

Une analyse économique de la « juste valeur »*

La comptabilité comme vecteur de crise

Vincent BIGNON*
Yuri BIONDI†
Xavier RAGOT‡

Nouvelle préface au texte commenté par Richard Barker§

Prisme N° 15
Août 2009

* Les auteurs remercient Jean-Louis Beffa, Robert Boyer, Jean-Gabriel Brin, Arnaldo Canziani, Robert Colson, Philippe Crouzet, Sylvie Grillet, Christian Hoarau, Nicole El Karoui, Gérard Liné, Antoine Rebérioux, Shyam Sunder et Jean-Philippe Touffut pour les remarques et les critiques qui ont permis de clarifier leur propos. Ils restent seuls responsables des erreurs éventuelles contenues dans le texte.

* Vincent BIGNON est professeur invité au Graduate Institute for International Studies and Development (Genève), maître de conférences à l'Université Paris XII – IUFM et chercheur associé à Economix – Université Paris Ouest.

† Yuri BIONDI est chercheur au C.N.R.S. rattaché à l'École Polytechnique (Preg-CRG), et affilié au C.N.A.M. (Chaire de Comptabilité Financière et Audit).

‡ Xavier RAGOT est chargé de recherche au C.N.R.S.

§ Richard Barker est professeur de comptabilité à l'Institut de gestion Judge de l'Université de Cambridge. Il a été chercheur à l'International Accounting Standards Board (IASB).

Résumé

Le vote par le Parlement européen en juillet 2002 de nouvelles normes comptables, entrées en vigueur le 1er janvier 2005 pour les sociétés cotées, a orienté la comptabilité européenne vers un nouveau principe, celui de la « juste valeur ». Auparavant, la réglementation européenne s'inspirait essentiellement de la logique du coût historique : l'évaluation des actifs au bilan se fondait ainsi sur leurs « coûts d'acquisition amortis ».

L'introduction du principe de juste valeur a imposé la détermination de la valeur des actifs par l'estimation des flux de profits anticipés actualisés dont ces actifs pouvaient être à l'origine. Il s'agissait d'établir la valeur de chaque actif selon sa contribution potentielle au profit de l'entreprise. La juste valeur ne constituait pas l'aboutissement de recherches contemporaines qui conduisaient à remplacer le coût historique amorti. Au contraire, les travaux récents analysant le processus de production des entreprises plaidaient pour la limitation de son utilisation. Ces travaux se fondaient sur trois concepts : asymétrie d'information, complémentarités et spécificité des actifs utilisés. Les entreprises créent de la richesse en rendant complémentaires des actifs parce qu'elles leur ajoutent des caractéristiques spécifiques au processus productif mis en œuvre. Ces caractéristiques n'ont pas de valeur marchande et ainsi, la valeur de chaque actif pour l'entreprise est toujours supérieure à sa valeur de revente. La spécificité d'un actif se définit alors par la différence entre sa valeur pour l'entreprise et sa valeur marchande. La pérennité de l'avantage concurrentiel découlant de cette combinaison d'actifs spécifiques nécessite de garder secret ce type d'information : il existe donc une asymétrie d'information entre l'entreprise et son environnement.

Le critère de « juste valeur » pose dans ce cadre d'importants problèmes d'évaluation : la spécificité et la complémentarité entre actifs contraignent le comptable à utiliser des modèles d'évaluation pour déterminer la valeur des actifs. Les analystes financiers recourent à de tels modèles pour valoriser les entreprises. Leur utilisation à des fins comptables n'assure cependant pas la fiabilité des comptes ; en effet, des changements mineurs d'hypothèses peuvent conduire à une forte variation de leurs résultats. La finalité de la comptabilité est plutôt de constituer une source d'information indépendante, de sorte que leur évaluation par le marché financier soit pertinente. Au problème d'évaluation s'ajoute celui de la volatilité financière que l'application du principe de juste valeur peut introduire dans la comptabilité. L'existence d'une volatilité excessive des marchés financiers, qui se démontre théoriquement et empiriquement, engendre un risque inutile et tend à réduire la capacité de financement des entreprises. Enfin, la juste valeur renforce les critères financiers au détriment des autres critères de l'évaluation des équipes dirigeantes. L'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, y compris les actionnaires et les investisseurs institutionnels, peut en être victime.

La crise financière qui a débuté à l'été 2007 a confirmé le défaut intrinsèque du modèle comptable de la juste valeur. Ce modèle n'a pas contribué à anticiper la crise et l'a même accentuée. La comptabilité doit garder pour objectif la constitution d'un instrument de contrôle et de régulation, indépendant du marché et centré sur l'entreprise comme entité, et non suivre les valeurs de marché au jour le jour. La comptabilité doit s'imposer ainsi comme une institution centrale des économies de marché, essentielle au fonctionnement des marchés eux-mêmes, conformément à l'intérêt général.

Sommaire

Préface	7
Introduction	13
I Les principes du coût historique amorti et de la juste valeur	15
A) Le coût historique amorti	15
B) La juste valeur	17
II La spécificité et la complémentarité des actifs	19
A) La spécificité et les asymétries d'information	19
B) La complémentarité et l'indivisibilité	23
C) Les comptables doivent-ils être des modélisateurs ?	25
III L'utilisation du prix de marché courant dans les bilans	27
A) Le prix de marché est-il la bonne référence ?	27
B) L'interprétation du résultat des entreprises	30
C) La prise en compte de l'exposition aux risques	31
IV L'information comptable et son économie politique	32
A) Les incitations et les évaluations des dirigeants	32
B) Une vision actionnariale et financière de l'entreprise inscrite dans la comptabilité	33
Conclusions	34
Commentaire de Richard Barker	36
Réponse des auteurs	40
Références	42

Préface

Déclenchée par la rupture du marché interbancaire à l'été 2007, la crise mondiale qui se poursuit a entraîné la suspension partielle et temporaire de la comptabilité à la juste valeur et réactualisé sa remise en question. Les auditions devant les commissions du parlement des Etats-Unis en octobre 2007⁵ ont conduit à la rédaction d'un rapport du « Forum pour la stabilité financière » remis au G7 en avril 2008. Le rapport recommande le renforcement de la supervision prudentielle du capital, de la liquidité et du risque ; la clarification et la limitation de l'usage de l'évaluation à la juste valeur ; l'amélioration de la comptabilisation des entités hors bilan et le développement de la résilience des systèmes bancaire et financier aux tensions et aux crises.⁶ Le 2 octobre 2008, le parlement des Etats-Unis adopte le plan Paulson, qui, aux sections 132 et 133, accorde à la Commission pour la sécurité boursière (SEC) le pouvoir de suspendre l'application de la juste valeur pour des « raisons d'intérêt général » et de « protection des investisseurs »⁷. Le plan Paulson préconise l'étude des conséquences économiques de ce mode de comptabilisation sur les entreprises, sur leur bilan et sur le système économique dans son ensemble. Peu après, la Commission européenne contraint l'IASB à revenir sur la comptabilisation des instruments financiers à la juste valeur et permet leur reclassement selon une comptabilité au coût historique. Afin d'atténuer les critiques qui portent sur la responsabilité des normes comptables dans l'approfondissement de la crise⁸, le régulateur des Etats-Unis (FASB) autorise le 2 avril 2009 les intermédiaires financiers à comptabiliser certains actifs financiers non à leur valeur de marché mais à une valeur estimée à l'aide de modèles d'évaluation financière.

⁵ Voir notamment Banking Subcommittee on Securities, Insurance, and Investments of the United States Senate, *International Accounting Standards : Opportunities, Challenges, and Global Convergence Issues*, 24 octobre 2007 ; Committee on Oversight and Government Reform of the U.S. House of Representatives, « The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators », 23 octobre, 2008.

⁶ Voir aussi Banque de France (2008) ; Banca d'Italia (2009).

⁷ Emergency Economic Stabilization Act of 2008, 3 octobre 2008, Sec. 132. Authority to suspend mark-to-market accounting : « (a) AUTHORITY.—The Securities and Exchange Commission shall have the authority under the securities laws (as such term is defined in section 3(a)(47) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(47)) to suspend, by rule, regulation, or order, the application of Statement Number 157 of the Financial Accounting Standards Board [concerned with fair value measurements, Nda] for any issuer (as such term is defined in section 3(a)(8) of such Act) or with respect to any class or category of transaction if the Commission determines that is necessary or appropriate in the public interest and is consistent with the protection of investors.»

⁸ Cf. « Banks get leeway in valuing their Assets », *The New York Times*, 3 avril 2009.

Il est prématuré d'en conclure la mort peu glorieuse de la juste valeur. L'imposition par décret de cette révolution comptable aussi bien aux marchés qu'à la profession cimente encore l'alliance entre le régulateur international (l'Organisation internationale des normes comptables, l'IASB en anglais) et le régulateur états-unien (le FASB) scellée en 1998. Leurs présidents respectifs continuent de plaider, d'une part, pour la comptabilisation de tous les actifs et passifs risqués à leur juste valeur, d'autre part, en faveur de la convergence de toutes les réglementations comptables vers un seul jeu de normes à partir de 2011.

La remise en question de la notion de « haute qualité », revendiquée par ces régulateurs, concerne également leur indépendance vis-à-vis des pouvoirs qui, dans le monde de la finance et de la comptabilité, ont intérêt à la mise en place dans l'urgence d'un système universel.⁹ Comme certaines faillites récentes le montrent, le modèle comptable de la juste valeur est propice à l'appropriation de profits potentiels et de dissimulation des pertes encourues, par certains dirigeants au détriment de l'ensemble des parties prenantes (y compris de la plupart des investisseurs) et de la pérennité de l'entité productive dans le temps (Ijiri 2005, Richard 2005, Kothari *et al.* 2009). L'argument-clef est ainsi contredit, selon lequel la comptabilité à la juste valeur est objective et supprime les possibilités de manipulation des comptes. L'imposition d'un nouveau système comptable mondial, désormais fondé sur l'interprétation experte de normes volumineuses et complexes, permet à de grands cabinets comptables de disposer d'un instrument puissant pour dominer le marché des services de comptabilité et d'expertise financière qui leur sont fortement liés.

La crise révèle la myopie des intermédiaires financiers et des comptables. D'une part, elle montre les limites de la correspondance entre les signaux du marché et l'information comptable ; le système de contrôles dont l'établissement des comptes fait partie n'a pas été en mesure de détecter les prémices de la crise ni leur diffusion à l'ensemble des institutions financières. D'autre part, elle expose la profession comptable à la critique et à la rancune suscitées par le désastre, comme l'avait déjà largement laissé présager la faillite du cabinet qui certifia la comptabilité d'Enron. La succession de crises financières invite à

⁹ Le 17 novembre 2005, l'IASB publia un document proposant l'adoption de la juste valeur comme méthode comptable prioritaire de comptabilisation. Durant les six mois suivants, il reçut quatre-vingt-quatre lettres de commentaires. Selon le rapport de l'IASB en 2006, « The majority of respondents are not supportive of the paper's overall proposals regarding the relevance of fair value on initial recognition (63%), although some of these respondents support individual aspects of the proposals, and several respondents have mixed concerns (12%). Only a small minority support the paper's proposals overall (17%) ». Parmi les commentaires contraires aux propos de ce document se trouvent les régulateurs comptables d'Allemagne, de France, d'Italie, de Russie et du Japon, et les cabinets Ernst & Young, Grant Thornton et Mazars.

repenser les fondations qui devaient moderniser le fonctionnement du système financier depuis les années soixante-dix (Boyer 2007 et 2008, Stout 2009).

En janvier 2009, le rapport du « Groupe des trente » (G30) dénonce la responsabilité de la juste valeur dans les risques systémiques, dans la faible résilience et l'instabilité financières. La question comptable se pose de nouveau en termes de réglementation et de coordination du système économique et financier dans son ensemble. Les promoteurs de la juste valeur sont ainsi confrontés au fonctionnement du marché en tant que mécanisme s'assurant de l'efficacité de cette régulation et de cette coordination, et aux limites et défaillances d'un mécanisme seulement marchand. La comptabilité peut reprendre sa place et son rôle en tant qu'instrument de contrôle qui contribue à la confiance du public, nécessaire au fonctionnement des marchés financiers eux-mêmes. Même si les critiques sont sévères et définitives, les régulateurs comptables (IASB et FASB) désormais alliés ne sont pas décidés à changer de cap. Le modèle comptable n'est pas révisé : ils sont contraints à quelques ajustements à la marge, qui s'inscrivent dans la répétition du discours initial. Son abdication en faveur des normes comptables internationales IFRS piège l'Europe face à la Chine, l'Inde, le Japon, la Corée du Sud, Taïwan, le Brésil, la Russie ou l'Arabie Saoudite qui refusent l'application de ces normes à leurs sociétés cotées. Ces pays maintiennent leur indépendance comptable au travers de normes autonomes¹⁰ qui coexistent.

Le modèle comptable à la juste valeur n'a pas permis de prévenir la crise. Elle a accéléré la débâcle. Les questions posées depuis plusieurs années sont plus pressantes. Elles concernent les principes comptables qui sont à la base de la conception des normes correspondantes (Colasse 2007), l'esprit des lois de la comptabilité qui anime ces normes et leur application. Comment fut-il envisageable de souscrire des énormes obligations d'endettement sans que le système comptable n'en rende compte ? Comment fut-il possible de comptabiliser des plus-values potentielles en profits courants, alors qu'elles se sont révélées en tant que pertes encourues par la suite ? Ces défaillances du système comptable de la juste valeur sont liées, d'une part, à la non prise en compte des multiples entités qui constituent chaque groupement d'entreprises comme des multiples actifs et passifs qui constituent le bilan (problème du hors-bilan, qui fut jadis un argument-clé de vente pour certains produits financiers) ; aux critères d'évaluation à la juste valeur, notamment pour les instruments financiers d'autre part (comptabilisation à la valeur marchande instantanée). Le débat sur le rôle de la valorisation à la juste valeur dans l'approfondissement de la crise à l'ensemble du

¹⁰ D'un point de vue légal, les entreprises cotées se voient interdire l'utilisation des IFRS et doivent adopter les normes nationales. L'harmonisation ou la convergence éventuelles se font alors au niveau d'une négociation entre autorités comptables nationales, et des divergences importantes sont encore en place, notamment avec les normes chinoises, japonaises ou coréennes.

système financier semble tranché : pour se procurer les liquidités nécessaires à limiter leur dévalorisation comptable, certaines entités étaient conduites à opérer dans l'urgence des ventes d'actifs, créant ainsi le mécanisme par lequel la crise s'amplifiait. La méthode de valorisation au prix de marché s'est donc avérée à la fois inutile, car elle n'apporte aucune nouvelle information aux parties prenantes (qui connaissent déjà qu'une baisse des prix est en cours) et néfaste, car elle ne peut qu'amplifier les baisses ou hausses d'actifs financiers et aggraver ainsi les dépressions et les euphories sur les marchés financiers.

La comptabilité qui retrace les frontières économiques et financières des entreprises et détermine leur performance et leur position financière acquise dans la durée, revient vers le modèle comptable du coût historique, c'est-à-dire le modèle défendu dans ce texte qui suit, publié en mars 2004, bien avant le déclenchement de la crise qui dure depuis août 2007. Ce modèle comptable consiste à fonder la comptabilisation sur les flux financiers et économiques de l'activité d'entreprise et adopter une représentation de cette entreprise comme une entité économique et financière à part entière, dont le système comptable détermine la performance d'ensemble et la position financière acquise dans le temps :

- alors que l'approche de la juste valeur se concentre sur la comptabilisation de chaque classe d'actif et de passif, séparément des autres classes, cette approche historique pointe la place et le rôle que chaque classe joue dans l'économie de l'entreprise ;
- alors que l'approche de la juste valeur cherche à estimer la valeur du jour de chaque classe, en référence à son prix de marché ou à la modélisation de ce prix, cette approche historique évite les références imprudentes et relie la représentation comptable plutôt aux opérations et aux transactions que l'entreprise met en œuvre et achève dans le temps ;
- alors que l'approche de la juste valeur imite les investisseurs dans leur évaluation de la valeur de l'entreprise instantanée, l'approche historique reconnaît l'importance d'une source autonome d'information et de réglementation comptables, aussi bien pour ces investisseurs que pour les autres parties prenantes intéressées par cette performance et position financière de l'entreprise dans son ensemble et dans la durée.

L'exemple des passifs financiers est, comme le montre P. Krugman (2009), l'un des plus frappants de la différence entre ces deux perspectives comptables. L'approche de la juste valeur conduit à considérer un passif (à savoir, une obligation de paiement dont l'entreprise est redevable envers des tiers) *comme* s'il était détenu par l'entreprise et cessible à tout moment. Cette approche crée alors une moins-value marchande (une plus-value comptable) lorsque le risque de crédit de l'entreprise augmente. En raison de ses difficultés financières, la valeur de marché de ses dettes baisse également. Sur cette base, la tenue du bilan à la juste valeur permet d'améliorer la position financière d'une entreprise alors qu'elle traverse des

difficultés et revient à la dégrader alors que son risque de crédit diminue. De même, l'enregistrement dans le compte de résultat de la variation de la juste valeur d'une dette entraîne la reconnaissance d'un profit en raison de la détérioration du risque de crédit et d'une perte lors de son amélioration. Enfin, une entreprise à risque de faillite se présente sous une image comptable plus avantageuse, en ce qui concerne ses passifs, qu'une entreprise en bonne santé financière : ce fut le cas pour Citigroup et Morgan Stanley aux Etats Unis, pour les comptes 2009. Il est de même pour l'évaluation des provisions pour risques et dépenses futures, comme l'a souligné la Cour de Comptes en prenant l'exemple du bilan d'EDF :

Provision pour charges nucléaires futures au 31/12/2003

En millions d'euros	Valeur brute (coût estimé)	Valeur actualisée (selon les principes d'évaluation à la juste valeur)
EDF	48 006	24 787

Source : Rapport de la Cour des Comptes janvier 2005 p.168

Cette comptabilisation des valeurs passifs actualisées revient, en quelque sorte, à reporter sur les exercices futurs une grande partie des impacts sur le résultat et donc de la prise en charge des obligations correspondantes. Que seule la valeur actualisée pèse sur l'exercice courant ne sécurise pas, en soi, la capacité de l'entreprise à faire face à ces engagements (Biondi *et al.* 2008, p. 215). Cette critique concerne également l'application de la juste valeur aux actifs, car elle conduit à valoriser les investissements sur la base de l'actualisation des flux nets futurs, et non pas sur la base des coûts engendrés. De ce fait, la comptabilisation de la juste valeur des actifs intègre des gains encore virtuels, latents ou seulement futurs, et peut devenir un moyen d'accélération de la prise en compte des produits, au risque de normaliser la distribution de dividendes fictifs et instituer ainsi des montages comptables à la Ponzi. A l'inverse, dans les situations de crise financière, la valorisation aux prix de marché a pour effet de répercuter artificiellement la baisse des prix sur la valeur comptable d'actifs et passifs durables nécessaires à l'exploitation.

L'adoption d'un modèle comptable à la juste valeur a conduit à un malentendu profond sur la place et le rôle de la comptabilité dans l'entreprise. Ce malentendu est directement lié aux dérives du capitalisme financier qui entretiennent ce malentendu dans la place et le rôle de la finance dans l'économie et la société. C'est ainsi que d'instrument de gestion et de contrôle, la comptabilité est transformée en un outil d'évaluation financière instantanée, qui fait naître une attitude de court-terme vis-à-vis de l'économie des entreprises comptabilisées (Orléan 1999, Aglietta et Rebérioux 2004).

Les questions que la crise pose à ce modèle comptable financiarisé sont claires. La réponse est liée au retour clair vers des principes comptables qui privilégient les besoins de gestion et de contrôle dans le temps de l'économie de l'entreprise dans son ensemble. C'est pour cela que le système comptable n'est pas et ne peut pas être seulement une source d'information sur l'entreprise, mais l'une des institutions structurant l'activité de l'entreprise dans l'économie et la société. Elle est ainsi moins une technique financière de mesure et de valorisation qu'un instrument de quantification et une représentation socialement construite (Desrosières 2006). Puisqu'il ne considère pas l'entreprise comme l'agrégation d'actifs et de passifs séparables, le modèle comptable du coût historique est le mieux adapté à la protection de la diversité des parties prenantes, à la médiation des conflits immanents engendrés par cette diversité, enfin à assurer la pérennité de l'entreprise à l'encontre des comportements prédateurs et opportunistes. Dans ce modèle comptable, l'entreprise est comptabilisée comme une entité à part entière, dont le jeu des comptes trace les opérations et les transactions, et dont le bilan et le compte de résultat déterminent la performance générée et la position financière acquise dans la durée. Les différents aspects de cette économie peuvent être pris en compte selon cette perspective, y compris les risques que font peser certains instruments financiers sur la pérennité de l'exploitation, sans avoir recours à des valeurs de marché qui peuvent s'avérer absentes, incalculables ou erronées. Des jeux de comptes et des tableaux comptables supplémentaires pourront ainsi être tenus et publiés pour ce qui concerne les obligations futures et les moyens de couverture mis en place par l'entreprise dans le temps.

En conclusion de cette préface, nous ne pouvons que répéter les derniers mots que nous écrivions dans la première édition : à la question : « existe-t-il une source d'information plus fiable et pertinente que les prix de marché du jour ? », nous répondons que la comptabilité peut constituer cette source d'information distincte et complémentaire si elle garde son autonomie logique, afin d'aider la formation des prix sur les marchés financiers et de permettre la vérification des évaluations marchandes.

Introduction

Lorsqu'en juillet 2002 la Commission européenne soumet au Parlement un règlement prévoyant l'adoption de nouvelles normes comptables, elle marque une étape de l'histoire de la comptabilité en Europe¹¹. Ces normes, conçues et promues par un organisme indépendant de droit privé, l'Organisme International des Normes Comptables (O.I.N.C. ou I.A.S.B., en langue anglaise)¹², sont entrées en application le 1^{er} janvier 2005 dans toutes les entreprises cotées sur le marché boursier. Leur nouveauté réside dans l'introduction d'un autre principe d'évaluation comptable. La méthode traditionnelle d'évaluation des actifs au bilan est, jusqu'à l'adoption des nouvelles normes, le « coût historique amorti ». À l'actif du bilan est noté le coût de l'actif au moment de l'achat, net de son amortissement, ce dernier représentant son usure et son obsolescence dans la production.

Le principe prédominant des coûts historiques est critiqué par les promoteurs de la « juste valeur »¹³ : pourquoi considérer que les prix passés indiquent correctement la valeur des actifs ? Les changements économiques ou financiers, ou les conditions d'achat de l'actif peuvent éloigner considérablement ces deux grandeurs. Si l'on veut noter à l'actif la richesse propre de l'entreprise, c'est-à-dire la valeur de ce qu'elle mobilise dans la production, il convient d'estimer la valeur de chaque élément de l'actif, non pas à partir des prix passés corrigés de l'amortissement, mais directement par le flux de trésorerie futur actualisé qu'engendre spécifiquement cet actif. La juste valeur entend précisément mesurer cette grandeur.

L'application du principe de la juste valeur repose sur la synthèse de deux types d'évaluation : une valeur de marché et une valeur d'utilité. Dans le premier cas, les actifs sont inscrits au bilan à leur prix de revente sur un marché à la date d'inventaire ; dans le deuxième cas, la valeur correspond à l'actualisation des flux de trésorerie anticipés engendrés par l'actif¹⁴. Cette actualisation implique la construction d'un modèle d'évaluation.

Il serait faux de présenter la juste valeur comme le cœur de toutes les normes proposées par l'O.I.N.C. Seules certaines d'entre elles y font référence, comme les normes 16, 36 et 39. De plus, la méthode de juste valeur est présentée comme secondaire, la méthode des coûts historiques restant la référence. Pour autant, l'introduction du principe de juste valeur n'est pas une modification mineure des principes comptables. À la suite de Mistral

¹¹ Une synthèse de la législation est disponible sur le site du Parlement : <http://europa.eu.int/scadplus/leg/fr/lvb/l26040.htm>.

¹² *International Accounting Standards Board*, en langue anglaise

¹³ *Fair value* en langue anglaise.

¹⁴ Respectivement, *net selling price* et *value in use* selon l'O.I.N.C.

[2003], nous pensons en effet que « d'un point de vue conceptuel, la juste valeur est sans nul doute la pierre angulaire du projet conduit par l'O.I.N.C. » et que la référence à cette juste valeur entend introduire une logique nouvelle dans les écritures comptables, dont il convient d'apprécier la portée.

L'objet de ce texte est de présenter les logiques économiques qui sous-tendent ces deux approches de la comptabilité, coût historique amorti et juste valeur, afin de mettre en lumière à la fois leurs domaines d'application respectifs et la possibilité de leur combinaison.

Encadré I : un bref historique de l'harmonisation des normes comptables

Le processus d'harmonisation comptable en Europe s'est concrétisé dans la seconde moitié des années 1970, au cours de laquelle deux directives consacrées spécifiquement aux questions de comptabilité ont été élaborées. La IV^e directive, ratifiée en août 1978, traite des objectifs, de la présentation et du contenu des comptes annuels des sociétés de capitaux. La VII^e directive de juillet 1983 est consacrée aux comptes consolidés. En dépit de ce processus, la Commission décide de proposer, à la fin de l'année 2000, l'adoption des normes comptables élaborées par une société de droit privé, l'O.I.N.C. (I.A.S.B., en langue anglaise). Le 12 mars 2002, un règlement est alors soumis au Parlement, prévoyant l'adoption des normes comptables IFRS, produites par l'O.I.N.C., par l'ensemble des sociétés européennes cotées (y compris banques et assurances), pour leurs comptes consolidés, d'ici 2005. Un État-membre peut choisir d'étendre cette obligation aux comptes annuels et même aux sociétés non cotées. Le règlement 1606/2002/CE est adopté à la quasi-unanimité (492 voix sur 526). Il concerne 39 normes sur 41. Le fait que deux normes n'aient pas été soumises au vote, les normes 32 et 39, s'explique par le refus des secteurs de la banque et de l'assurance d'appliquer la juste valeur à la comptabilité de leur activité d'intermédiation.

Encadré I bis : l'Organisme International des Normes Comptables (I.A.S.B.)

L'O.I.N.C. est un conseil créé en 2001, suite au remaniement institutionnel du Comité International des Normes Comptables (International Accounting Standard Committee), société de droit privé regroupant les associations professionnelles de la comptabilité des principaux pays développés. L'O.I.N.C. est composée de quatorze membres dont douze à temps plein. Ce conseil siège à Londres et les normes qu'il produit s'appellent maintenant les Normes Internationales de *Reporting* Financier (International Financial Reporting Standards) (IFRS). Les membres du conseil de toute nationalité sont nommés par la fondation I.A.S.C en fonction de leur qualification. Cette fondation, qui assure également le financement de l'O.I.N.C., est une fondation privée, immatriculée dans le Delaware. Elle est contrôlée par un comité de dix-neuf administrateurs dont le président a dirigé la banque centrale des États-Unis de 1979 à 1987.

La prise en compte du principe de juste valeur peut susciter deux réactions opposées : soit le nombre, encore limité, de références à cette mesure est déjà trop élevé, soit l'application généralisée de ces principes s'impose, aussi bien à l'actif qu'au passif. Ce projet

d'évaluation systématique des actifs, notamment financiers, est d'ailleurs appelé « juste valeur complète »¹⁵. Ce texte entend montrer que des conceptions profondément différentes de l'entreprise et du sens de l'information comptable se trouvent derrière ces choix.

Le jugement des auteurs est présenté dans les conclusions du texte, auxquelles le lecteur pressé peut se référer pour tirer quelques leçons de l'évolution récente des principes comptables. L'argument est présenté en quatre sections : (I) le principe du coût historique amorti et celui de juste valeur ; (II) la spécificité et la complémentarité des actifs ; (III) l'utilisation du prix de marché courant dans les bilans ; (IV) l'information comptable et son économie politique. Des encadrés approfondissent des points plus techniques ou plus directement informatifs.

I Les principes du coût historique amorti et de la juste valeur

A) Le coût historique amorti

Au bilan de l'entreprise figure le montant des capitaux immobilisés dans la production. La logique du coût historique amorti consiste à comptabiliser à l'actif les coûts investis dans la production, c'est-à-dire les coûts des investissements liés aux facteurs de production tels qu'ils ont été fixés au moment de l'achat, corrigés de l'amortissement. Il s'agit donc de noter les sorties monétaires capitalisées, c'est-à-dire la capitalisation comptable des dépenses effectives, plutôt que la valeur actuelle des gains futurs associés à la détention de cet actif (les entrées actualisées). Entre les actifs du bilan et les résultats attendus se situe donc une partie de la fonction de production de l'entreprise, que la méthode des coûts investis n'évalue pas, laissant au compte de résultat le soin de représenter, période par période, les performances de l'entreprise. L'évolution du compte de résultat et du bilan donne chaque année l'évolution économique de la performance réalisée. Pour cette raison Biondi [2003], notamment, qualifie cette approche comptable de *dynamique*, par opposition à l'approche *statique* de la juste valeur. Le principe d'évaluation à l'entrée dans l'entité comptable est transparent et la dépréciation éventuelle de la valeur des actifs est l'objet d'un choix des dirigeants. Ce choix se fonde sur l'utilité durable de ces actifs pour l'entreprise et sur les principes comptables sous-jacents.

¹⁵ *Full fair value* en langue anglaise.

Cette conception est contestée par les promoteurs de la méthode d'évaluation à la juste valeur. Selon eux, elle contrevient dans une large mesure au principe d'image fidèle que la comptabilité doit renvoyer de la situation de l'entreprise. Abondantes, les critiques de la comptabilisation aux coûts investis sont en fait de deux ordres :

- La dépréciation de la valeur des actifs ne serait en rien systématique. En dehors des cas d'usure et d'obsolescence, c'est le dirigeant qui juge de la perte latente sur un actif. Elle peut être la conséquence d'un changement d'orientation stratégique de l'entreprise, d'un événement extérieur ou, plus largement, de l'environnement économique. L'actualité des années 1990 a d'ailleurs documenté abondamment l'impact des changements stratégiques des entreprises au sujet de leurs comptes. Par l'intermédiaire des provisions pour restructuration ou pour dépréciation, l'entreprise ajuste ainsi la valeur de ses actifs.
- La subjectivité des évaluations permettrait de déguiser le résultat comptable¹⁶. En effet, la méthode prévalente laisserait une trop grande marge de manœuvre aux dirigeants dans la construction de ce résultat. Afin de rendre cette mystification impossible, les défenseurs de la juste valeur souhaitent que la prise en compte automatique des plus-values ou des moins-values comptables à chaque fin d'exercice se fasse en référence à une base d'évaluation instantanée de l'actif isolé (que ce soit à partir d'un prix de marché ou d'une modélisation).

Encadré II : les principes et les règles en matière de mesure des actifs (à propos des I.A.S. 16 et 38)

Dans la théorie comptable, deux approches majeures se distinguent en matière de mesure des actifs :

- une évaluation marchande (statique), de nature individualiste, liée à la valeur instantanée de l'actif isolé, soit au prix courant de l'actif sur un marché de référence, soit par l'actualisation de ses flux futurs de trésorerie;
- une évaluation productive des actifs en situation (dynamique), de nature agrégée, liée à la combinaison de l'actif en question avec les autres ressources dans la coordination économique durable, finalisée et située dans « l'entité-entreprise ».

La juste valeur relance l'approche statique et peut être considérée comme une synthèse des critiques adressées à l'approche dynamique du coût historique amorti. En matière de mesure des actifs :

- le référentiel devrait devenir la valeur instantanée de l'actif ;
- le résultat de l'entreprise, comme les amortissements, devrait intégrer les profits et les pertes non réalisés.

¹⁶ Par exemple, il est possible de sous-évaluer les pertes latentes ou au contraire de vendre un actif sous-évalué dans les comptes, de manière à réaliser une plus-value effective augmentant de fait le résultat de l'exercice.

De prime abord, l'O.I.N.C. accepte ces deux approches, statique et dynamique. Les règles qu'il édicte admettent en effet soit la première méthode, considérée comme secondaire, soit la méthode prioritaire des coûts amortis, bien que corrigés par les pertes pour dépréciation (I.A.S. 36), que nous étudions plus en détail par la suite. Ce double critère est souvent présenté comme un degré de liberté laissé aux entreprises, permettant de mieux établir les comptes. Toutefois, l'option qui concerne cet aspect fondamental mine la cohérence et la fiabilité du dispositif, notamment en matière d'agrégation et de comparaison inter-entreprise et inter-temporelle.

D'un point de vue théorique, les méthodes de l'O.I.N.C. ne respectent pas les deux points-clés que nous venons d'évoquer comme conséquences de la juste valeur. En premier lieu, l'enregistrement initial de l'actif se fait toujours au coût effectif, lequel coïncide seulement par hasard avec la juste valeur au moment de l'échange (contrairement à ce qu'implique le point A). En deuxième lieu, elle s'appuie plutôt sur l'estimation d'experts agréés que sur le prix courant de marché lorsque la première méthode est suivie (contrairement à ce que suppose le point A). En outre, la perte éventuelle sur la grandeur déjà enregistrée passe directement au résultat de l'exercice, tandis que le profit non réalisé est enregistré dans une réserve et non dans le résultat (contrairement à ce qu'implique le point B). Enfin, les I.A.S. n'incluent pas ce profit dans le résultat même lors de son enregistrement effectif (contrairement à ce que suppose le point B).

Cela n'implique pourtant qu'en partie l'acceptation du principe du coût historique amorti. Dans ses conclusions générales à propos de la norme I.A.S. 36 (§B28), l'O.I.N.C. semble admettre que la signification de la perte pour dépréciation demeure limitée au cas dans lequel l'entreprise souhaite détenir les actifs en question plutôt que dans celui où elle cherche à les céder. Cette cession seulement pourrait justifier le choix de la valeur instantanée comme étalon de la dépréciation.

B) La juste valeur

Le principe de juste valeur propose de déterminer la valeur des actifs par l'estimation des flux de profits anticipés actualisés. Selon la théorie économique, cette valeur est égale à la valeur de marché des actifs dans l'hypothèse idéale d'un marché parfait¹⁷. En effet, si la concurrence est pure et parfaite, la valeur de l'actif est exactement égale à ce qu'il va rapporter (hypothèse de profits nuls). Si les marchés sont imparfaits, une modélisation doit permettre de construire la valeur des flux engendrés par cet actif. L'O.I.N.C. propose de choisir la plus grande de ces deux valeurs comme étalon pour la dépréciation de la valeur d'un actif enregistré au coût amorti (I.A.S. 36). Les promoteurs du passage à la juste valeur font valoir que la modification du principe d'évaluation est susceptible d'améliorer l'information comptable sur trois points.

- 1) La juste valeur donnerait aux actionnaires une image plus fidèle de l'entreprise, grâce à une meilleure évaluation du patrimoine. L'exemple le plus évident, révélateur du

¹⁷ Voir Cartelier (2004) sur ce point.

fondement conceptuel de la juste valeur, est celui des titres financiers. Si un titre financier risqué correspond à un flux de trésorerie moyen actualisé de valeur V au moment de l'achat et s'échange donc au prix V , pourquoi ce titre correspondrait-il au même flux de trésorerie un an plus tard, après que de nouvelles informations relatives à la conjoncture ont été révélées ? La valeur du titre, correspondant à son prix d'échange, doit être réévaluée en permanence afin que soient prises en compte de nouvelles informations. Cette possibilité existe d'ailleurs dans la comptabilité française mais seulement dans le cas de pertes latentes censées durables¹⁸.

- 2) Les documents comptables donneraient une image plus précise des risques auxquels l'entreprise est exposée : L'évaluation à la juste valeur révélerait la « vraie » valeur des actifs et passifs. Il s'agit alors d'inscrire les actifs et passifs au bilan à leur valeur instantanée, à savoir le prix courant de marché ou bien son estimation modélisée (cf. encadré III). Ces valeurs sont censées refléter l'ensemble de l'information disponible au moment de l'établissement des comptes. Ce point est particulièrement délicat pour les nouveaux produits financiers, car leur prix varie fortement au cours du temps, reflétant au moins en partie l'appréciation collective sur les risques associés au produit. Par ailleurs, l'évolution de la valeur instantanée est en outre censée permettre une meilleure appréciation du risque de faillite. Dès lors, les choix de portefeuille des investisseurs seraient facilités par le caractère plus informatif des comptes. En retour, la divulgation périodique de cette information est censée exercer une plus grande discipline sur le comportement des entreprises face aux risques.
- 3) La juste valeur donnerait une image plus sincère en réduisant la marge de manœuvre dans l'établissement du résultat de l'entreprise. La comptabilité aiderait ainsi le contrôle externe de la part des actionnaires et des marchés financiers, qui deviendraient les acteurs de référence.

Si les arguments des défenseurs de la juste valeur paraissent aller d'eux-mêmes, la suite de ce texte montre qu'il n'en est rien. Au contraire, le principe du coût historique amorti trouve dans la théorie économique contemporaine, notamment dans la théorie de la spécificité et de la complémentarité des actifs, un fondement solide¹⁹.

¹⁸ En effet, le principe de prudence recommande d'enregistrer la différence entre le coût d'acquisition et la valeur actuelle d'un actif lorsqu'elle fait apparaître une dévalorisation censée être durable. En revanche, ce même principe de prudence implique de ne pas prendre en compte les profits potentiels résultant d'une valorisation présente supérieure à la valeur d'achat.

¹⁹ C'est pour cela que nous négligeons les questions liées à la présentation et à l'harmonisation des états et des plans comptables. En effet, des renseignements supplémentaires sur les valeurs instantanées pourraient être offerts dans les annexes, en dehors du compte de résultat.

La démarche de ce texte consiste à analyser le principe de juste valeur à la lumière de deux couples de concepts : la spécificité et les asymétries d'information²⁰ d'une part ; la complémentarité et l'indivisibilité d'autre part. Nous montrons que la prise en compte de la complémentarité et de la spécificité des actifs implique la pluralité des évaluations possibles d'un même actif. En suivant le principe de juste valeur, les entreprises disposeraient d'une marge de manœuvre dans l'évaluation de leurs actifs, loin de l'objectivité recherchée par ses défenseurs. L'existence d'une marge de manœuvre rend vains les efforts destinés à rendre plus sincères les documents comptables de synthèse.

La section suivante a pour objet de montrer qu'il est infondé, voire dangereux, de s'appuyer sur une transposition directe de principes financiers, comme le principe de juste valeur, dans la valorisation des actifs comptables puisque ces principes sont subordonnés aux conditions de validité de la théorie des marchés parfaits. Pour concevoir les entreprises en situation, cette théorie devrait en effet tenir compte des deux couples de concepts évoqués ci-dessus.

La difficulté d'application du principe de juste valeur n'a pas échappé aux rédacteurs des nouvelles normes, qui prévoient des dispositions secondaires pour les cas où ce principe ne peut s'appliquer. La prise en compte des limites de l'application de la juste valeur amène à en retourner l'argument : cette évaluation ne devrait-elle pas se limiter à des cas très spécifiques, seulement là où la méthode fondée sur le principe du coût historique amorti est manifestement inadaptée ?

II La spécificité et la complémentarité des actifs

A) La spécificité et les asymétries d'information

La nature des actifs des entreprises, comme celle des titres de participation, est la plupart du temps différente de celle des titres purement financiers. Prenons l'exemple de la croissance externe des entreprises, dans le cadre de laquelle elles se portent acquéreuses de titres de sociétés, qui peuvent faire apparaître des complémentarités ou des synergies avec les compétences propres de l'entreprise²¹. Ainsi, la rentabilité économique des actifs diffère

²⁰ Il y a asymétrie d'information lorsqu'un individu détient plus d'informations qu'un autre sur un bien, un produit, une situation ou en l'espèce la valeur d'un actif.

²¹ Une acquisition par un groupe d'entreprises qui lui assure une complémentarité technologique importante est en général saluée par les marchés. On peut d'ailleurs concevoir les vagues de fusion et d'acquisition comme un processus de tâtonnement visant à l'allocation optimale d'ensembles d'actifs entre les entreprises.

suivant la nature de l'acquéreur, ce qui est impossible selon la théorie des marchés parfaits. Un actif est dit spécifique pour une entreprise lorsque son utilisation par cette entreprise donne un rendement supérieur à celui de son utilisation par toute autre entité. Le prix de marché de cet actif, c'est-à-dire l'estimation collective de sa valeur par les autres agents, est différente de sa valeur pour l'entreprise. Parce qu'elle possède l'information sur la valeur spécifique de cet actif, il existe une asymétrie d'information entre cette entreprise et les intervenants du marché.

Encadré III : l'actif comptable entre coût investi et actualisation (à propos de l'I.A.S. 36)

Avec la norme I.A.S. 36, le régulateur établit un étalon pour vérifier la dépréciation de la valeur des actifs. Il exclut trois possibilités, à savoir la somme des flux de trésorerie non actualisés, la valeur de marché, la valeur d'utilité. Il ne retient finalement que la valeur la plus élevée entre le prix net de revente et la valeur d'utilité (I.A.S. 36, B21), qu'on peut nommer valeur instantanée.

Le problème essentiel repose ici sur la notion de valeur d'utilité. Selon l'O.I.N.C., celle-ci est définie à partir de la valeur actualisée (I.A.S. 36, §5), en contradiction avec la tradition dynamique qui la conçoit comme fondée sur le coût investi et amorti sur la vie utile prévue de la ressource sous-jacente (Richard 1996). De ce fait, toutes les mesures proposées par l'O.I.N.C. en matière d'actif penchent vers l'actualisation (I.A.S. 36, B22) dans un marché parfait, elles seraient finalement égales.

Ce point de vue néglige la distinction logique entre valeur et coût (Littleton, 1935). C'est ainsi que le principe du coût historique amorti ne tient pas compte de la valeur instantanée (cf. supra) et de ses fluctuations plus ou moins fortes, pour se concentrer sur le processus économique mis en œuvre et sur les coûts investis en conséquence. Dans ce contexte, la notion d'actif se justifie par sa combinaison avec les autres ressources dans la coordination économique durable, située et finalisée qu'est « l'entité-entreprise », sans avoir recours à l'actualisation de flux de trésorerie espérés. La notion d'actif s'appuie plutôt sur des conventions fiables de capitalisation et d'amortissement des dépenses correspondantes.

Prenons un exemple simple et purement fictif. Imaginons qu'un constructeur automobile d'un pays encore inconnu, le Xayuvi, possède une technique de production similaire à celle d'un constructeur japonais, mais avec un retard technologique considérable. La réputation nationale de ce constructeur est telle qu'il est une référence incontournable. La valeur de la société du Xayuvi est plus grande pour le constructeur automobile japonais que pour ses concurrents du fait de plus grandes synergies technologiques²².

La spécificité ne pose pas de problème en tant que tel à la définition de la juste valeur. D'ailleurs, les rédacteurs des normes I.A.S. en tiennent compte dans l'évolution de la valeur d'un actif (I.A.S. 36), car ils retiennent pour la calculer le montant le plus élevé entre le

²² Le constructeur japonais peut par exemple se porter acquéreur de son homologue du Xayuvi afin de favoriser son rattrapage technologique à une vitesse bien supérieure à celle de ses concurrents.

prix net de revente et la valeur d'utilité, cette dernière étant mesurée par la valeur actualisée. En reprenant le raisonnement mené plus haut, on montre que l'écart entre ces deux valeurs est précisément une estimation de la spécificité de l'actif. Cependant, un problème survient pour mesurer précisément la spécificité.

L'évaluation d'un actif spécifique nécessite en effet une connaissance précise de l'entreprise pour estimer la synergie entre les actifs. La direction et les salariés des entreprises, du fait de leur expérience, possèdent une connaissance de la technique et de la gestion que ne possède pas l'observateur externe. Ce dernier est donc en position d'asymétrie d'information par rapport aux acteurs des entreprises qui décident de porter au bilan les actifs qu'ils jugent spécifiques. La mesure précise de la synergie entre le producteur japonais et le producteur du Xayuvi implique donc une très bonne connaissance de ces complémentarités par les marchés. Ce problème est similaire à celui de la valorisation des entreprises sur le marché des actions. Afin de réduire les asymétries d'information, les sociétés d'investissement ont recours aux services d'un très grand nombre d'analystes qui suivent chaque marché et qui « doublent » ainsi les compétences des directions des entreprises.

Les entreprises consacrent d'ailleurs une partie de leur ressource à protéger cette information ou à acquérir de l'information sur les concurrents dans le cadre de l'espionnage industriel. L'asymétrie d'information est essentielle et inévitable à tout projet entrepreneurial. La spécificité est d'ailleurs le fondement théorique des « survaleurs », qui sont la différence entre la valorisation des titres par l'entreprise qui achète et la valeur de marché²³. Les survaleurs donnent souvent lieu à des valorisations qui s'avèrent fantaisistes, comme celles issues des transactions lors de la bulle de l'ancienne « nouvelle économie ». La généralisation de la juste valeur devrait rendre structurels les problèmes que l'on perçoit dans la mesure de la survaleur. Alors que le problème comptable de la survaleur ne se pose que lors de l'achat de participations ou du contrôle d'une société, la logique de la juste valeur l'étend à l'évaluation de tous les actifs à chaque reddition des comptes. On peut y voir une extension de la logique de valorisation financière. Les échecs de cette dernière, au moment de la bulle Internet notamment, ou dans l'analyse de sociétés dont la faillite nourrit l'actualité financière, mettent en doute l'intérêt de son extension aux bilans des entreprises sous peine de voir les bulles boursières se transformer en bulles comptables.

²³ Cette valorisation spécifique de l'activité d'entreprise dans son ensemble prend notamment en compte un surprofit espéré conditionnel et diffère alors aussi bien de la valeur de marché que de l'agrégation des valeurs comptables en jeu.

Encadré IV : l'entité productive et les frontières légales de l'entreprise - A propos de I.A.S. 22, 27, 28, et 31

Comme en témoigne l'exemple d'ENRON, la réglementation comptable demeure inefficace si les frontières économiques des activités mises en œuvre et des risques impliqués ne sont pas prises en compte. Que ce soit pour la protection des seuls actionnaires ou bien de l'ensemble des parties prenantes, cette reconnaissance est indispensable.

À ce sujet aussi, les normes I.A.S. sont insuffisamment définies. En effet, il existe un paradoxe entre la notion générale de contrôle d'une société en termes de gestion effective de son activité, au-delà de ses frontières légales (p. ex. I.A.S. 27, §6) et les critères ultérieurs plus spécifiques, qui la relient aux seuls rapports de force juridiquement établis, soit la majorité des votes de l'actionnariat, soit d'autres arrangements légaux. Les normes liées aux acquisitions (I.A.S. 22), aux associations (I.A.S. 28) et aux sociétés mixtes (I.A.S. 31) définissent en effet des critères de contrôle fondés sur des bases juridiques ; or les instruments encadrés par ces normes sont souvent utilisés par une certaine ingénierie financière. Il s'agit d'habiller les comptes et de masquer les véritables enjeux économiques et les risques financiers d'une entité. Une coordination de la norme sur la consolidation du bilan de groupe (I.A.S. 27) avec ces dernières normes s'impose donc.

Enfin, étant donné ses conditions dérogatoires au principe du coût historique amorti, la prise en compte de tout écart d'acquisition mériterait plus de précautions. Les normes pourraient permettre la capitalisation d'un sur-profit espéré conditionnel, camouflé en actif immatériel amortissable. Un esprit créatif en comptabilité pourrait tirer parti du flou toléré.

Comme le problème des bulles et des valorisations fantaisistes, celui de la sous-estimation de la spécificité des actifs semble marquer les normes comptables proposées par l'O.I.N.C. En effet, l'analyste pressé trouve dans la valeur instantanée des actifs une première approximation simpliste (cf. Encadré III). Quelles que soient les précautions prises, la juste valeur de l'ensemble des actifs pourrait être souvent égale à la valeur liquidative des sociétés. En outre, les normes relatives aux actifs immatériels (I.A.S. 38) ne valorisent pas à l'actif l'ensemble des dépenses qui contribuent à accroître à la fois la spécificité et la valeur économique des sociétés, comme la recherche, les coûts de formation du personnel, les frais de publicité. Ces dépenses contribuent à augmenter le capital humain, organisationnel, social et technique des entreprises. Elles n'apparaissent pas à l'actif mais seulement en tant que charges dans le compte de résultat. Alors que la logique de la juste valeur est de représenter à l'actif la richesse des entreprises, la sous-estimation de la spécificité amène à exclure de l'actif du bilan une part importante du capital économique de l'entreprise et réduit la valeur du patrimoine de l'entreprise à sa valeur liquidative.

Pour résumer, l'utilisation de la juste valeur introduit dans la comptabilité de redoutables difficultés d'évaluation des actifs, en raison de la spécificité, de la complémentarité et de la prise en compte systématique du futur, même lointain. Deux risques

opposés sont prévisibles : l'apparition de bulles comptables, à l'image des bulles boursières, et la sous-estimation de la spécificité des actifs. D'autres aspects essentiels du fonctionnement des entreprises rendent difficile l'application de la juste valeur. En particulier, la nécessité de déterminer la contribution de chaque élément aux flux de trésorerie futurs pose la question du caractère décomposable de l'entité-entreprise, évoqué dans la section suivante.

B) La complémentarité et l'indivisibilité

La section précédente s'est concentrée sur l'évaluation d'un actif isolé. Le problème de l'évaluation de la contribution productive de différents actifs, même non spécifiques, pose des problèmes plus profonds. Dans une logique purement financière, qui sert ici de point de référence obligé, les actifs sont parfaitement substituables : si j'achète des actions d'une entreprise A, cela n'a aucune raison d'affecter le rendement des actions d'une entreprise B qui figurent à mon actif. Cependant, la logique de détention des actifs n'est pas purement financière, sauf peut-être pour les titres de trésorerie²⁴. Ainsi, si je possède le constructeur d'automobile de Xayuvi et si le constructeur japonais possède des techniques permettant d'accroître son efficacité productive, la détention conjointe de ces deux actifs permettra d'augmenter le flux de trésorerie futur par rapport aux actifs séparés²⁵. La complémentarité et l'indivisibilité des actifs rendent l'imputation des flux de trésorerie difficile, voire impossible.

Imaginons que l'entreprise A du Xayuvi, tout comme l'entreprise B du Japon, produisent chacune pour 10 M d'euros. L'intégration par une société A de ces deux sociétés permet, après des coûts de formation et de redémarrage de l'activité, une production d'un total de 25 M d'euros, du fait des synergies mentionnées plus haut. Les deux actifs sont donc complémentaires car ils permettent une production supérieure à la somme des parties. Comment déterminer la valeur d'utilité des actifs A et B ? Est-ce 10 et 15 ou bien 12,5 ? L'application naïve des normes comptables I.A.S. impliquerait que la valorisation, selon le principe de juste valeur, se fasse suivant l'ordre d'acquisition des actifs. Si l'entreprise C acquiert B puis A, les valorisations sont 10 euros et 15 euros. Si l'ordre est inverse, B est valorisé pour 15 et A pour 10.

²⁴ Même dans ce cas en effet, il faudrait considérer le processus financier interne. Ses modalités pourraient ne pas répondre aux hypothèses d'une trésorerie aussi « parfaite » que les marchés financiers externes.

²⁵ Détenir les actifs signifie ici avoir la maîtrise de leur emploi qui permet le transfert technologique effectif entre les deux unités. Ce droit au contrôle est par nature indivisible : on ne peut acheter sur un marché la moitié du transfert technologique entre deux entreprises. Le contrôle des actifs est exclusif.

Cet exemple trivial montre la difficulté d'appréhender l'entreprise comme une somme d'actifs détenus par des actionnaires. Une interprétation du bilan de l'entreprise qui ne prendrait en compte que l'idée selon laquelle le passif « achète » son actif perdrait de vue une notion fondamentale de l'activité économique de l'entreprise qui affirme que l'entreprise est un collectif difficilement décomposable, du fait des nombreuses complémentarités et indivisibilités.

Encadré V : la combinaison des ressources et des actifs en situation - A propos de l'I.A.S. 38

La comptabilité s'applique au processus qui va des capitaux investis dans les ressources d'entreprise à la création de valeur. Ces capitaux sont représentés sous forme d'actifs (matériels et immatériels). Par ailleurs, la comptabilité évalue et représente le revenu de l'entreprise au fur et à mesure où il est engendré par l'entité productive. Pourquoi investir sans retour ? Toute dépense activée doit impliquer des résultats. Afin de vérifier si c'est le cas, on établit périodiquement un bilan²⁶.

Prenons l'exemple des actifs immatériels (concernés par I.A.S. 38). Admettons que ces ressources activées puissent être cédées pièce par pièce (par exemple, un brevet)²⁷. Si l'on reconnaît les processus économiques et monétaires spécifiques à l'entreprise, cette cession engendre la perte de l'utilité de chacun des autres actifs qui leur sont liés et de l'avantage concurrentiel conditionnel, lequel est généralement à l'origine du résultat (du revenu d'entreprise). L'argumentation de l'O.I.N.C. néglige complètement ces aspects (I.A.S. 36, B34). C'est aussi pour cela que leur évaluation n'implique pas l'actualisation des flux de trésorerie futurs de l'exploitation, mais plutôt la capitalisation et l'amortissement des dépenses correspondantes.

De ce point de vue, la norme I.A.S. 38 consacrée aux actifs immatériels est critiquable parce qu'elle ne capitalise pas comptablement, en matière de ressources immatérielles créées en interne, des dépenses telles que la recherche, les frais de démarrage d'une activité, les coûts de formation du personnel, les frais de publicité. Leur comptabilisation se fait dans les charges du compte de résultat. Cette norme semble alors relier la fiabilité de la mesure à l'existence d'une valeur de marché²⁸, plutôt qu'à une valeur d'usage productif²⁹, contrairement au cadre conceptuel de l'O.I.N.C. qui reconnaît bien le statut d'actif à toute ressource dont le potentiel demeure utile à l'entreprise, directement ou indirectement.

Pour employer une référence souvent citée, il s'agit d'une entité qui mobilise de manière complexe des actifs à des fins productives et qui peut rendre des comptes en tant qu'entité. La notion de valeur d'utilité tel que l'O.I.N.C. l'a défini, est difficile à appliquer à des actifs complémentaires. Les économistes étudiant l'organisation des entreprises ont par ailleurs souvent souligné que les entreprises étaient dotées, en tant qu'entités, de

²⁶ Au sens large de l'ensemble des états comptables.

²⁷ Ces actifs pourraient aussi être créés en interne ou incorporés dans l'entreprise, donc non cessibles séparément.

²⁸ cf. I.A.S. 38, §6 et I.A.S.38, « Basis for conclusions », §25, §29 point b.

²⁹ *Value in use* au sens de Littleton.

compétences spécifiques qui permettaient de les différencier ; or un actif essentiel des entreprises, fortement complémentaire avec d'autres, n'apparaît pas à l'actif. Il s'agit du capital organisationnel qui représente l'ensemble des routines, des savoirs tacites et des techniques de production incorporés par les acteurs de l'entreprise. C'est précisément la conjonction de ce capital organisationnel et des différents éléments de l'actif qui est la source du revenu de l'entreprise que l'on essaie de diviser entre les seuls éléments de l'actif du bilan. Si l'on force le trait, le caractère non-décomposable du processus de production est bien sûr extrême. Le problème économique sous-jacent, qui concerne les productivités marginales d'actifs complémentaires et indivisibles, met en avant une difficulté logique dans l'application et dans les fondements de la juste valeur.

Cette difficulté est évidemment soulevée dans la présentation des normes, notamment la norme I.A.S. 36. La recommandation est alors de définir des centres de profit entre lesquels les actifs sont substitués, puis de procéder à des répartitions pro-quota alambiquées. On imagine également les difficultés sous-jacentes et les débats sans fin qui concernent le regroupement des actifs. Même dans le cadre de conglomérats aux activités nettement séparées, les équipes de direction avancent toujours l'existence de synergies complexes justifiant les regroupements de logiques industrielles, techniques ou commerciales. Si les centres de profit coïncident avec l'entreprise, le problème de la valorisation de l'actif est analogue au problème d'évaluation financière des participations, renvoyant au problème de spécificité évoqué plus haut.

C) Les comptables doivent-ils être des modélisateurs ?

La généralité des problèmes de spécificité et de complémentarité pose d'autres difficultés aux normes I.A.S. Dans de nombreux cas, leur référence à la valeur instantanée peut conduire les comptables à élaborer des modèles d'évaluation pour estimer les flux de trésorerie futurs engendrés par chaque actif ou centre de profit. Selon les injonctions de l'O.I.N.C., toutes ces modélisations doivent être fondées sur des hypothèses raisonnables, qui utilisent les meilleures estimations de la direction. En fait, tout modélisateur sait que de faibles écarts dans les paramètres peuvent aboutir à des postes comptables éloignés de plusieurs ordres de grandeur. Il est étrange de fonder la valorisation comptable des actifs, d'une part, sur l'aptitude des directions d'entreprises à prévoir le futur et d'autre part sur leur seule bonne foi dans l'utilisation des informations disponibles.

Cet effort de modélisation et d'anticipations des recettes est aujourd'hui réalisé par un nombre considérable d'analystes, dont les capacités sont mises en concurrence. Il existe pour ainsi dire un marché concurrentiel des évaluations. A cause des asymétries

d'informations, la valeur des analystes se révèle dans le long terme par la construction de réputations³⁰. Cette comparaison des évaluations ne peut avoir lieu sans l'existence d'une source d'information comptable autonome et indépendante des évaluations financières. Pour résumer, il est difficile de fonder un principe d'évaluation comptable sur une méthode qui apparaît incapable de déterminer de manière univoque la valeur des actifs. Alors que le but avoué et nécessaire du principe de juste valeur est de rendre plus transparente et pertinente l'information comptable, ce principe comporte en son sein une indétermination potentielle qui ouvre la porte à toutes les interprétations. Comme indiqué plus haut, deux risques opposés sont prévisibles : l'apparition de « bulles » comptables et la sous-estimation de la spécificité des actifs, qui ramène la juste valeur à la simple valeur liquidative des entreprises.

Ainsi, le passage à la juste valeur ne peut réduire la subjectivité des évaluations et donc la possibilité de camoufler le résultat comptable. La réforme risque de n'aboutir qu'à la modification des canaux utilisés par certaines entreprises pour habiller leurs états comptables. En revanche, il y a de fortes chances que la fiabilité des comptes soit pénalisée par cette réforme, posant dès lors la question de l'intérêt d'y procéder. Comme le font un certain nombre de travaux (Casta-Colasse 2001, Hoarau 2003), on peut s'interroger sur l'opportunité de changer la réglementation comptable pour l'adapter aux instruments de gestion financière à la mode. Il s'agit de deux logiques distinctes et deux sources d'information complémentaires pour les marchés financiers. La modification de la règle d'évaluation des actifs semble dès lors n'être que de circonstance³¹. Les conséquences d'une telle soumission risquent pourtant d'être importantes en termes de stabilité et de cohérence du modèle comptable, et de retombées économiques souvent négatives.

Il faut garder à l'esprit que l'entreprise est une entité complexe, qui a peu de rapport avec un portefeuille financier d'actifs substituables. Les actifs sont à la fois complémentaires, spécifiques et indivisibles. Ces trois propriétés mettent à mal l'idée d'une réglementation comptable fondée sur de seuls principes financiers. C'est à la lumière de cette difficulté que la comptabilité au coût historique amorti prend sens. Bien qu'elle ne constitue pas une panacée, ce principe d'évaluation au coût semble la moins mauvaise des solutions possibles.

³⁰ Orléan (1999) développe une théorie selon laquelle le marché des évaluations financières est fondamentalement instable et auto-référentiel, du fait du mimétisme des analystes.

³¹ Finalement, les difficultés pour les petits porteurs à comprendre et interpréter tous ces changements auront comme effet soit d'augmenter la détention indirecte des actions (chez les intermédiaires financiers) soit d'empêcher une interprétation correcte des états comptables.

III L'utilisation du prix de marché courant dans les bilans

L'utilisation des prix de marché permet-elle de mieux appréhender les risques d'entreprises dans le bilan ? Les travaux empiriques sur l'évaluation des actifs recensent des anomalies financières récurrentes, comme l'excès ou la persistance de la volatilité et l'occurrence d'effondrements boursiers³². Ces constats empiriques amènent à renverser l'argument et à défendre l'idée que la référence accrue aux prix de marchés instantanés risque de créer de la volatilité excessive dans les grandeurs comptables, qui pourrait avoir un effet multiplicateur sur la volatilité du prix des actifs. Fondé sur l'ensemble des transactions accomplies par l'entité productive (Ijiri 1975 ; Anthony 1983), le coût historique amorti permet une logique comptable transparente et indépendante de la volatilité des prix de marchés, ce qui apparaît alors comme un avantage.

A) Le prix de marché est-il la bonne référence ?

Les travaux économiques sur les bulles financières ou sur les irrationalités dans la formation des cours incitent à relativiser la capacité des prix de marché à refléter la valeur actualisée des profits futurs, et ceci indépendamment des problèmes de spécificité présentés plus haut. Cet argument touche apparemment tant le coût historique amorti que la juste valeur : la variabilité du prix des actifs conduit aussi le prix d'achat à avoir une composante arbitraire dépendant du jour de l'acquisition. C'est au niveau des effets dynamiques de l'inscription de la valeur des actifs au prix de marché que les dangers du principe de juste valeur apparaissent.

Ainsi, l'histoire comptable et financière des dix dernières années montre qu'une bonne partie des pertes-records enregistrées par les entreprises au cours des années 1990 ne découle pas d'une manipulation des comptes par les dirigeants, mais plutôt du choix d'évaluer la dépréciation des actifs possédés sur la base de la valeur de marché. Un exemple emblématique est celui du marché immobilier de bureau. Ses prix ont connu une forte hausse à la fin des années 1980 et au début des années 1990, puis une forte baisse au milieu des années 1990. L'estimation (par les dirigeants des entreprises concernées) de la valeur courante de leur stock de bureaux au prix du marché a entraîné, après l'éclatement de la bulle immobilière, un profond nettoyage des bilans sous la forme d'un enregistrement massif de provisions pour dépréciation. Le même mécanisme était à l'œuvre dans le cas de la bulle

³² Voir Schiller (1989) par exemple.

technologique de la fin des années 1990. *A posteriori*, le prix payé par un certain nombre d'entreprises pour leurs acquisitions s'est révélé surévalué. On pourrait sans doute montrer qu'après l'éclatement de la bulle, les évaluations sont, somme toute, assez proches de ce qui aurait dû être anticipé avant la bulle. Entre temps, la bulle a néanmoins eu lieu. Elle a modifié les comportements des entreprises et donc leurs documents comptables de synthèse.

Cet exemple pose la question de la pertinence de la comptabilisation des actifs à leur juste valeur plutôt qu'aux coûts historiques. La juste valeur n'aurait pas informé davantage les investisseurs sur les risques portés par les investissements dans la « nouvelle économie » ou l'immobilier. Au moment du retournement des cours, elle aurait en effet conduit à enregistrer de la même manière la dépréciation de la valeur des actifs, c'est-à-dire en référence aux prix du marché après l'éclatement de la bulle. La seule différence en la matière tient au fait que, selon la méthode aux coûts historiques, l'écart entre la valeur comptable et la valeur marchande pouvait au moins susciter des questions, et peut-être déclencher un signal de danger³³. Il n'y a donc pas lieu de soutenir que la juste valeur aurait été plus performante que la méthode des coûts historiques pour permettre aux investisseurs d'anticiper la profonde modification de valeur qui a suivi l'éclatement de la bulle.

À moins de supprimer les bulles sur les marchés, on ne peut s'attendre à ce que l'occurrence de pertes-records soit réduite par le passage à la juste valeur. Le marché est en effet aussi responsable des forts ajustements de la valeur des actifs que les acquéreurs. La juste valeur ne servirait ainsi qu'à transférer l'arbitraire de l'évaluation des dirigeants vers le marché³⁴. A cet égard, on doit défendre le principe de la référence à l'ensemble des transactions accomplies durant une période par l'activité productive dans son ensemble, qui permet de décider au mieux de la capacité d'un actif à engendrer un résultat et le risque qui lui est associé.

³³ Avec le choix discrétionnaire de la dépréciation durable (règle usuelle du *lower of cost or market value*), dans le cadre de principes comptables sous-jacents, ce sont les dirigeants qui choisissent l'étalon de référence et le moment auquel les dépréciations sont enregistrées. Dans la méthode prônée par l'O.I.N.C., la référence au marché est obligatoire et l'ajustement automatique.

³⁴ Par ailleurs, très souvent le prix de marché d'un actif comptable n'existe pas. Son évaluation est alors confiée par l'O.I.N.C. au jugement d'experts agréés. La représentation objective vantée par la juste valeur est confiée ainsi à des prophéties foncières non vérifiables.

Encadré VI : l'entité productive, son processus économique spécifique et les fondements de la comptabilité entre statique et dynamique

Les questions comptables d'actualité ne sont pas nouvelles. Déjà entre le début du XX^e siècle et la seconde guerre mondiale, les grands auteurs en comptabilité comme E. Schmalenbach (en Allemagne), G. Zappa (en Italie), A.C. Littleton (aux États-Unis), sont conscients de l'impact de l'information comptable sur les choix d'investissement, l'évaluation et la représentation de l'activité économique d'entreprise.

Frappés par l'expérience des crises bancaires et les effets de la conflagration mondiale, par l'hyperinflation allemande, par les bulles spéculatives et la crise économique de 1929, ils mettent en question les certitudes légalistes d'un modèle « statique » qui repose sur une perspective marchande instantanée et développent une perspective comptable novatrice, qu'on nomme « dynamique » à leur suite. Cette approche dynamique fonde le système comptable sur le processus économique et monétaire mis en œuvre dans l'entité entreprise dont il « rend compte ». Ce processus, par nature, se doit d'être durable, situé et finalisé sur un horizon incertain et indéterminé.

Dans ce contexte et jusqu'à présent, les principes comptables de l'entité « entreprise », de l'imputation des charges et produits et de l'évaluation au coût investi historique amorti constituent l'esprit des normes comptables. L'entité « entreprise » se distingue alors évidemment du patrimoine de ses propriétaires et des fluctuations sur les marchés, notamment financiers.

Ces idées tombent progressivement dans l'oubli. De nouvelles revues, de nouveaux programmes de formation appliquée, de nouvelles modes universitaires lancées dans les universités de Chicago et de Rochester y contribuent, surtout aux États-Unis. Comme le remarque Y. Ijiri (1975, p. 85), les critiques envers le modèle comptable classique sont tellement virulentes que « seul un noyau dur fort traditionaliste semble le défendre ». Aux États-Unis, le développement d'une théorie comptable sans principes³⁵ relance alors les certitudes abstraites d'une perspective statique qui s'abandonne à la logique financière de la « révolution de la juste valeur ».

Des faillites et des bulles spéculatives rappellent soudain au comptable que la finalité de la comptabilité n'est pas seulement de proposer des effets de signal pour la prise de décisions financières, mais surtout d'enregistrer des flux de paiement à partir de conventions qui s'imposent pour leur fiabilité d'étalon, qui ont leur autonomie logique et qui sont adaptées à la médiation des conflits d'intérêt entre parties prenantes.

Ainsi, les inquiétudes d'Anthony (1987) s'avèrent prophétiques³⁶: Sans principes de références, les règles comptables ressemblent à des « livres de recettes » dont la clarté, la cohérence d'ensemble et l'efficacité sont en question et toujours sous la menace de lourds échecs. Depuis, les efforts de l'O.I.N.C. pour la création d'un système comptable international fondé sur des principes communs sont jugés favorablement. Beaucoup d'observateurs reconnaissent la qualité du travail technique fourni par cet organisme. Néanmoins, ce succès doit-il passer par le suicide intellectuel des comptables ?

³⁵ Des théoriciens comptables majeurs s'opposent à ce sujet : Y. Ijiri et R.N. Anthony entre autres. Une critique percutante est développée par Kaplan (1983), en référence à Jensen (1983).

³⁶ Dans cet article, aussi bien que dans son ouvrage majeur de 1983, ce théoricien comptable profite de son expérience de plusieurs années au sein du « FASB », le régulateur états-unien.

Ceci est d'autant plus important que le passage à la juste valeur risque également d'amplifier le mouvement haussier du marché dans les phases de croissance des cours et son impulsion baissière dans les phases de baisse. En effet, l'évaluation intégrale à la valeur de marché obligerait à prendre en compte dans le résultat comptable les plus-values potentielles liées à la hausse continue du prix des actifs. Les entreprises dont le métier est au cœur des activités concernées par la bulle afficheraient ainsi une progression de leurs capitaux propres beaucoup plus rapide et élevée que celles dont les activités n'en sont pas victimes. À toutes les raisons expliquant l'apparition des bulles financières, la juste valeur risque donc d'en ajouter une nouvelle : les effets pro-cycliques liés à toutes les entreprises qui chercheront à profiter des engouements du marché pour afficher un bilan flatteur. En période de hausse des cours, il faudra donc garder la tête très froide pour ne pas céder aux sirènes de bilans toujours plus flatteurs (séduisants ?) et de résultats toujours meilleurs. Dans ces circonstances, le danger est grand de constater une augmentation de l'ampleur des bulles financières et des ajustements comptables du fait du changement de la règle d'évaluation des postes du bilan.

B) L'interprétation du résultat des entreprises

Les conséquences négatives associées au changement de la règle d'évaluation des actifs risquent d'être renforcées par la modification du fondement des états comptables induite par le passage à la juste valeur. En effet, la volonté de renforcer le caractère informatif des postes du bilan entraîne l'enregistrement des plus-values « potentielles » comme un élément du résultat ou des autres capitaux propres. Dans le cas d'un enregistrement dans le résultat, le changement de la règle d'évaluation des actifs créerait une nouvelle source de résultat comptable, ne découlant pas d'un flux monétaire reçu par l'entreprise. Ceci constitue un changement radical par rapport au principe du coût historique amorti, selon lequel l'ensemble du résultat affiché s'appuie avant tout sur l'enregistrement d'un flux monétaire effectif³⁷.

L'O.I.N.C. semble en partie consciente de l'enjeu, car, même dans la méthode secondaire à la valeur marchande, elle n'enregistre pas les pertes et les profits potentiels d'une manière symétrique et évite en général de faire passer ces derniers par le compte du résultat. L'enregistrement de produits non encore réalisés (les plus-values potentielles) peut en effet poser un certain nombre de problèmes. L'un des plus importants est lié à la détermination du bénéfice distribuable. Il paraît difficile d'envisager d'inclure dans ce

³⁷ Le résultat comptable de l'exercice ne coïncide pas, néanmoins, avec le solde de trésorerie de la période du fait des amortissements, des provisions, des réglementations entre autres.

bénéfice des plus-values potentielles sans risquer de léser les créanciers et le maintien de l'entité productive elle-même.

En effet, la distribution d'une partie de ces plus-values peut se révéler largement fictive si la valeur de l'actif, lors de sa réalisation, est très différente de celle enregistrée dans les comptes. Peut être ainsi modifiée la logique des comptes, qui repose actuellement en premier lieu sur la continuité de l'exploitation et le maintien du capital investi, assurant la tutelle hiérarchisée des créanciers entre le paiement des dettes et les ayants droit au résultat. Il serait également plus difficile de déterminer si le résultat comptable a pour origine la méthode d'évaluation des postes du bilan ou une performance accrue de l'entreprise. Ce changement des règles de détermination du résultat pourrait donc d'altérer sérieusement la capacité à juger du résultat et du bénéfice distribuable. Il pourrait entraîner des conflits de répartition.

C) La prise en compte de l'exposition aux risques

Les scandales financiers récents rappellent la nécessité d'une meilleure information sur les risques pris par les entreprises. La notation des actifs aux coûts historiques semble incapable, en l'état actuel, de prendre en compte l'exposition aux risques financiers de l'entreprise, alors même que ceux-ci peuvent remettre en cause la permanence de l'exploitation³⁸. Or, l'information sur ces risques est essentielle non seulement aux actionnaires mais également à l'ensemble des parties prenantes.

L'évaluation au coût historique ne peut qu'insuffisamment prendre en compte la spécificité de ce type d'actifs et passifs financiers, cela n'implique pas l'adoption de la solution conceptuelle proposée par l'O.I.N.C. pour corriger le problème. Celle-ci consiste à comptabiliser au bilan ces produits évalués selon la méthode de la juste valeur. Cette solution est insatisfaisante parce qu'il existe une différence conceptuelle entre l'établissement comptable du bilan de l'entité « entreprise » et celle des risques qu'elle porte. En effet, les comptes sont dressés à une date donnée pour donner l'image du « patrimoine » de l'entreprise à cette date, tandis que le profil de risque est relié souvent aux variations possibles sur un horizon futur. Mais ces risques ne sont que potentiels. On peut donc s'interroger sur la pertinence de proposer un seul état comptable, le bilan, pour mesurer le patrimoine de l'entreprise et ses risques potentiels de variation. Qu'elle s'inspire des coûts historiques ou de la juste valeur, la méthode d'évaluation des actifs n'apparaît pas comme la mieux adaptée pour représenter ces risques. D'autres règles et d'autres représentations

³⁸ C'est par exemple le cas de certains produits dérivés qui mobilisent de faibles flux financiers lors de l'engagement initial, bien qu'ils engendrent un risque financier beaucoup plus important.

peuvent compléter la détermination comptable des actifs, des passifs et des résultats concernant les états financiers et patrimoniaux des entreprises.

De plus, la solution proposée par l'O.I.N.C. pour corriger les insuffisances du modèle existant créé de graves difficultés, notamment en matière d'actifs financiers, sans résoudre celles qui existent déjà. Cette solution se fie à la seule évaluation instantanée des actifs isolés (très souvent, à leur valeur de marché). Elle prend ainsi le contre-pied de la réalisation effective de l'actif et de son rôle dans l'activité économique de l'entité dans son ensemble. Les retombées associées à une telle comptabilisation sont bien documentées, notamment en termes de volatilité du résultat comptable ou des capitaux propres³⁹. Les aspects plus dynamiques et plus systémiques de la comptabilité sont ainsi négligés. C'est au niveau de l'entité dans son ensemble que doit être déterminée la représentation des dangers qui menacent la continuité de l'exploitation et le maintien du capital investi. Il conviendrait donc de réfléchir à la création d'une information comptable, supplétive au bilan, permettant cette divulgation.

IV L'information comptable et son économie politique

A) Les incitations et les évaluations des dirigeants

La révision des principes et des normes comptables peut modifier l'un des critères d'évaluation des équipes dirigeantes et donc leurs incitations. Si cette révision n'entraîne pas de comportements ou de choix radicalement différents de la part des dirigeants, il faut reconnaître que la nouvelle réglementation comptable favorise à la marge certains choix, dont l'opportunité est discutable.

Dans la mesure où l'actif du bilan est utilisé pour estimer la richesse détenue par les entreprises et où les dépenses accroissant cette même spécificité ne sont comptées que comme des charges, on peut craindre que l'effet global de long terme ne soit une diminution de la spécificité des paris entrepreneuriaux. En effet, un projet industriel innovant repose notamment sur la complémentarité inédite de certains actifs. La fonction de production de l'entreprise innovante est justement spécifique et son appréciation par les marchés financiers demeure difficile. Comme il semble que la juste valeur tende à sous-évaluer

³⁹ On sait d'ailleurs que la compatibilité des valeurs actualisées entre elles n'assure pas le respect des échéances d'encaissement et de paiement.

systématiquement la spécificité, ce qui n'est pas le cas du coût historique amorti, les entreprises innovantes, éloignées des effets de mode, risquent d'être sous-évaluées et donc pénalisées.

Comme les comptes de résultat sont modifiés par les réévaluations d'actifs à la juste valeur, leur signification économique est brouillée. Dans la comptabilisation au coût historique amorti, le résultat est le revenu engendré par l'entreprise dans son ensemble. C'est une mesure de la performance des entreprises dans leur capacité à créer de la richesse. Dans celle à la juste valeur, ce revenu est modifié par les plus-values et les moins-values latentes du fait de l'évolution à court terme de la valeur de certains actifs. Les promoteurs de la juste valeur ne voient dans ces retombées aucune difficulté : les gestionnaires qui font les bons choix d'actifs bénéficient d'une plus-value potentielle, tandis que les autres doivent rendre compte de leur moins-value. L'évaluation de la direction d'une entreprise devient celle d'un gestionnaire de titres estimé à court terme. Cette appréciation donne trop de poids aux prix de marché à court terme dans l'évaluation des équipes dirigeantes en contre pied, de la continuité de l'exploitation et du développement du potentiel de l'entité productive dans son ensemble. Il se peut que les meilleurs dirigeants soient parmi ceux qui n'ont pas participé à la frénésie de la nouvelle économie, ceux-là mêmes qui, à cause de la juste valeur, auraient eu les moins bons résultats comptables durant cette période.

B) Une vision actionnariale et financière de l'entreprise inscrite dans la comptabilité

L'introduction de la juste valeur comme référence d'évaluation comptable, même secondaire, participe sans aucun doute de l'affirmation d'une vision actionnariale et financière de l'entreprise. Avec ce principe d'évaluation, la logique financière pénètre la comptabilité pour modifier l'évaluation des entreprises et affecter le compte de résultat. La juste valeur tend ainsi à sous-estimer la logique entrepreneuriale, qui est au cœur de la perspective traditionnelle. En revanche, dans la comptabilité au coût historique amorti, l'analyse financière est un discours distinct qui utilise les données comptables.

Il ne va pas de soi que l'approche dynamique du coût historique amorti sous-tende un modèle de l'entreprise fondé sur l'implication de toutes les parties et que la juste valeur, vecteur d'un modèle statique, soit organisée uniquement autour des actionnaires. Cependant, il ne fait aucun doute que la logique de la juste valeur, à laquelle les normes O.I.N.C. ouvrent la voie, est typiquement celle que défendent les actionnaires et les acteurs de la finance, qui veulent estimer le risque et le rendement de leur portefeuille de la manière la plus fine possible. Pour le dire plus directement, il est difficile de contester que le principe de juste

valeur contribue à accroître le poids de la logique financière dans les choix et les évaluations des équipes dirigeantes.

Ce texte a présenté les raisons théoriques qui mettent en cause l'opportunité d'une telle évolution. Si l'entreprise existe en tant qu'entité économique durable, spécifique et complémentaire, la comptabilité qui en rend compte se justifie alors comme logique autonome et comme source d'information complémentaire. C'est par cette logique que la réglementation comptable s'inscrit à juste titre dans la régulation institutionnelle de la production. Elle peut ainsi protéger l'ensemble des parties prenantes, y compris les actionnaires, et aider à l'efficacité des marchés financiers.

Conclusions

- La comptabilité au coût historique amorti développe une logique économique, fondée sur une vision dynamique et indivisible de l'entreprise en tant qu'entité productive durable. Celle-ci doit être prise en compte globalement et l'évaluation séparée des actifs ne doit pas tenir compte de l'évolution des prix de marché. Dans ce cadre, le compte de résultat permet d'évaluer le revenu effectivement créé et distribuable par l'entreprise.
- La référence à la juste valeur introduit une méthode d'évaluation nouvelle mais cachée dans la notation des actifs. Sa logique, essentiellement financière, conduit à diviser au maximum l'actif des entreprises pour calculer de manière séparée sa contribution au résultat.
- La méthode de la juste valeur n'est pas l'aboutissement de travaux de recherche qui invalideraient la méthode du coût historique amorti. En effet, les analyses récentes en termes d'asymétrie d'information, de complémentarité et de spécificité plaident plutôt pour la limitation du principe de juste valeur. Cette méthode pose en outre des problèmes importants d'évaluation propre à l'économie financière. L'utilisation de modèle d'évaluation à des fins comptables met en cause la fiabilité des comptes en raison, notamment, de la variabilité des valeurs selon des changements mineurs d'hypothèses.
- En plus de ce problème d'évaluation, l'application du principe de juste valeur risque d'incorporer une volatilité financière dans la comptabilité. Si une volatilité excessive des marchés financiers existe, ce que l'on peut justifier théoriquement et empiriquement, cela engendre un risque inutile, ce qui tend à réduire la capacité de financement des entreprises.

- La juste valeur tend à accroître les critères financiers dans l'évaluation des équipes dirigeantes par le marché et donc, dans leur jugement des paris entrepreneuriaux. Cet accroissement, qui se fait nécessairement au détriment d'autres critères, est susceptible de ne pas protéger au mieux l'ensemble des parties prenantes, y compris les actionnaires et les investisseurs institutionnels.
- Il est difficile d'affirmer que la contribution nette de la juste valeur à l'amélioration des normes comptables soit positive. En présence d'asymétries d'information, de complémentarités et de spécificités, la logique du coût historique amorti est loin d'être idéale, mais elle apparaît comme la moins mauvaise.

Commentaire de Richard Barker⁴⁰

C'est un grand plaisir d'écrire un commentaire sur le texte de Vincent Bignon, Yuri Biondi et Xavier Ragot. Leur contribution est précieuse et opportune dans le débat en cours sur la comptabilité financière. Ils présentent en particulier une analyse soigneusement argumentée et réussie sur trois aspects. Premièrement, ils exposent les deux points de vue du débat de sorte que ni les partisans du coût historique ni ceux de la juste valeur ne doivent se sentir lésés. Cette approche équilibrée est inhabituelle, originale et bienvenue. Deuxièmement, ils discutent du rôle de l'information comptable dans un contexte plus large. Ils montrent que la comptabilité financière porte sur la communication de la performance financière et que les comptes ne constituent qu'une partie de l'ensemble imparfait et incomplet des informations rendues publiques par les entreprises et interprétées par les analystes (financiers). Il est essentiel d'appréhender la comptabilité dans ce contexte plus large afin que les objectifs et les réalisations de la comptabilité financière puissent être correctement établis et compris. Troisièmement, Bignon *et al.* décrivent les relations entre la théorie économique et la comptabilité. Ceci est très important. La comptabilité est un système qui mesure la performance économique, aussi est-il essentiel de comprendre les phénomènes économiques à mesurer ainsi que les limites de la comptabilité dans sa capacité à rendre compte de ces phénomènes.

Pour ces trois raisons, l'analyse de Bignon et ses coauteurs est à la fois perspicace et stimulante, ce qui est un tour de force. Dans ce commentaire, je propose de suivre la structure de leur analyse, afin de discuter de certains aspects de ses différentes étapes. Je conclurai alors à ma façon. Je soutiens que l'analyse de Bignon *et al.* conduit à une interprétation différente de l'objet et de la méthode de la comptabilité financière. Pour résumer, ni le coût historique, ni la juste valeur ne constitue, ou ne pourrait constituer, un système parfait de mesure du profit et de la valeur de l'actif net et par conséquent il est nécessaire de déplacer notre attention vers un ensemble d'information plus large. Les entreprises, comme les analystes financiers, ont besoin d'un modèle de reddition des comptes financiers qui nous aide à comprendre les écritures, les hypothèses et les forces économiques sous-jacentes sur lesquelles se fondent les données financières agrégées.

La première partie de Bignon *et al.* identifie deux conceptions erronées communément répandues sur le coût historique. D'une part, les auteurs montrent que la

⁴⁰ Richard Barker était chercheur à l'IASB quand il a écrit ce commentaire sur *Une analyse économique de la « juste valeur »*. Le point de vue de l'auteur est exprimé à titre personnel.

méthode du coût historique est rarement sinon jamais entièrement appliquée en pratique. Au contraire, celle-ci est amendée pour tenir compte des changements de valeur, ce qui se manifeste (par exemple) par les provisions pour dépréciation ou les pertes liées au test de valeur (*impairment loss*). D'autre part, Bignon *et al.* indiquent que la méthode du coût historique n'est pas purement objective mais qu'elle est soumise pour partie à des choix de gestion. Pour faire ressortir cet argument, ils auraient pu prendre l'exemple des charges constatées d'avance (*accruing of future expense*). Dans un tel cas, il n'existe aucune sortie monétaire objective bien que le modèle des coûts historiques constate une dépense et un engagement à payer. Un autre exemple important est celui de la reconnaissance des profits et des pertes lors de la cession d'actifs comptabilisés au coût historique. Les gestionnaires disposent de toute évidence d'une marge de manœuvre significative quant au moment auquel le profit est comptabilisé. Le coût historique ne constitue donc pas une méthode parfaitement objective.

A l'inverse, Bignon *et al.* décrivent comment, sous des conditions idéales, la méthode de la juste valeur peut conduire à l'établissement de valeurs objectives, fixées à l'extérieur de l'entreprise, sur le marché. Elle révèle la valeur actuelle de l'actif net de l'entité de même qu'elle reflète la volatilité, présente dans le monde réel, de sa valeur économique que la méthode des coûts historiques n'identifie pas. L'exemple frappant est celui des instruments financiers pour lesquels le coût historique peut échouer de façon spectaculaire à mesurer la performance économique de l'entité.

La restriction « sous des conditions idéales », extrêmement importante, est à la base de l'analyse de Bignon *et al.* dont la question centrale est énoncée ainsi : « il est infondé, voire dangereux, de s'appuyer sur une transposition directe de principes financiers, comme le principe de juste valeur, dans la valorisation des actifs comptables puisque ces principes sont subordonnés aux conditions de validité de la théorie des marchés parfaits ».

Selon les théories économique et comptable, il est difficile de définir des relations simples entre les données comptables et les valeurs économiques (j'ai discuté amplement des liens entre la valeur d'une entreprise et sa traduction comptable dans Barker, 2002). Bignon *et al.* identifient une partie des difficultés sous-jacentes. En particulier, les actifs n'ont pas de valeur unique et les entreprises n'affichent pas de résultats « normaux » en l'absence d'un système complet de marchés parfaitement concurrentiels. À l'inverse de nombreux actifs qui sont échangés sur des marchés liquides et profonds, beaucoup d'actifs sont caractérisés par des prix d'achat qui diffèrent non seulement de leur prix de vente mais également de la valeur actuelle des marges brutes d'autofinancement engendrées par l'utilisation de cet actif. De plus, la valeur d'un actif pour une entité dépend non seulement de sa valeur de marché

mais également de sa combinaison avec les autres actifs ainsi que de la capacité des gestionnaires à créer de la valeur à partir de cet actif.

Bignon *et al.* identifient précisément ces difficultés et je suis en profond accord avec la majeure partie de leur analyse. Cependant, je ne pense pas que ces difficultés nous conduisent nécessairement à la méthode du coût historique. Il me semble qu'elles ne conduisent de manière évidente ni à l'une ni à l'autre des méthodes. Elles constituent plutôt les difficultés incontournables de la comptabilité, quelle que soit l'approche suivie. Ceci est vrai même si l'on conçoit le bilan comme une mesure du coût des actifs de l'entité et non de leur valeur (la différence entre ces deux mesures formant la « survaleur » ou, de manière équivalente, la valeur actuelle des revenus exceptionnels, comme l'indiquent Bignon *et al.*).

La juste valeur et le coût historique appliquent le même principe lors de l'enregistrement initial de la valeur des actifs et tous les deux représentent le coût d'acquisition des actifs. Dès lors la question est de savoir si le principe de coût qu'il convient d'appliquer doit être le montant payé historiquement ou le coût actuel d'opportunité de détention des actifs. Par exemple, si je gère un café et si sa valeur dépend des recettes provenant des consommateurs, est-ce que la base de coût appropriée est le montant auquel j'ai originellement acheté le local ou sa valeur actuelle si je souhaitais le revendre ? Il me semble que la méthode du coût historique fournit une valeur de l'actif non pertinente alors que celle de la juste valeur est sujette à des évaluations subjectives et trompeuses (mensongères). Aucune de ces méthodes n'est manifestement supérieure à l'autre pour tous les actifs. En effet, dans certains cas, comme celui de l'évaluation de la plupart des actifs intangibles, ces deux méthodes conduisent à une évaluation égale à zéro, ce qui est manifestement incorrect.

Bignon *et al.* manifestent une inquiétude, souvent exprimée, selon laquelle l'utilisation des prix de marché introduit une volatilité dans le bilan et donc dans le profit comptabilisé. Ceci pose un problème d'autant plus aigu si on admet l'hypothèse d'une volatilité excessive des marchés, que l'expérience récente des marchés financiers semble confirmer. Ceci est également ennuyeux si, comme le disent Bignon *et al.*, ce phénomène a des conséquences pro-cycliques qui menacent d'accentuer la volatilité. Il s'agit là de problèmes particulièrement importants, notamment d'un point de vue macro-économique.

Les partisans de la juste valeur répondraient à ces inquiétudes de la manière suivante; d'une part, ils soutiendraient que les valeurs de certains actifs sont volatiles par nature, et que le rôle de la comptabilité financière devrait être de les prendre en compte plutôt que de les ignorer. En d'autres mots, la volatilité n'est pas, en soi, un résultat inapproprié en comptabilité financière. D'autre part le problème est celui de la connaissance des sources d'information qui pourraient, en principe, être plus pertinentes et plus fiables que

les prix de marché. Si le prix sur le marché est le résultat d'échanges concurrentiels entre acheteurs et vendeurs, alors pourquoi serait-il raisonnable de penser que le prix est erroné ?

Bignon *et al.* auraient pu ne pas être en désaccord avec ces opinions et ainsi soutenir la mise à disposition d'informations de juste valeur, mais ils plaident que les comptes ne sont pas le lieu adéquat pour faire apparaître cette information. À leur inquiétude sur la volatilité s'ajoute la crainte que, d'une part, le profit distribuable n'est pas mesuré au mieux dans l'approche de la juste valeur, et que d'autre part, la seule valeur des actifs ne constitue pas une façon efficace de révéler l'exposition au risque d'une entité. Bien que je sois en accord avec ces points, je ne pense pas que ceux-ci soient suffisants pour ne pas enregistrer les justes valeurs dans les comptes de certains actifs. La mesure du profit distribuable, est, en principe, indépendante de celle du profit agrégé, par exemple, les profits non réalisés peuvent être comptabilisés et annoncés mais classés comme non distribuables. De la même manière, la mise à disposition d'informations supplémentaires sur le risque, complétant les documents financiers, ne se substitue pas à la mesure à l'intérieur des comptes.

Je ne plaide pas en faveur de la juste valeur mais plutôt que Bignon et al. ne proposent pas, selon moi, une analyse convaincante expliquant pourquoi la juste valeur pourrait être plus inappropriée que le coût historique pour certains actifs. Selon moi, il est pertinent d'utiliser des méthodes différentes pour évaluer des actifs et des passifs différents. Ceci conduit nécessairement à un mélange de types différents d'actif, dette, recettes, dépenses, profit et perte. En retour, ceci implique que les mesures financières simples comme le profit ou l'actif net ont un usage limité. Par exemple, il me semble préférable de traiter de la volatilité de la valeur de marché des actifs en procédant à une présentation détaillée (désagrégée) des documents comptables et non en se focalisant sur la seule mesure de la performance par le profit (Barker, 2004). Après tout, c'est ainsi que font la plupart des investisseurs institutionnels pour évaluer les entreprises. De ce point de vue, je pense que le débat entre le coût historique et la juste valeur ne devrait pas être appréhendé comme une bataille pour la victoire incontestée d'une méthode sur l'autre. Aucune n'est parfaite, aucune n'est préférable à l'autre en toutes circonstances, et, pour être compris correctement, chacune nécessite des données supplémentaires et financières détaillées. En résumé, je suis d'accord avec la conclusion suivante de Bignon et al. : « Il est difficile d'affirmer que la contribution nette de la juste valeur à l'amélioration des normes comptables soit positive ... (et) la logique du coût historique est loin d'être idéale » mais je ne partage pas l'opinion selon laquelle la méthode du coût historique « apparaît comme la moins mauvaise ».

Réponse des auteurs

Le commentaire de Richard Barker présente une critique stimulante et originale de notre texte qui nous invite à préciser notre thèse. L'objectif de notre analyse est de mettre à jour les logiques propres de deux principes comptables, le coût historique et la juste valeur, pour ensuite traiter ce qui apparaît comme des exceptions à chacun de ces principes d'évaluation ; il nous semble précisément que Richard Barker minimise la portée de ce débat et affirme que la diversité des causes de détention d'un actif met à mal toute volonté d'imposer un principe unique. Le commentaire plaide pour une présentation désagrégée de l'information comptable qui contiendrait des éléments de coût historique et de juste valeur. Cette solution est séduisante, mais elle nous semble comporter quelques difficultés.

Tout d'abord, la défense raisonnée d'un principe comptable doit d'emblée reconnaître et traiter certaines exceptions. Ainsi, dans le principe du coût historique, il y a des possibilités d'inscrire certains actifs aux prix de marché courants. Si les titres de participation sont notés aux coûts historiques, les titres de trésorerie disponible à la vente sont évalués aux prix de marché car ils sont utilisés dans une logique purement financière. Plutôt que de multiplier les évaluations d'un même actif par différents principes, il est sans doute plus efficace de choisir une seule méthode d'évaluation, coût historique amorti ou prix de marché, selon une logique claire qui oblige l'entreprise à révéler les choix qui l'ont conduit à détenir l'actif. Le risque de désagréger les évaluations en différentes composantes, que chacun peut recomposer à sa guise, est le brouillage de la logique entrepreneuriale qui justifie à la fois la détention de l'actif et son principe d'évaluation. Selon une formule plaisante, « trop d'évaluation tue l'évaluation », ou encore « qui trop embrasse, mal étreint ».

Ensuite, il nous semble que le rôle de la comptabilité est de donner une information fiable, autonome et suffisamment structurée pour permettre l'utilisation pertinente de modèles d'évaluation. Ainsi, nous ne plaidons pas contre ces derniers, mais nous pensons plutôt que leur place n'est pas au sein de la comptabilité financière. D'autres documents pourraient présenter les résultats de différents modèles d'évaluation standardisés. C'est ici aux entreprises, investisseurs, et salariés de se prononcer sur leur utilité.

Enfin, Richard Barker semble admettre nos critiques concernant la fragilité des modèles d'évaluation quant à leur vérifiabilité et robustesse. Sa justification de l'utilisation de la juste valeur repose plutôt sur l'emploi plus systématique, et de manière supplétive aux coûts historiques, des prix courants dans la comptabilité. Notre texte plaide plutôt pour une certaine réserve quant à l'utilisation des valorisations instantanées. Il ne s'agit que d'une question de pragmatisme. A la question de Barker « est-il raisonnable de supposer que les prix de marché sont erronés ? », nous répondons par une autre question : « est-il raisonnable

de supposer que les prix courants sont toujours pertinents ? ». A cet égard, l'économie nous apprend que les conditions de concurrence pure et parfaite sont rarement vérifiées et que les anticipations sont parfois trop volatiles, de telle sorte que les prix de marché envoient des signaux erronés.

Pour le simplifier à l'extrême, notre texte défend l'utilisation d'un principe comptable unique, le coût historique plutôt que la juste valeur, avec une possibilité d'utilisation d'autres évaluations comptables dans des cas clairement définis et sans chercher systématiquement à accroître l'utilisation de la valorisation des actifs aux prix courants. À la question de Richard Barker : « existe-t-il une source d'information plus fiable et pertinente que les prix de marché instantanés ? », nous répondons que la comptabilité pourrait constituer cette source d'information distincte et complémentaire si elle garde son autonomie logique, afin d'aider la formation des prix sur les marchés financiers et de permettre la vérification les évaluations marchandes.

Références

- AAA FASC (2009), Bloomfield, R.J., T.E. Christensen, K. Jamal, S.R. Moehrle, J.A. Ohlson, S.H. Penman, G.J. Previts, T.L. Stober, S. Sunder, R.L. Watts et R.H. Colson, « A Framework for Financial Reporting Standards: Issues and a Suggested Model » (30 juillet 2009), *American Accounting Association (AAA) Financial Accounting Standards Committee (FASC)'s Report*, en ligne sur SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1441338>.
- Aglietta, M. et A. Rebérioux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris : Albin Michel.
- Anthony, R. (1983), *Tell it Like it Was : A Conceptual Framework for Financial Accounting*, Homewood, IL: Richard D. Irwin Inc.
- Anthony, R. (1987), « We Don't Have the Accounting Concepts We Need », *Harvard Business Review*, janvier-février, pp. 75-83.
- Banca d'Italia (2009), « Financial sector pro-cyclicality. Lessons from the crisis », *Questioni di Economia e Finanza*, n° 44, avril.
- Banque de France (2008), « Valuation and Financial Stability », *Financial Stability Review*, n° 12, octobre.
- Barker, R.G. (2002), *L'évaluation des entreprises : Modèles et mesures de la valeur*, Paris : Les Échos éditions.
- Barker, R.G. (2004), « Reporting Financial Performance », *Accounting Horizons*, juin, pp. 157-172.
- Biondi, Y. (2003), *La nature économique de l'entreprise entre théories économiques et comptabilité* (thèse de doctorat), Université Lyon-II et Università degli Studi di Brescia.
- Biondi, Y., I. Chambost et L. Klee (2008), « La juste valeur, enfin une évaluation proche de la réalité », chapitre 21 in A. Pezet et S. Sponem (dir.), *Petit Bréviaire des idées reçues en management*, Paris : La découverte, pp. 210-218.
- Boyer, R. (2007), « Assessing the impact of fair value upon financial crises », *Socio Economic Review*, 5 (4), pp. 779-807.
- Boyer, R. (2008), « Une crise tant attendue, leçon d'histoire pour économistes », *Prisme*, n° 13, novembre, Centre Cournot pour la Recherche en Économie.
- Caballero, R. et M. Hammour (1998), « The Macroeconomics of Specificity », *The Journal of Political Economy*, 106, n° 4, pp. 724-767.
- Cartelier, J. (2004), « Sur les rapports entre comptabilité et pensée économique : quelques observations exploratoires », manuscrit, Université Paris X, janvier.
- Castà, J.-F. et B. Colasse (dir.) (2001), *Juste valeur : enjeux techniques et politiques*, Paris : Économica.
- Colasse, B. (dir.) (2000), *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, Paris : Économica.

- Colasse, B. (2004), « Harmonisation comptable internationale : De la résistible ascension de l'I.A.S.C/I.A.S.B », *Gérer et comprendre (Annales des Mines)*, n°74, mars, pp. 30-40.
- Colasse B. (2007), *Les fondements de la comptabilité*, Paris : La découverte.
- Desrosières, A. (2006), « De Cournot à l'évaluation des politiques publiques. Paradoxes et controverses à propos de la quantification », *Prisme*, n° 7, avril, Centre Cournot pour la Recherche en Économie.
- Financial Stability Forum (2008), « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience », Rapport du 7 avril 2008, en ligne sur: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf.
- Frydman, R. (1982), « Towards an Understanding of Market Processes: Individual Expectations, Learning, and Convergence to Rational Expectations Equilibrium », *The American Economic Review*, **72** (4), pp. 652-668.
- Groupe de Trente (G30) (2009), « Financial Reform: A Framework for Financial Stability », président Jacob A. Frenkel, disponible sur <http://www.group30.org/>.
- Hoarau, C. (dir.) (2001), *Gouvernement d'entreprise et gestion des relations avec les parties prenantes : information, évaluation des performances, contrôle externe*, Rapport pour le Commissariat Général au Plan, novembre.
- Hoarau, C. (dir.) (2003), « Dossier Normes I.A.S. IFRS », *La Revue du Financier*, n°144.
- Ijiri, Y. (1975), « Theory of Accounting Measurement », *Studies in Accounting Research*, n°10.
- Ijiri Y. (2005), « US accounting standards and their environment: a dualistic study of their 75-years of transition », *Journal of Accounting and Public Policy*, **24**, pp. 255-279.
- Ijiri, Y. et J. Noel (1984), « A Reliability Comparison of the Measurement of Wealth, Income and Force », *The Accounting Review*, **LIX** (1), pp. 52-63.
- International Accounting Standards Board (IASB) 2005, « Discussion Paper. Measurement Bases for Financial Accounting – Measurement on Initial Recognition », London: novembre 2006.
- International Accounting Standards Board (IASB) 2006, « Agenda Paper 6A: Measurement Bases for Financial Accounting – Measurement on Initial Recognition – Comment Letter Summary. », London: 21 septembre 2006: http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/6B7AD648-C769-47AE-9EFC-ED8D8DADE778/0/8_1722_MBO609ob06a.pdf.
- Kaplan, R.S. (1983), « Comments on Jensen [1983], Organization Theory and Methodology », p. 319-339, *The Accounting Review*, **LVIII** (2), avril 1983, pp. 340-346.
- Kothari, S.P., Ramanna, Karthik and Skinner, Douglas J. (2009), « What Should GAAP Look Like? A Survey and Economic Analysis » (12 juillet 2009), MIT Sloan Research Paper No. 4740-09; Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 09-137; University of Chicago - Booth School of Business Working Paper No. 09-22.
- Krugman, P. (2009), « Alice in financeland », *The New York Times*, 22 avril.

- Littleton, A.C. (1935), « Value or Cost », *The Accounting Review*, X (3), pp. 269-273.
- Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris : Odile Jacob.
- Revue d'Economie Financière* (2003), « Juste valeur et évaluation des actifs », **71**(2), p. 294.
- Richard, J. (1996), *Comptabilités et pratiques comptables*, Paris : Dalloz.
- Richard, J. (2005), « Les trois stades du capitalisme comptable français », in M. Capron (dir.), *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, Paris : La découverte, pp. 89-119.
- Shiller, R.J. (1989), *Market Volatility*, Cambridge, MA : MIT Press.
- Schmalenbach, E. (1926), *Le bilan dynamique*, traduit par F. Bruck dans la onzième édition allemande (1953), avant-propos d'André Brunet, Dunod, Paris 1961. Éditions originales : Grundlagen dynamischer Bilanzlehre, *Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung*, Leipzig, 1^o édition (1919), 13 : pp. 1-60, pp. 65-101. 2^e édition (1920), *ibidem*, supplément. 4^e édition : *Dynamische Bilanz*, G.A. Glöckner V., Leipzig 1926.
- Shubik, M. (dir.) (1993), « Accounting and Economics, Proceedings of the Conference in Honour of the 500th Anniversary of the Publication of Luca Pacioli's *Summa de Arithmetica, Geometria, Proportioni et Proportionalita*, Siena, 18-19 novembre 1992, *Economic Notes* by Monte dei Paschi di Siena, **22** (2), Siena.
- Stout L. (2009), « How deregulating derivatives led to disaster, and why re-regulating them can prevent another », Lombard Street, en ligne sur <http://ssrn.com/abstract=1432654>.
- Zappa, G. (1937), *Il reddito d'impresa*, Milano : Giuffrè, pp. XXVII-765. Première édition complète : ALI, 1929.