

Qualité de l'information et efficacité de l'investissement

Revue de littérature

Fatiha ID AHMAD ¹

Résumé :

L'information comptable et financière joue un rôle important pour l'évaluation de la performance de l'entreprise et pour la prise de décisions futures en matière d'investissement et d'allocation des ressources financières. L'effet de la qualité de cette information sur l'efficacité de l'investissement a fait l'objet de plusieurs études empiriques. Ces études ont démontré que la qualité de l'information comptable et financière permet la prise de décisions optimales en matière d'investissement et donc limite le sous et le surinvestissement. En effet, la qualité de l'information financière peut avoir un effet important sur l'atténuation de l'asymétrie d'information et des frictions de marché comme la sélection adverse et l'aléa moral, et in fine, dans l'amélioration du comportement d'investissement des entreprises. Cet article se propose, dans un premier temps, de présenter le concept de la qualité de l'information comptable et financière, ses approches de mesure ainsi que les acteurs de gouvernance responsable de cette qualité. Dans un deuxième temps, il serait procédé à la présentation de l'influence de la qualité de l'information comptable et financière sur l'efficacité de l'investissement.

Mots-clés : Qualité- Information financière- Efficacité d'investissement

¹ Doctorante, à l'Université Mohamed V de Rabat, faculté des Sciences Juridiques Economiques et sociales -Souissi, Mail : fatiha.idahmad@um5r.ac.ma

I. INTRODUCTION

L'information comptable et financière joue un rôle important pour l'évaluation de la performance de l'entreprise et pour la prise de décisions futures en matière d'investissement et d'allocation des ressources financières. Ce rôle vertueux qu'une information de qualité peut entraîner suppose, toutefois, que cette information soit de qualité.

Plusieurs scandales financiers qui se sont déclenchés durant les années 2000 ont jeté le doute sur la qualité de l'information comptable et ont remis sur le devant de la scène le débat autour de la qualité de l'information financière et comptable et surtout les manipulations que pourraient subir cette information mettant en péril les intérêts des actionnaires, investisseurs et apporteurs de fonds.

Cet article se propose de présenter dans une première section le concept de la qualité de l'information financière et comptable, les approches de sa mesure et les acteurs responsables de cette qualité et dans une deuxième section l'impact de la qualité de cette information sur l'efficacité de l'investissement.

A signaler qu'une terminologie hétérogène² est utilisée dans ce domaine à savoir qualité des résultats, la qualité comptable, la qualité de l'information comptable et la qualité de l'information financière. Pour la suite de cet article nous retiendrons la terminologie qualité de l'information comptable et financière.

II. Qualité et acteurs de l'information comptable et financière

1 - Définition de la qualité de l'information

L'information comptable et financière est destinée à une panoplie d'utilisateurs : d'abord l'entreprise (utilisation interne) et les parties prenantes (utilisation externe) il s'agit des actionnaires, apporteurs de capitaux, fournisseurs, clients ainsi que les pouvoirs publics.

Selon le code de la normalisation comptable marocain (CGNC) ; « l'objectif de l'information est de permettre une analyse économique et financière pertinente et fiable.... La comptabilité pourrait être une forme banale de l'illusion ou du mensonge si les informations qu'elle présente n'étaient ni pertinentes, ni fiables ».

- La pertinence : « une information pertinente doit représenter convenablement, fidèlement, les faits ou les concepts qu'elle énonce ; elle est

² Casta, J.F et Stolowy, H. 2012. De la qualité comptable : mesure et enjeux. Comptabilité, Société, Politique, Mélanges en l'honneur de Bernard Colasse, M. Nikitin et C. Richard (Eds), Economica

donc significative ce qui suppose que toutes les précautions ont été prises pour en définir clairement et sans ambiguïté le contenu, le contour, les limites. L'objectif étant de ne pas se tromper et de ne pas tromper les tiers ».

- La fiabilité : « les montants qui apparaissent dans les comptes ou dans les états de synthèse doivent être sûrs, ce qui implique tant une très bonne définition des méthodes d'évaluation qu'une parfaite maîtrise des faits comptables et de la chaîne des traitements qui aboutissent aux comptes et aux états de synthèse ».

Ces exigences du CGNC en matière de qualité de l'information comptable et financière est le résultat d'une longue histoire et d'un grand débat au niveau international au sujet du sens à donner à la qualité de cette l'information et, notamment, les critères devant traduire cette qualité. La qualité est également un thème de recherche récurrent en comptabilité financière, qui a suscité une abondante de littérature (Casta et Stolowy 2012).

Plusieurs auteurs, notamment, Colasse (2009), rapportent que le cadre conceptuel élaboré par le Financial Accounting Standards Board (FASB) de 1978 à 1985, organisme américain créé en 1973, a été le premier cadre qui a traité et a apporté des réponses aux objectifs de la comptabilité ainsi que les caractéristiques qualitatives de l'information comptable.

Durant cette période le FASB³, a publié 5 normes (Statements of Financial Accounting standards) (SFAC1 à 5). Nous citons, notamment :

- La norme SFAC 1, « Objectifs de l'établissement des états financiers dans les entreprises » publiée en novembre 1978, décrit l'environnement et énumère les besoins présumés des utilisateurs de l'information financière et comptable.

- La norme SFAC 2, « Caractéristiques qualitatives de l'information comptable » publiée en mai 1980, traite des critères qui sont nécessaires pour rendre les informations financières utiles à la prise de décision.

Dans ce cadre, le Financial Accounting Standards Board (FASB) vise à faire de l'information comptable un instrument de l'efficacité des marchés financiers. Pour ce faire, cette information doit être à la fois pertinente et fiable.

En 1989, un autre organisme international, l'International Accounting Standards Committee (IASC)⁴ a également publié un cadre conceptuel pour la préparation et la présentation des états financiers (framework for the preparation and presentation of financial statements). Ce cadre traite de l'objectif des états financiers, des caractéristiques qualitatives de ces états, des éléments les composant. Les caractéristiques des informations contenues dans les états financiers. Les caractéristiques évoquées sont l'intelligibilité, la pertinence, l'importance relative, la fiabilité, l'image fidèle, la

³ Obert, R et Scheid, J.C. 2006. Le cadre conceptuel commun du FASB et de l'IASB, R.F.C. 389

⁴ Organisme créé par les instituts comptables de 10 pays : Australie, du Canada, de France, d'Allemagne, du Japon, du Mexique, des Pays-Bas, de Grande-Bretagne, d'Irlande et des Etats-Unis. (RFC n°380, 2005)

prééminence de la substance sur la forme, la neutralité, la prudence, l'exhaustivité et la comparabilité.

En 2001, l'IASC a fait l'objet d'une réforme et devient l'International Accounting Standards Board (IASB). Il a pour objectifs d'élaborer et de publier des normes internationales d'information financière pour la présentation des états financiers, ainsi que de promouvoir leur utilisation et leur généralisation à l'échelle mondiale. Ces normes sont dorénavant appelées International Financial Reporting Standards ou IFRS.

Sur le plan conceptuel, notamment celui des IFRS, la qualité de l'information financière (QIF) se décline généralement en quatre propriétés⁵ :

- Compréhensible : l'information divulguée par les entreprises doit être compréhensible aux yeux d'un utilisateur raisonnablement instruit en comptabilité-finance.
- Fiable : ce qui signifie que l'information est non entachée d'inexactitudes importantes ce qui suppose l'absence de biais ou d'erreur notable dans l'information communiquée, la représentation de la réalité, la vérifiabilité, l'objectivité, la prudence et l'exhaustivité.
- Pertinente : Il s'agit de l'utilité de l'information pour la prise de décisions et de sa capacité à influencer les décisions des utilisateurs en leur permettant soit d'évaluer les événements passés, présents et futurs soit de confirmer ou de corriger leurs évaluations passées ;
- Comparable dans le temps et l'espace. Dans le temps, la comparabilité de l'information permet d'identifier les tendances de la position et des performances financières de l'entreprise. Dans l'espace, la comparabilité des états financiers de différentes entreprises permet d'évaluer leurs positions financières relatives et leur évolution ainsi que leurs performances.

Sur le plan académique, plusieurs définitions sont données au concept de l'information comptable et financière de qualité. Ces définitions sont résumées dans le tableau ci-dessous :

Auteurs	Définitions
Jonas et Blanchet (2000)	« <i>Information complète et transparente qui n'est pas conçue pour induire en erreur les utilisateurs</i> »
Barth et al. (2008)	« <i>Des résultats qui traduisent moins de gestion des résultats sont de meilleure qualité</i> »
Chen, Tang, Jiang et Lin (2010)	« <i>Information qui transmette des informations sur les activités de l'entreprise, en particulier ses flux de trésorerie, afin d'informer les investisseurs</i> »
<u>Boukiche Kamal</u> et <u>Hassine Mostafa</u> (2018)	« <i>Information pertinente, fiable et représentant fidèlement les phénomènes économiques de l'entité dans le but d'aider l'investisseur à prendre une décision d'investissement</i> »

Source : Elaboré par l'auteur

⁵ Piot.C et Kermiche.L. 2009. À quoi servent les comités d'audit ? un regard sur la recherche empirique. Comptabilité contrôle audit 2009/3 (tome 15), pages 9 à 54. <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-controle-audit-2009-3-page-9.htm>

Ces définitions s'accordent sur l'objectif assigné à l'information comptable financière de qualité à savoir servir l'intérêt des investisseurs et mieux les informer pour les aider à prendre des décisions d'investissement pertinente.

Les raisons évoquées dans la littérature qui pourraient expliquer la croissance de la littérature dans le domaine de la qualité comptable sont au nombre de quatre (Casta et Stolowy. 2012) :

- Les entreprises américaines cotées accusées de gestion des résultats dans les années 1990. Cette gestion correspondant à des manipulations de chiffres par les dirigeants visant à produire des résultats favorables aux yeux des investisseurs.

- L'introduction du modèle des accruals de Jones (1991) qui a permis le calcul des accruals discrétionnaires et donc de renseigner sur le degré de manipulation des états financiers des entreprises.

- Le développement des normes comptables internationales devant permettre de standardiser les règles d'élaboration et de présentation des états financiers.

- Le développement de larges bases de données dans les domaines de la gouvernance, de la rémunération des dirigeants et d'audit permettant de développer la recherche dans ce domaine.

- L'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis édictant plusieurs exigences en matière de reporting financier.

Trois phases phares ont impacté le sens donné à la qualité de l'information :⁶

- La « qualité justesse de l'information comptable » au cours de la première moitié du 20ème siècle : la justesse est associée à la recherche de la vérité comptable dans la construction de la réalité économique de l'entreprise. La qualité justesse se mesure relativement à des normes scientifiquement établies, à l'aide de la profession comptable et au respect de principes comptables. La recherche de la vérité comptable engendre toutefois, des questionnements par rapport au coût de réalisation ainsi que le niveau de qualité acceptable pour chaque utilisateur. La qualité justesse est donc impossible à atteindre.

- La « qualité assurance pour l'investisseur », des cadres conceptuels : face à l'impossibilité d'avoir une information juste, la qualité-assurance s'est imposée comme un niveau de la qualité de l'information. Elle suppose un utilisateur privilégié dont l'attente est de disposer d'une information de qualité qui lui permet de prendre une décision d'investissement basée sur les cash flows attendus.

- La « qualité totale » de l'information comptable dans le monde post Enron : Dans sa dernière évolution, le sens associé à la qualité est celui de la qualité

⁶ Michailesco. C. 2009. Qualité de l'information comptable. Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit, Economica, pp. 1023 - 1033, fffhalshs-00540571f. <https://shs.hal.science/halshs-00540571/document>

totale qui doit unir les acteurs internes de l'organisation aux partenaires externes et non pas que l'investisseur.

2 - Mesure de la qualité de l'information

Plusieurs chercheurs se sont penchés sur la mesure de la qualité de l'information comptable et financière et ont proposé des méthodes de mesure de cette qualité.

Ces méthodes se basent sur des critères mesurables (Casta, J.F et Stolowy, H. 2012) liés notamment à la gestion des résultats, à l'écart entre la valeur comptable et la valeur économique et la relation entre les accruals «variables comptables de régularisations» (VCR)) et les flux de trésorerie.

La plupart des recherches utilisent la partie discrétionnaire comme une mesure de la qualité de l'information⁷ : le modèle de revenus discrétionnaires développés par (McNichols et Stubben, 2008), le modèle de la qualité des comptes de régularisation (Dechow et Dichev 2002) et le modèle de régularisation discrétionnaire proposées par Kasznik (1999).

Les principales classifications des indicateurs de mesure de la qualité de l'information comptable et financière, citées dans la littérature sont celle de Dechow et al. (2010) et celle de Francis et al. (2004) et Gaio (2010) (Casta et Stolowy. 2012) :

Tableau 1 : Classification proposées par Francis et al. (2004) et Gaio (2010)

Attributs du résultat fondés sur la comptabilité	Mesure 1 : Relation entre les <i>accruals</i> ² et les flux de trésorerie : qualité des <i>accruals (accruals quality)</i> .	
	Mesures 2 à 4 fondées sur les caractéristiques temporelles des résultats (<i>time-series properties of earnings</i>)	Persistence des résultats (<i>earnings persistence</i>) Prédictabilité des résultats (<i>earnings predictability</i>) Lissage des résultats (<i>earnings smoothness</i>)
Attributs du résultat fondés sur le marché	Mesure 5 : mesure de l'utilité informationnelle des résultats (<i>value relevance of earnings</i>) en tant que combinaison de deux qualités désirables des résultats : pertinence (<i>relevance</i>) et fiabilité (<i>reliability</i>).	
	Mesures 6 et 7 : évaluer dans quelle mesure le résultat comptable est proche du résultat économique (mesuré par les rendements boursiers)	- <i>earnings timeliness</i> (ponctualité/actualité des résultats) - <i>earnings conservatism</i> (conservatisme des résultats)

Source : Casta et Stolowy (2012)

⁷ Elaoud, A et Jarboui, A. 2015. L'impact de la qualité de l'information comptable et la spécialisation de l'auditeur sur l'efficacité d'investissement. Comptabilité, Contrôle et Audit des invisibles, de l'informel et de l'imprévisible, May 2015, Toulouse, France. pp.cd-rom. fffal-01188613f

Tableau 1 : Classification proposées par Francis et al. (2004) et Gaio (2010)

Propriété des résultats	Persistence du résultat (<i>Earnings persistence</i>) <i>Accruals</i> anormaux et modélisation du processus des <i>accruals</i> Lissage des résultats (<i>earnings smoothness</i>) Reconnaissance asymétrique des pertes (<i>asymmetric timeliness and timely loss recognition</i>) Dépassement de seuils (<i>target beating</i>)
Réaction des investisseurs aux résultats	Preuve directe avec le coefficient de réponse (ERC) en tant que mesure de la qualité comptable Preuve indirecte avec le coefficient de réponse (ERC) en tant que mesure de la qualité comptable fondée sur les déterminants Relation entre le coefficient de réponse (ERC) et les informations autres que le résultat (Baber et al., 2006)
Indicateurs externes d'erreurs dans le résultat	Firmes faisant l'objet d'une action de la SEC (<i>Accounting and Auditing Enforcement Release - AAER</i>) (Communiqué d'exécution comptable et d'audit – traduction française provenant de Smaili et al. (2009)). Retraitements Faiblesses de contrôle interne

Source : Casta et Stolowy (2012)

Ces deux classifications convergent par rapport à la nature des indicateurs de mesure qui sont de deux catégories : 1) indicateurs issus de la comptabilité et 2) indicateurs reflétant la réaction du marché. Même si la classification de dechow et al. 2010 prévoit un autre indicateur relatif à la réaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis par rapport aux résultats de certaines firmes puisque la SEC vise à protéger les actionnaires et le public des pratiques comptables et commerciales frauduleuses.

Ces deux approches convergent également par rapport aux indicateurs de mesure basés sur la comptabilité : la qualité des *accruals*⁸, la persistance de résultats⁹, le lissage des résultats qui présentent tous des formes de gestion de résultats comptables.

Au niveau des indicateurs de mesure basés sur le marché, la classification de dechow et al. 2010 se base, notamment, sur le coefficient ERC¹⁰ (Earnings Response Coefficient) qui mesure la sensibilité du cours boursier des actions aux variations des résultats comptables.

Les indicateurs de mesure basés sur le marché définissent implicitement la qualité de l'information financière et comptable par la caractéristique de pertinence ou l'utilité de l'information pour un investisseur qui lui permet d'anticiper correctement l'évolution de l'entreprise. Une information comptable et financière de qualité réduit le gap entre les prévisions et les performances réalisées par une entreprise.

⁸ 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. 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, ce qui peut altérer la qualité des états financiers.

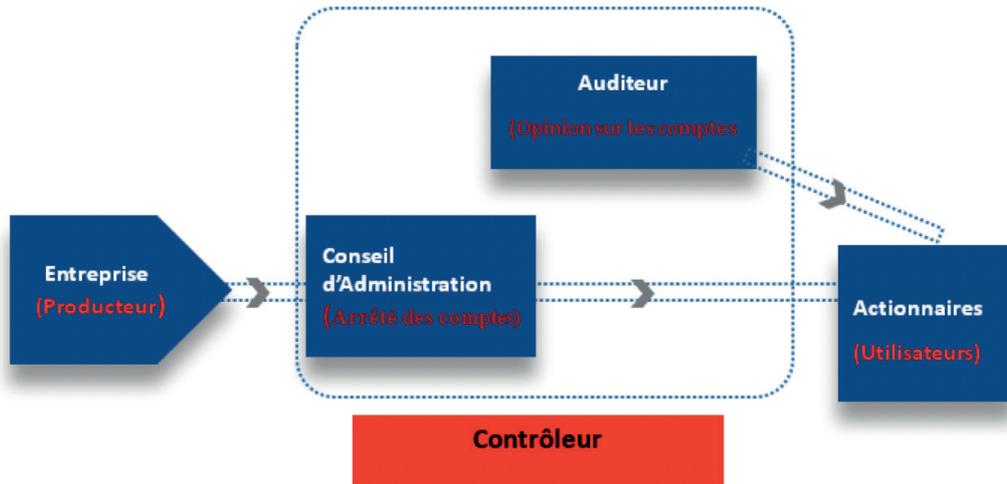
⁹ Le lissage des résultats, réel ou comptable, représente un cas particulier de manipulations de l'information financière. Il consiste en un ensemble de pratiques qui sont délibérément appliquées afin de publier une série de résultats présentant une variance réduite (Chalayer. S, 1995)

¹⁰ Bassidi, H. 2017. La pertinence du résultat comptable et d'autres mesures de flux : un état de l'art, Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation, n°5. ISSN 2489-205X

3 - Acteurs de la qualité de l'information

L'information comptable et financière mise à la disposition des actionnaires fait l'objet d'un contrôle préalable par deux acteurs :

- Le Conseil d'Administration.
- L'auditeur financier ou commissaire aux comptes.



Source : Elaboré par l'auteur

A. Conseil d'Administration

Selon la théorie d'enracinement des dirigeants¹¹, ceux-ci développent des mécanismes visant à préserver ou à élargir la latitude managériale ou leur pouvoir d'action, tels que : manipulation de l'information, décisions d'investissement, de désinvestissement ou de financement, contrôle de ressources...). La plupart de ces comportements sont associés à la recherche de rente ou d'avantages¹². Ball and Shivakumar (2005) suggère que si les managers apprennent ex ante que les pertes seront reconnues en temps opportun, ils sont (i) moins susceptibles de faire des investissements à valeur net actualisée négative, et (ii) plus susceptibles d'agir rapidement pour limiter les pertes économiques résultant d'investissements peu performants¹³. (Ahmed A et Duellman S, 2011).

Le conseil d'administration est un mécanisme de gouvernance interne. Ce mécanisme constitue, selon la perspective disciplinaire de la gouvernance, un moyen pour discipliner les dirigeants et les inciter à «maximiser» la valeur

¹¹ Théorie d'enracinement : selon cette théorie, les dirigeants développent un comportement d'enracinement qui rend leur révocation coûteuse et réduit donc la chance de les remplacer ou leur procure une plus grande latitude managériale

¹² Charreaux, G. 2015. Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. Revue française de gestion n° 253/2015.

¹³ Ahmed, A. et Duellman, S. 2007. Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions.

actionnariale. Ce conseil est sensé exercer un contrôle et une surveillance du management et il est donc considéré comme garant de la qualité de l'information comptable et financière¹⁴.

En effet, Le Sarbanes-Oxley-Act, aux Etats-Unis, la loi de Sécurité Financière en France promulguées suite aux différentes recommandations des groupes de travail¹⁵ : Treadway (1987), Cadbury (1992), Viénot (1995,1999), Blue Ribbon Committee (1999) et Bouton (2002) ont d'identifié les causes qui peuvent conduire à des rapports financiers frauduleux et les mesures pour réduire leur incidence. Ils ont édicté plusieurs exigences afin de renforcer le contrôle de l'information comptable et financière par le Conseil d'Administration, notamment par l'instauration de l'obligation d'institution des comités d'audit pour les sociétés cotées ainsi que la formulation de recommandations constituant de bonnes pratiques pour le fonctionnement de ces comités (composition, nombre de réunions, diligences, ...).

Le potentiel du comité d'audit à contribuer à l'amélioration du reporting financier a été bien confirmé d'après plusieurs recherches rapportées par les auteurs. Ce potentiel découle des attributions de ce comité par rapport à ce reporting notamment¹⁶ :

- La surveillance de la fiabilité des processus comptables de la société.
- Le respect des normes juridiques et éthiques de l'entreprise, y compris le maintien de contrôles préventifs contre la fraude.
- L'approbation des choix des politiques comptables et des niveaux de la divulgation et du respect de la pratique courante.

Plusieurs études académiques se sont intéressées à l'étude des facteurs liés au Conseil d'Administration ou au comité d'audit pouvant favoriser l'efficacité de ces instances en matière de contrôle de la qualité de l'information comptable et financière.

Selon la théorie de l'agence, le pourcentage de capital détenu par les administrateurs constitue un argument solide pour qu'ils remplissent efficacement leurs fonctions de contrôleurs et défendent rigoureusement les intérêts des actionnaires qu'ils sont (Alexandre et Paquerot, 2000). Un administrateur ayant une participation importante au capital est susceptible de contester les propos de la direction car ses décisions auront un impact sur sa propre richesse (Patton et Baker, 1987). Dans le même sens, Jensen (1993) et Sellami (2009) avancent que la détention d'un pourcentage du capital de l'entreprise constitue un moyen permettant d'aligner les intérêts des

¹⁴ Fama, E.F., Jensen, M.C. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun, 1983), pp. 301-325. www.jstor.com

¹⁵ Groupe de travail et de réflexion constitués d'organismes publics et privés aux USA, Royaume Unis, France...

¹⁶ Piot.C et Kermiche.L. 2009. À quoi servent les comités d'audit ? un regard sur la recherche empirique. *Comptabilité contrôle audit* 2009/3 (tome 15), pages 9 à 54. <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2009-3-page-9.htm>

administrateurs avec ceux des actionnaires et d'exercer ainsi un contrôle efficace de la gestion de l'entreprise. Ce contrôle pouvant s'étendre à la supervision du processus d'établissement et de publication des informations comptables et financières.

Dans le même sens, les régularisations comptables considérées comme discrétionnaires sont généralement moins importantes lorsque les comptes sont certifiés par un grand cabinet d'audit (Big N) et lorsque la firme s'est dotée d'un comité d'audit qui comprend une majorité d'administrateurs indépendants .

L'une des caractéristiques inhérentes 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 les comportements opportunistes de ces derniers, notamment en matière d'investissement. Watts (2003) suggère que le conservatisme fournit aux administrateurs et aux actionnaires des signaux opportuns pour enquêter sur l'existence de projets à valeur actualisée nette négative et prendre des mesures correctives (Ahmed et Duellman 2007).

B. L'audit

L'audit financier vise à donner une opinion sur la fidélité des états financiers au regard de la situation financière et des résultats des opérations de l'organisation et ajouter de la crédibilité à l'information fondée sur la comptabilité, en permettant aux utilisateurs de faire confiance à l'information communiquée (Carassus et Cormier 2003) .

De nombreux auteurs mettent en valeur le rôle crucial de l'audit dans la résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants. Le rapport émis par l'auditeur est donc pour les tiers un instrument privilégié de contrôle.

En effet, l'auditeur apparaît comme un réducteur d'asymétrie informationnelle entre les actionnaires et le dirigeant qui provient, selon Jensen et Meckling (1976) , de la séparation entre la gestion et la propriété de la firme.

Certains auteurs ont analysé le rôle de la qualité de l'audit dans le contrôle de l'opportunisme des dirigeants notamment en matière de gestion du résultat. Les résultats de ces études indiquent que la qualité de l'audit permet généralement de restreindre la gestion du résultat.

La qualité de l'information financière et comptable impose la transparence et l'exactitude des informations présentées, l'efficacité du gouvernement d'entreprise, l'indépendance des auditeurs et la fiabilité du contrôle interne.

III. Efficacité de l'investissement

1 - Notion de l'investissement

Au niveau d'une entreprise, un investissement vise la création de la valeur et constitue une obligation pour sa pérennité et sa prospérité. Il représente un engagement durable et un facteur déterminant de la rentabilité future. De ce fait, la décision d'investissement est considérée comme l'une des plus importantes dans la gestion des firmes .

Un investissant est efficace s'il correspond à des projets dont la valeur actuelle nette (VAN) est positive . Quant à l'inefficacité de l'investissement elle se traduit par deux possibilités : 1) le surinvestissement qui consiste à investir dans des projets dont la VAN est négative, 2) le sous-investissement se traduit par le fait de ne pas investir dans des projets dont la VAN est positive. La théorie néoclassique issue du marginalisme considère la valeur marginale d'un projet d'investissement comme le seul déterminant pour décider d'investir ou pas et par conséquent, les flux de trésorerie générés et l'accès à des fonds externes ne peuvent influencer la décision d'investissement. Pourtant, des auteurs comme Fazzari, Hubbard et Petersen (1988) et Kaplan et Zingales (1995), ont trouvé une sensibilité forte entre l'investissement et la liquidité pour les entreprises qui versent moins de dividendes et donc ont établi la variable cash-flow parmi les facteurs explicatifs de l'investissement en expliquant cette situation par la préférence des dirigeants à financer leurs projets d'investissement par des fonds internes malgré le coût avantageux d'autres sources de financement .

Le comportement d'investissement des entreprises a fait l'objet d'un grand nombre de travaux théoriques et empiriques. Ces travaux relatent quatre déterminants principaux de l'investissement :

- **La demande anticipée** : elle est considérée comme le déterminant capital de l'investissement. Les entreprises sont incitées à investir, pour augmenter leurs capacités de production, pendant la période de croissance soutenue profitant ainsi de la hausse de la demande. Par contre en période de faible croissance de la demande, les entreprises rechignent à investir et même le renouvellement des équipements amortis n'est pas opéré. Néanmoins, le niveau de l'investissement réalisé n'est pas toujours proportionnel à la variation de la demande. Ce phénomène, connu sous le nom d'accélérateur, s'explique par le fait que les investissements réalisés participent au processus de production au-delà de la seule période où ils sont réalisés.

- **Le coût des facteurs de production** : pour réaliser du profit, une entreprise apporte du capital et du travail. Le niveau de l'apport de ces deux facteurs

pour la maximisation du profit dépend de niveau de capital désiré et du coût des facteurs travail et du capital. Les entreprises optent pour les niveaux qui minimisent les coûts.

- **Les contraintes de financement** : les ressources propres sont les premières ressources dont dispose un investisseur. En cas d'insuffisance de ces ressources, l'entreprise fait appel à des emprunts ou lever des capitaux propres. Les conditions de financement de l'investissement productif dépendent ainsi de caractéristiques propres à la situation financière de chaque entreprise, notamment le niveau des profits et de l'endettement qui conditionnent sa capacité de remboursement.

- **La profitabilité des projets d'investissement** : La profitabilité du capital productif mesure l'écart entre le rendement du capital, et le rendement, en termes réels, d'un placement sans risque, assimilé au niveau des taux d'intérêt à long terme. L'écart entre le rendement d'un investissement physique, et celui d'un investissement sans risque doit être suffisant pour que le chef d'entreprise décide d'investir. Autrement, il serait judicieux de ne pas investir et d'attendre de meilleures perspectives de profit.

A partir de ces quatre déterminants, deux modèles synthétisant le comportement d'investissement et permettant de prévoir des évolutions de l'investissement productif ont été établis :

- **Le modèle « accélérateur-profit »** : la décision d'investissement tient compte de plusieurs paramètres : la croissance de la demande, le coût de l'investissement et le profit du projet. Ce dernier est appréhendé par le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le capital évalué à son coût de remplacement alors que le coût de l'investissement est défini comme le taux d'intérêt annuel déflaté du glissement annuel du prix de l'investissement.

Le taux de profit est le déterminant financier le plus robuste puisqu'il traduit à la fois les contraintes sur la demande et sur les conditions de financement .

- **Modèle Q de Tobin (James Tobin)** : Un entrepreneur rationnel devrait réaliser un investissement si le marché le valorise au-delà de ce qu'il a coûté. Autrement dit, si une unité additionnelle de capital accroît la valeur de marché de la firme d'un montant supérieur au coût d'acquisition de ce capital, l'investissement devrait être réalisé . Le Q de Tobin, néanmoins, ne peut être appliqué que pour les entreprises cotées.

Ces deux modèles, n'ont pas parvenu, cependant à retracer fidèlement le comportement d'investissement des entreprises étant donné que ces modèles supposent un marché de capitaux parfait où les intervenants sont rationnels et ayant la possibilité d'emprunter et de prêter à des taux sans risques. Or dans la pratique, les marchés de capitaux sont caractérisés par des imperfections et les marchés boursiers sont affectés, dans certains cas,

par des phénomènes de « bulles spéculatives » (Herbet2001).

Les asymétries d'information et les problèmes d'agence constituent l'origine principal de ces imperfections et un des facteurs les plus courants et les plus importants qui impactent le niveau optimal de l'investissement d'une entreprise.

IV. Efficacité de l'investissement

Le lien entre la qualité de l'information financière et le comportement d'investissement est traité dans le cadre de la théorie positive de la comptabilité initiée par Watts et Zimmerman (1978, 1979 et 1986) .

L'effet d'une information de meilleure qualité sur le comportement d'investissement est rendu possible grâce à deux canaux :

- un meilleur contrôle des actions des dirigeants : l'information de qualité limiterait les dirigeants à prendre des décisions non optimales et à s'engager dans des investissements non rentables étant donné que les pertes engendrées par ces décisions surviendraient durant leurs mandats ;
- une signalisation au marché : une meilleure qualité de l'information financière réduirait les niveaux d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs et contribuerait à cet effet à attirer de nouveaux investisseurs.

La théorie financière dispose qu'il existe un niveau d'investissement optimal pour chaque entreprise et que les dirigeants ont tendance, sous l'effet de l'asymétrie d'information, de dévier en plus (surinvestissement) ou en moins (sous-investissant) à ce niveau optimal d'investissement du fait, notamment, de l'existence d'imperfections sur les marchés, en particulier l'alea moral (moral hazard) et la sélection adverse (adverse selection) .

.- Aléa moral : les dirigeants sont poussés à réaliser des investissements qui ne sont pas dans le meilleur intérêt des actionnaires afin de maximiser leur richesse personnelle. Ils procèdent donc à des investissements à VAN négative ce qui mène à des situations de surinvestissement dans le cas d'un excès de capital. Ces surinvestissements peuvent correspondre à l'expansion de la firme au-delà de la taille optimale ou à l'octroi d'avantage en nature. En réaction, et en se rendant compte de cette situation, les investisseurs décident de revoir le niveau d'engagement ce qui donne lieu à des situations de sous-investissement.

- Sélection adverse : quand les dirigeants sont informés des perspectives favorables de l'entreprise mieux que les investisseurs, ils profitent de ces perspectives pour planifier des émissions de capital et vendre les actions à des prix surévalués. Les montants générés par ces ventes sont investis et

Tableau 3 : Synthèse de quelques travaux de recherche sur la relation entre qualité de l'information comptable et financière et efficacité de l'investissement

Auteurs	Année	Pays	Conclusions
<u>McNicholsStubben</u>	2008	USA	Les auteurs ont testé si les entreprises gérant leurs informations comptables et financières prennent des décisions d'investissement non optimales. Sur la base d'un large échantillon d'entreprises cotées au cours de la période 1978-2002 constitué d'entreprises qui manipulent leurs bénéfices (entreprises ayant fait l'objet d'une enquête de la SEC pour irrégularités, poursuivies par leurs actionnaires pour mauvaise comptabilité ou entreprises présentant des états financiers retraités), les auteurs concluent que ces entreprises enregistrent des surinvestissements considérables pendant la période de déclaration erronée. Cependant, après la période de déclaration erronée, ces entreprises ne surinvestissent plus, les informations corrigées conduisant à des niveaux d'investissement plus efficaces. Des résultats similaires sont également enregistrés pour les entreprises ayant des niveaux élevés d'accruals discrétionnaires.
Gary C. Biddle and Gilles Hilary	2006	34 pays	Les auteurs ont examiné comment la qualité comptable est liée à l'efficacité des investissements. Ils supposent que 1) une comptabilité de meilleure qualité réduit la sensibilité des investissements aux flux de trésorerie, 2) une comptabilité de meilleure qualité réduit davantage la sensibilité des investissements aux flux de trésorerie dans des économies dominées par les marchés boursiers que celles dominées par les créanciers. Les résultats de tests, réalisés sur des données couvrant la période 1993-2004, ont affirmé les hypothèses à la fois entre les pays et à l'intérieur des pays.
Gary C. Biddle, Gilles Hilary, Rodrigo S. Verdi	2009	USA	Des Preuves antérieures démontrent que des rapports financiers de meilleure qualité améliorent l'efficacité de l'investissement mais laissent sans réponse s'elle réduit le surinvestissement ou le sous-investissement. Cette étude, réalisée sur des données correspondant à la période 1993-2005 fournit des preuves des deux en documentant une association négative (positive) conditionnelle entre la qualité de l'information financière et l'investissement pour les entreprises opérant dans des contextes plus sujets au surinvestissement (sous-investissement). Des Entreprises avec des rapports financiers de qualité plus élevée s'écartent également moins des niveaux d'investissement prévus et montrent moins de sensibilité aux conditions macro-économiques. Ces résultats suggèrent que la qualité du reporting comptable et financier réduit les frictions telles que l'aléa moral et la sélection adverse qui entravent l'investissement efficace.
Paul ANDRÉ, Andrei FILIP et Sophie MARMOUSEZ	2014	France	L'étude s'est intéressée à l'examen de l'association entre la qualité de l'information comptable et financière et l'efficacité de l'investissement, dans un contexte très spécifique, à savoir le passage obligatoire aux normes IFRS. Les auteurs ont examiné la relation entre le conservatisme, qui peut être considéré comme une des dimensions de la qualité de l'information comptable, et l'efficacité des politiques d'investissement pour un échantillon de sociétés françaises, avant et après l'application obligatoire des IFRS en 2005. L'échantillon retenu est constitué de 455 sociétés françaises cotées avec des données se rapportant à la période 2001-2007. Les résultats montrent, tout d'abord, que le conservatisme diminue de manière significative après le passage aux IFRS. Ils constatent aussi que dans la période pré-IFRS, le conservatisme limite le sur- ou le sous-investissement. En revanche, dans la période post-IFRS, le conservatisme ne semble plus être associé à l'efficacité des politiques d'investissement des sociétés non financières françaises cotées. Toutefois, l'adoption des normes IFRS apparaît comme bénéfique de ce point de vue pour l'efficacité des politiques d'investissement compte tenu de leur effet sur la qualité des accruals.
<u>Fusheng Wang, Zhibiao Zhu, a John Hoffmire</u>	2015	Chine	Sur la base d'un large échantillon de 3 726 observations d'entreprises-années de 2008-2012 en Chine, les auteurs constatent que la qualité de l'information financière est négativement associée à la fois au sous-investissement et au surinvestissement. L'étude révèle également que la qualité de l'information financière est plus fortement associée à un surinvestissement pour les entreprises ayant un flux de trésorerie disponible important. Ceci suggère que la qualité de l'information financière peut réduire l'asymétrie de l'information entre dirigeants et investisseurs et engendrer moins de coût de suivi des gestionnaires par les actionnaires et améliorer la sélection des projets. L'étude fournit de nouvelles preuves que la qualité de l'information financière joue un rôle important dans l'efficacité des investissements dans les marchés émergents.
<u>AssawerElaoud, Anis Jarboui</u>	2015	Tunisie	231 observations entreprises cotées à la bourse des valeurs ont été analysées. La mesure de la qualité de l'information comptable et financière montre des corrélations positives et significatives avec l'efficacité de l'investissement, cela veut dire qu'un niveau élevé de la qualité d'information est associé avec un niveau plus élevé de l'efficacité des investissements. Toutefois, la qualité de l'information n'est pas efficace pour augmenter le niveau d'investissement dans les entreprises qui investisse au-dessus de leur niveau attendu.

Feng Chen, Ole-Kristian Hope, Qingyuan Li et Xin Wang.	2011	97 pays	<p>Cette étude complète et prolonge les recherches antérieures sur les conséquences économiques de variations de la qualité du reporting financier. Les auteurs ont examiné en plus si l'efficacité de l'investissement des entreprises privées est plus sensible à la qualité du reporting financier lorsque ces entreprises recherchent du financement bancaire.</p> <p>Les données permettent d'examiner les petites et moyennes entreprises privées autour du monde. L'étude fait avancer que la qualité du reporting financier améliore l'efficacité de l'investissement au niveau de l'entreprise dans un échantillon de 97 pays appartenant à différents secteurs.</p> <p>La qualité du reporting financier est négativement corrélée au sous et surinvestissement. Cette relation entre la qualité de l'information comptable et financière et l'efficacité de l'investissement augmente dans des cas d'entreprises qui ont recours aux financements bancaires.</p>
Asma Houcine	2014	Tunisie	<p>L'auteur suppose que la qualité de l'information financière peut avoir un effet 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.</p> <p>Le résultat montre que pour les firmes qui souffrent de contraintes de financement, la précision et la fiabilité de leurs résultats comptables ne leur permettent pas d'atténuer leurs problèmes éventuels de sous-investissement.</p> <p>Ce résultat est en contradiction avec les résultats trouvés par Biddle et al ; (2009) et par Chen al. (2011).</p> <p>Les résultats ont été expliqués par les spécificités contextuelles du marché tunisien ainsi que le comportement de l'investisseur tunisien qui considère que la qualité du reporting n'est pas assez suffisante 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 aurait davantage confiance en l'information collectée par ses propres moyens et à travers des canaux privés.</p>

CONCLUSION

L'impact de la qualité de l'information financière et comptable sur l'efficacité d'investissement d'une entreprise a été donc démontré par plusieurs études académiques et empiriques. Cette qualité limite le pouvoir discrétionnaire des dirigeants ce qui peut réduire la sélection adverse et l'aléa moral, et par conséquent limiter les asymétries d'information ce qui permet d'aider les apporteurs de capitaux à prendre des décisions optimales en matière d'investissement et donc de s'écarter des surinvestissements et de sous-investissements.

Les études réalisées sur la relation entre la qualité de l'information comptable et financière et l'efficacité de l'investissement ont mis en exergue également que deux facteurs influençant cette efficacité :

- La qualité de l'audit des états financiers : Elaoud et Jarboui(2015) rapportent qu'une meilleure qualité de l'audit est également associée à l'efficacité des investissements plus élevés, un résultat qui est également compatible avec des études antérieures (Cahan et al. 2006;Deboskey et al. 2012).

- Le niveau du conservatisme des états financiers : García-Lara et al. (2016) ont constaté que le conservatisme réduit à la fois le surinvestissement et le sous-investissement, étant donné qu'il réduit la sensibilité des flux d'investissement dans les entreprises ayant un problème de surinvestissement et facilite l'accès au financement externe dans les entreprises ayant un problème de sous-investissement.

L'amélioration de l'efficacité de l'investissement renvoie donc de manière plus

globale au renforcement de la gouvernance d'entreprise, à la mise en place d'un cadre normatif comptable claire et transparent et à l'amélioration de la pratique du commissariat aux comptes et de l'audit comptable et financier.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Ahmed, A. et Duellman, S. 2007. Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions.
- André, P. Filip, A. et Marmousez. S. 2014. L'impact des normes IFRS sur la relation entre le conservatisme et l'efficacité des politiques d'investissement. *Comptabilité – Contrôle – Audit / Tome 20 – Volume 3 – Décembre 2014* (p. 101 à 124).
- Bassidi. H, 2017, La pertinence du résultat comptable et d'autres mesures de flux : un état de l'art, *Revue D'Etudes en Management et Finance D'Organisation*, n°5. ISSN 2489-205X.
- Carassus.D et Cormier.D, 2003, Normes et pratiques de l'audit externe légal en matière de prévention et de détection de la fraude, (cairn.info).
- Casta, J.F et Stolowy, H. 2012. De la qualité comptable : mesure et enjeux. *Comptabilité, Société, Politique, Mélanges en l'honneur de Bernard Colasse*, M. Nikitin et C. Richard (Eds), Economica.
- Charreaux, G. 2015. Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises. *Revue française de gestion* n° 253/2015.
- Daoud, Y. et Kammoun, A. 2011. Contraintes financières et comportement d'investissement : Cas des entreprises tunisiennes. *Revue Libanaise de Gestion et d'Économie* Volume 4, Issue 6, 2011, Pages 125-157.
- Elaoud, A. et Jarboui, A. 2015. L'impact de la qualité de l'information comptable et la spécialisation de l'auditeur sur l'efficacité d'investissement. *Comptabilité, Contrôle et Audit des invisibles, de l'informel et de l'imprévisible*, May 2015, Toulouse, France. pp.cd-rom. ffhal-01188613f.
- Epaulard, A. 1993. L'apport du Q de Tobin à la modélisation de l'investissement en France. *Économie & prévision*, n°109, 1993-3. pp. 1-12. doi : <https://doi.org/10.3406/ecop.1993.5616>. https://www.persee.fr/doc/ecop_0249-4744_1993_num_109_3_5616.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun, 1983), pp. 301-325. www.jstor.com
- García-Lara, J.M., García-Osma, B., Penalva, F., 2016. Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics* 61 (2016) 221–238.

- Herbet, J. 2001. Peut-on expliquer l'investissement à partir de ses déterminants traditionnels au cours de la décennie 90?. In: Economie et statistique, n°341-342, 2001. L'investissement et le financement des entreprises. pp. 85-106. http://www.persee.fr/doc/estat_0336-1454_2001_num_341_1_7471.
- Janin, R et Piot, C. 2008. L'influence des auditeurs externes et des comités d'audit sur le contenu informatif des manipulations comptables. La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 233.
- Jensen, C, et Meckling, W, H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3 (1976) 305-360. <https://pdf.sciencedirectassets.com>.
- Kergueris, M. J, 2002. Rapport d'information fait au nom de la délégation du Sénat pour la planification sur les déterminants de l'investissement. N° 35
- Michailesco. C. 2009. Qualité de l'information comptable. Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit, Economica, pp. 1023 - 1033, fffhalshs-00540571f. <https://shs.hal.science/halshs-00540571/document>.
- Nguyen, P., Nivoix, S. et Saidani, W. 2014. Contraintes financières et sensibilité aux cash flows : influence de l'affiliation des firmes japonaises à un groupe industriel.
- Obert, R. et Scheid, J. 2006. Le cadre conceptuel commun du FASB et de l'IASB, R.F.C. 389.
- Piot, C et Kermiche, L. 2009. À quoi servent les comités d'audit ? un regard sur la recherche empirique. Comptabilité contrôle audit 2009/3 (tome 15), pages 9 à 54. <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrôle-audit-2009-3-page-9.htm>.
- Wang, F. ,Zhua, Z. et Hoffmire, J. 2015. Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency. SHS Web of Conférences, 01027.