupe de firmes qui surinvestissent, tandis que celles ayant des résidus négatifs seront classées parmi le groupe de firmes qui sous-investissent.

Après cela, nous déploierons un second modèle qui met en relation l'inefficacité de l'investissement avec les différentes mesures de la qualité de l'information financière et un ensemble de variables de contrôle. Nous estimerons une régression logistique en vue de prendre en compte la nature binaire de notre variable dépendante, qui prédit la

probabilité qu'une firme appartienne à l'un des deux groupes. Cette spécification considère simultanément, mais séparément, la probabilité de sur et sous-investissement.

Le modèle à tester se présente sous la forme suivante :

$$INFINVST_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \sum \beta_j CONTR_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (3)$$

Avec :

$INFINVST_{i,t+1}$: Inefficacité de l'investissement qui forme une variable dichotomique = 1(0) si les résidus du modèle (2) sont positifs (négatifs), 0 (1) sinon.

$FRQ_{i,t}$: les différentes mesures de la qualité de l'information financière, telles que définies précédemment .

$CONTR_{i,t}$: les différentes variables de contrôle, telles que définies précédemment.

Le tableau 3 présente les résultats de la régression logistique en panels testant la relation entre la qualité du résultat 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 dévoilé l'absence de problèmes de colinéarité.

Le modèle Logit appliqué sur données de panel peut être estimé à travers un effet fixe ou aléatoire. Si l'estimation des effets fixes est adoptée, la constante est traitée comme une caractéristique non observable spécifique à la firme i en corrélation avec les autres variables du modèle. 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). En revanche, si l'estimation adoptée suit un effet aléatoire, la constante est considérée comme une variable aléatoire non observable et non corrélée avec les autres variables, ce qui lui permet d'être intégrée dans le modèle (Cameron et Trivedi, 2010). Ainsi pour ces raisons, nous avons opté d'adopter le modèle à effet aléatoire afin de ne pas exclure les observations qui ne varient pas à travers le temps.

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%.

Tableau 3. Résultats de l'estimation de la relation entre la qualité du résultat comptable et la probabilité de sous-investissement et de surinvestissement. ***

	UNDINSVT		OVERINVST	
	QACC	CONSV	QACC	CONSV
FRQ	0.347 (2.21)**	0.461 (0.44)	-0.979 (-0.26)	-1.539 (-0.22)
MTB	-0.755 (-2.51)***	-0.789 (-2.53)***	0.756 (2.55)***	0.705 (2.34)**
CF	-0.689 (-1.87)***	-0.683 (-1.87)*	0.681 (1.82)*	0.600 (1.65)*
TAIL	5.869 (4.11)***	5.863 (4.13)***	-6.06 (-4.16)***	-5.769 (-3.88)***
DEBT	0.339 (0.23)	0.314 (0.21)	-0.005 (-0.02)	-0.640 (-0.42)
TN	-12.972 (-2.80)***	-12.773 (-2.81)***	12.877 (2.85)***	12.492 (2.65)***
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

Il ressort du tableau 3, que nos résultats sont similaires à ceux que nous avons décelés avec la relation conditionnelle. Précisément, la qualité des accruals augmente la probabilité du sous- investissement, tandis qu'elle ne présente aucun impact significatif sur la probabilité du surinvestissement. Quant au conservatisme comptable, il demeure n'avoir aucun effet sur la probabilité du sur et du sous-investissement.

Pour ce qui est des variables de contrôle, les résultats montrent que les ratios MTB, Cash-Flow ainsi que les actifs liquides accroissent (diminuent) la probabilité du surinvestissement (sous-investissement). Tandis que la taille de la firme diminue (accroisse) cette probabilité. Quant au ratio d'endettement, cette variable persiste à n'avoir aucun effet significatif sur la probabilité du sur et du sous- investissement. Ces différents résultats sont similaires à ceux trouvés par Biddle et al; (2009).

7. Conclusion

L'objectif cette recherche est d'examiner les conséquences économiques de la publication d'une information financière de qualité. En effet, plusieurs chercheurs ont montré qu'une meilleure qualité de l'information véhiculée à travers les résultats comptables, améliore le comportement d'investissement des entreprises en abaissant les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts d'agence. Nous étendons ce courant de recherche au contexte de la Tunisie, en raison de l'importance de ses enjeux pour les entreprises. Pour tester nos hypothèses, nous avons fait recours à deux attributs de la qualité des résultats comptables, à savoir : le conservatisme conditionnel et la qualité des accruals.

Nos résultats trouvés rejettent, toutefois, nos hypothèses de départ et infirment les travaux précédents en se révélant mitigés et peu concluants. Nous avons, d'abord, décelé que la qualité des accruals réduit les dépenses d'investissement des entreprises plus enclines au sous-investissement et augmente la probabilité du sous-investissement. Nous

*** Ce tableau présente les résultats des estimations de la régression logistique en panel avec effets aléatoires. La variable dépendante repose sur le niveau inexplicité des investissements. **UNDINSVT** = les firmes classées parmi celles qui sous-investissent. **OVERINVST**= les firmes classées parmi celles qui surinvestissent. **QACC** = mesure de la qualité des accruals, telle que estimée selon le modèle de Dechow et Dichev (2002). **CONSV** = mesure du conservatisme moyennant les Accruals Non Courants. **CF** = ratio des flux de trésorerie d'exploitation rapportés au stock de capital du début de la période. **MTB** = Market to book ratio qui représente la valeur de marché des capitaux propres rapportée à la valeur Comptable capitaux propres. **XCE**= taux de croissance des ventes de l'année t, mesuré par la variation du

chiffre d'affaires de l'entreprise entre l'année t et t-1. **TAIL** = logarithme du total actif comptable de l'entreprise. **DEBT** = ratio des dettes totales rapportées à la valeur comptable du total actif. **TN** = ratio des actifs liquides mesuré par le rapport entre la liquidité et les placements financiers rapportés à la valeur du stock de capital début de période. *** significatif au seuil de 1%,**significatif au seuil de 5%, * significatif au seuil de 10%.

attribuons un pareil résultat, au manque de confiance qu'accorde l'investisseur tunisien à l'information financière véhiculée à travers les résultats comptables et / ou au fait que le rôle de signalisation de l'information financière serait absent dans un système financier orienté banque. D'autre part, les résultats révèlent que la qualité des accruals ne présente aucun effet dans l'atténuation des dépenses d'investissement des entreprises plus enclines au surinvestissement ou dans la diminution de la probabilité du surinvestissement. Le faible niveau d'accruals qu'affichent en moyenne les firmes tunisiennes pourrait expliquer un pareil résultat.

Par ailleurs, nous dévoilons 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 firmes 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. D'un autre côté, nous attribuons nos résultats au fait que le rôle de gouvernance accordé au conservatisme comptable est conditionné à un ensemble de mécanismes de contrôle qui semblent faire défaut dans le contexte tunisien. Dans l'ensemble, nos résultats sont cohérents avec l'idée 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 in fine, entrave l'efficacité de l'investissement. Notre recherche est d'une double contribution majeure à la littérature comptable. D'une part, elle met en exergue que les rôles informationnel et de gouvernance de l'information financière, sont conditionnels aux spécificités de l'environnement institutionnel, aux réalités culturelles des investisseurs et aux caractéristiques de gouvernance des entreprises. D'autre part, elle enrichit la littérature en mettant l'accent sur un sujet qui établit un lien entre deux champs importants, à savoir la comptabilité et la finance.

Nous pouvons aussi avancer que nos résultats peuvent être d'intérêt pratique à l'échelle nationale et internationale. D'abord, cette étude recommande aux firmes 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

- Ahmed, A., & Duellman, S. (2011). Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions. *Accounting and Finance*, 51 (3), 609-633.
- Ball R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings Quality in U.K. Private Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 83-128.
- Biddle, G., & Hilary G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81 (5), 963-982.
- Biddle, G., Hilary G., & Verdi R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 237-333.
- Chen, F., Hope, O., Li Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2001). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77: 35-59.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59 (4): 1553- 1583.
- Fazzari, S., Hubbard, M G. R., & Peterson, B. C. (1988), Financing Constraints and Corporate Investment, Brookings Papers on Economic Activity: 141-195.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., & Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79 (4): 67-1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2): 295-327.
- Gilchrist, S., & Himmelberg, C., (1995). Evidence on the Role of Cash Flow for Investment. *Journal of Monetary Economics*, 36 (3): 54-72.
- 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*, 29 (3): 287-320.
- 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*, 31(1-3): p405-440.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.
- 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*, 2 (4): 283 - 298.
- Lambert, R. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 3-87.
- Lambert R., Leuz C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45 (2): 385-420.
- Loukil, N., & Yousfi, O. (2012). Firm's information environment and stock liquidity: Evidence from Tunisian context. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2 (1), 30-49.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 (supplement): 61-69.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52 (1): p3-6.

- Pindado, J., & De La Torre C. (2009). Effect of Ownership Structure on Underinvestment and Overinvestment: Empirical Evidence from Spain. *Accounting and Finance*, 49 (2): 363-383.
- Poulain-Rehm, T. (2008). The Impact of Assigning Free Cash-Flow on Shareholders' Value Creation: the Case of Debt and Dividend Policy of Listed French Companies (2001-2005). *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 4: p127-158.
- Sloan, R.G. (2011). Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 335-347.
- Watts, R.L. (2003.a). Conservatism in Accounting: Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons* 17 (3): 207-221.
- Watts, R. L. (2003.b). Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunity. *Accounting Horizon*, 18 (1): 287-300.
- Watts, R. and Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. New York, NY: Prentice Hall.
- Xu, X., Wang, X., & Han N. (2012). Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency, *China Finance Review International* 2 (1): 53-77..