



LA JUSTE VALEUR : QUELS ENJEUX EN TERMES DE POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE STABILITÉ FINANCIÈRE ?

FRANÇOIS MOURIAUX *

Le terme de « juste valeur » est entré dans le langage comptable français par l'harmonisation internationale. Sa part dans le débat sur les normes comptables s'est singulièrement accrue lorsque l'IASC¹ a introduit la norme IAS 32 sur les instruments financiers en 1995, en définissant cette notion comme « le prix auquel un actif pourrait être échangé ou un passif réglé entre deux parties compétentes n'ayant aucun lien de dépendance et agissant en toute liberté ».

Sur la base de cette définition, le prix de marché devient la référence appropriée lorsque le marché est suffisamment profond et liquide. Les promoteurs du concept comptable de juste valeur escomptent qu'à horizon 2005-2007, lorsque le référentiel international IAS/IRFS² commencera à s'imposer, la plupart des actifs et passifs, notamment financiers, bénéficieront de marchés profonds et liquides.

Dès la phase de discussions préalables à la définition de la norme IAS 32, la juste valeur a été principalement analysée pour ses implications potentielles sur les intermédiaires financiers. Ils sont naturellement les premiers concernés par l'enregistrement des opérations sur instruments financiers et il n'est pas surprenant que, sur les 162 lettres de commentaires au projet d'amendement aux normes IAS 32 et IAS 39 reçues par l'IASB, plus des deux-tiers émanent du secteur financier.

En revanche, l'examen de ses implications sur le comportement des entreprises est peu développé, ce qui s'explique pour deux raisons : premièrement, il est difficile d'envisager des travaux empiriques dans la mesure où aucun système comptable n'applique actuellement la juste

* Chef du service d'étude des politiques monétaire et financière, Banque de France.



valeur de manière systématique³ ; deuxièmement, on ne peut en préjuger les modalités d'application futures puisque l'amendement des normes IAS 32 et IAS 39 figure au programme de travail de l'IASB pour 2003 et que l'IASB n'exclut pas l'extension progressive du concept à d'autres normes.

Aborder cette question présente cependant un intérêt immédiat. En effet, les déficiences de l'information financière ont été mises en avant parmi les facteurs favorisant ou amplifiant les crises financières - notamment, FMI (2002). Au cours des mois récents, on peut également relever que de grandes Banques centrales ont mentionné, entre autres éléments, le rythme de l'assainissement des bilans parmi les facteurs pris en compte dans leur diagnostic monétaire - par exemple BCE (2003) et Réserve fédérale (2003). Certains outils de diagnostic des Banques centrales sont donc indirectement influencés par les normes comptables.

Les enjeux immédiats de la juste valeur portent sur son application aux actifs et passifs financiers négociables, mais il faut tenir compte de trois éléments : les options disponibles dans certaines normes, la rédaction actuelle du cadre conceptuel de l'IASB, et l'importance que revêt ce cadre conceptuel aux yeux des promoteurs de ces normes (Tweedie, 2002). C'est pourquoi notre réflexion s'étend aux implications d'une évaluation à la juste valeur de l'ensemble des postes du bilan, que nous désignons par l'expression « modèle comptable de la juste valeur ». Bien que l'IASB partage les initiatives visant à promouvoir le concept de juste valeur avec d'autres normalisateurs⁴, le propos se concentre sur les normes de l'IASB puisque l'objectif de cette fondation est d'arriver à un référentiel mondial⁵.

LA « JUSTE VALEUR » ET LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La juste valeur est susceptible d'influencer les canaux de transmission de la politique monétaire

Pour assurer la stabilité des prix, la politique monétaire est mise en œuvre par le pilotage du taux d'intérêt interbancaire à court terme, *via* la fixation des taux de refinancement de la Banque centrale. L'effet des décisions de modification des taux directeurs de la Banque centrale sur les prix n'est cependant pas direct. Les décisions de la Banque centrale agissent *via* de multiples canaux (BCE, 2002a).

Le canal du taux d'intérêt affecte les termes de l'arbitrage entre épargne et consommation - effet de substitution -, le montant des revenus tirés des placements financiers et celui des charges financières - effet de revenu. Le taux d'intérêt peut également influencer le taux de change et la richesse nette des agents économiques, richesse qui sera par



exemple augmentée en cas de baisse des taux d'intérêt. S'agissant notamment des entreprises, les variations de taux d'intérêt reviennent à modifier la valeur actuelle des flux de trésorerie attendus et donc le couple « risque-rendement », ce qui correspond à une modification du coût du capital. La capacité d'emprunt des agents non financiers peut également être affectée par l'incidence des mouvements de taux d'intérêt sur la valeur des garanties disponibles. Ceci affecte leur comportement d'endettement et d'investissement.

S'agissant du canal du taux d'intérêt, l'application du modèle comptable de la juste valeur devrait donc traduire de manière plus immédiate dans les comptes les effets d'un changement de politique monétaire. En particulier, le taux retenu pour évaluer les actifs et passifs négociables sera tiré de la courbe des rendements constatée à la date d'arrêté. Si la Banque centrale réagit à un risque accru de tensions inflationnistes, cela se traduira par exemple par une hausse des taux courts qui se propagera le long de la courbe des taux. Les entreprises dont l'endettement financier net est positif - cas général des entreprises industrielles - et en partie indexé sur la partie courte de la courbe des taux enregistreront une diminution de la valeur de leurs engagements. En règle générale, la valeur des actifs devrait ne baisser que dans une moindre mesure : les excédents de trésorerie, par exemple, conserveraient leur valeur car, sauf exceptions, il s'agit de placements monétaires. Il s'ensuivrait une augmentation des capitaux propres, et donc, une baisse instantanée de la rentabilité financière, d'autant plus accentuée que les frais financiers nets augmentent, minorant le résultat. La réaction normale des actionnaires serait alors de demander des décisions de gestion permettant de restaurer cette rentabilité financière⁶.

Cette réaction plus rapide serait induite non seulement par l'effet de richesse décrit ci-dessus, mais aussi par un effet de substitution : compte tenu du décalage à la hausse de l'ensemble de la courbe des taux, l'entrepreneur a intérêt à ne pas employer ses excédents de trésorerie disponibles (*cash flows* libres). Les actionnaires devraient en attendre la rétrocession *via* le versement d'un super-dividende ou *via* des rachats d'actions, mesures augmentant la rentabilité financière et ayant pour corollaire un report des décisions d'investissement.

Le canal du taux d'intérêt n'est pas le canal exclusif de transmission de la politique monétaire. L'accès au financement peut également être influencé par des effets en partie exogènes au taux d'intérêt, de nature structurelle : importance de l'intermédiation bancaire, intensité de la concurrence entre intermédiaires financiers, degré de liquidité des marchés, possibilités d'arbitrage entre marchés.

Le jeu de ces effets structurels est pris en compte dans le « canal large du crédit » (Clerc, 2001 ; Banque de France, 2001). Les agents économi-



ques tributaires de l'intermédiation financière peuvent être confrontés à des restrictions d'offre de crédit bancaire, si des chocs affectant les intermédiaires financiers conduisent ces derniers à limiter l'offre de crédit pour restaurer leur équilibre bilantiel. Ces chocs peuvent provenir de pertes subies en raison d'une dégradation de la qualité de leurs actifs. Ils peuvent être nourris également par l'effet sur les bilans bancaires de la valorisation des actifs financiers à la juste valeur. Ceci pourrait amplifier le cycle de crédit, puisque - par exemple - face à une diminution de leurs fonds propres comptables, les établissements de crédit seraient incités à restreindre l'offre de crédit pour maintenir constante la relation entre surface financière et engagements ; la diminution de l'offre de crédit pourrait accélérer les défaillances des entreprises fortement endettées, augmentant la soudaineté des pertes des banques et engendrant un phénomène amplificateur. C'est dans ce contexte que les établissements de crédit⁷ expriment la crainte que l'adoption de la juste valeur élargie (Chisnall, 2000) - comprise comme la valorisation au prix de marché d'une très large gamme d'opérations - ne se traduise par un accroissement de la volatilité des capitaux propres et des résultats, reflétant la volatilité des marchés de capitaux⁸.

Si l'application de la juste valeur atteint effectivement son objectif d'amélioration de l'information financière, un effet en sens contraire est envisageable. Les entreprises produisant des états financiers fiables et suscitant la confiance des investisseurs, pourraient être moins tributaires de l'intermédiation financière et, globalement, le poids relatif du canal large du crédit tendrait à diminuer, au regard du canal du taux d'intérêt.

Aujourd'hui dans la zone euro, le canal du crédit n'est pas le principal canal de transmission de la politique monétaire, malgré le rôle traditionnellement important des banques dans l'intermédiation financière (BCE, 2002a). Les contraintes de crédit jouent un rôle dans certains pays et pour des catégories précises d'entreprises ou de banques, mais n'apparaissent pas occuper une importance centrale dans la zone euro considérée globalement.

En définitive, deux effets sont à envisager : une amplification du cycle de crédit *via* le canal du crédit bancaire ; une poursuite du *trend* de croissance des financements de marché (BCE, 2002b) confirmant la dominance du canal du taux d'intérêt dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Outre l'incidence des modifications des taux directeurs sur la demande, et notamment sur le comportement d'investissement des entreprises, *via* ces canaux, il faut tenir compte des effets induits. Par exemple, les entreprises productrices de biens d'équipement verront leurs perspectives de ventes - et donc de flux futurs de revenus - influencées



par l'évolution du comportement d'investissement des entreprises clientes. La stratégie commerciale globale de ces entreprises - par exemple, l'octroi de crédits fournisseurs - sera influencée par l'évolution perçue des bilans de leur clientèle. Selon la rapidité avec laquelle les états comptables servant de base à l'analyse du risque-client reflèteront les nouvelles conditions de taux, l'ajustement de ces stratégies commerciales, et l'évolution de leurs carnets d'ordres, se fera de manière plus ou moins rapide et accentuée.

*LA JUSTE VALEUR, LA STABILITÉ FINANCIÈRE
ET LA QUALITÉ DE L'ANALYSE DU RISQUE*

La juste valeur devrait favoriser la qualité de l'analyse du risque sous une hypothèse importante : son aptitude à réduire effectivement les asymétries d'information entre emprunteur et apporteurs de capitaux externes

En assurant la « comparabilité » des comptes par l'adoption d'un référentiel universel, on peut en théorie escompter une réduction des coûts d'accès au marché des capitaux, et plus généralement un meilleur fonctionnement des marchés. De ce point de vue, les normes comptables agissent par trois canaux (Bushman et Smith, 2002). Tout d'abord, l'information comptable permet aux dirigeants de l'entreprise, à ses actionnaires, et à ses concurrents, d'identifier et d'évaluer les opportunités d'investissement et de diriger effectivement les capitaux vers les secteurs présentant les meilleurs rendements. Ensuite, cette information garantit une gouvernance efficace en réduisant les asymétries d'information entre actionnaires et gestionnaires, afin d'assurer que les investissements engagés soient valorisés le mieux possible. Enfin, l'information comptable limite les risques de sélection adverse et de liquidité : les investisseurs seront encouragés à investir dans les entreprises produisant une information comptable de qualité car le risque d'encourir une perte au profit d'investisseurs qui disposeraient, eux, d'un avantage informationnel est limité.

Pour que ces trois canaux jouent efficacement, les promoteurs de la juste valeur font valoir que la réduction des asymétries d'information entre actionnaires participant au conseil d'administration, gestionnaires, investisseurs tiers, sera d'autant plus nette que la valeur des différentes composantes de l'entreprise peut être rapprochée aisément des références de marché, rendant transparents les termes des arbitrages économiques. Un autre argument mis en avant est que la comptabilisation de certains actifs et passifs sur la base du prix de marché permet de limiter les surprises en ajustant immédiatement les comptes. Ceci évite



que les investisseurs, confrontés par exemple à une entreprise passant soudainement de lourdes provisions, perdent confiance dans la fiabilité des comptes.

Paul Volker (2002) a condensé cet argumentaire dans la phrase suivante : « À un âge où les capitaux circulent librement entre pays, il relève du simple bon sens de rendre compte des transactions économiques, qu'elles interviennent aux Amériques, en Asie, ou en Europe, de la même manière ».

*La juste valeur peut confronter les analystes de risque-crédit
à de nouvelles formes d'asymétrie d'information,
et perturber les schémas éprouvés d'analyse du risque de crédit*

L'adoption de la juste valeur est susceptible d'influencer par trois effets les modalités d'analyse du risque de crédit.

Premier effet, la référence à la juste valeur conduit d'une certaine manière à abandonner le distinguo entre « valorisation dans la perspective d'une continuité d'exploitation » - perspective dans laquelle se place normalement le comptable - et « valeur liquidative », qui correspond au prix attendu en cas de transaction immédiate.

En pratique, les actifs financiers aussi bien que les actifs non financiers peuvent être spécifiques, et dans ce cas leur valorisation dépend d'une analyse globale de l'entreprise, ce qui impose de différencier l'hypothèse de la continuité d'exploitation de celle de la liquidation. Or, la juste valeur - en pratique, la valeur de marché - a pour référence une transaction et représente en toute rigueur une valeur liquidative. Pour autant, la somme des « justes valeurs » du bilan a peu de chances de coïncider avec la capitalisation boursière pour deux raisons :

- il est difficile d'intégrer au bilan la valeur de l'*affectio societatis*, autrement dit l'implication des actionnaires et du management dans la réalisation de l'objet social de l'entreprise ;
- la valeur boursière est influencée par d'autres éléments que la comptabilité n'a pas vocation à capter, en particulier la structure de détention du capital et l'appartenance à un indice boursier.

La persistance, et même l'accroissement tendanciel depuis 20 ans, d'un écart entre la valeur comptable et la valeur boursière des entreprises (Barth et Clinch, 1998 ; Lopater, Frotiee et Burel, 2002) - y compris dans un référentiel comptable comme celui de l'Australie qui autorise les réévaluations d'actifs - semble confirmer que la juste valeur est pertinente pour évaluer des actifs isolément, mais pas pour concourir à une évaluation théorique globale de l'entreprise.

On aboutit ainsi à un glissement du « scénario de référence » concernant la trajectoire future de l'entreprise. Dans une comptabilité au coût historique, le scénario de référence est la continuité d'exploitation, la



constatation des dettes à leur coût historique, la non-reconnaissance des options cachées, l'importance des projections de flux de trésorerie pour déterminer la soutenabilité de la dette. Dans une comptabilité à la juste valeur, le scénario de référence serait celui d'une cession au prix de marché, et d'une constatation des dettes à hauteur de l'encours probablement remboursable.

Deuxième effet, la référence à la juste valeur pose en termes nouveaux la distinction entre liquidité et solvabilité. L'analyse classique du risque de crédit évalue le degré d'adéquation des échéances des actifs et passifs à court terme, au travers notamment de l'analyse normative du besoin en fonds de roulement et par l'usage des Tableaux d'emplois-ressources, permettant d'expliquer les sources de déformation de la structure de financement d'un bilan à l'autre (Banque de France). Parallèlement, l'analyse de solvabilité se fonde sur les flux de trésorerie prévisionnels, rapprochés de l'échéancier de la dette. Les aléas sont pris en compte *via* une approche empirique du taux d'endettement (rapport de la dette aux capitaux propres). Implicitement, plus les actifs sont spécifiques et immobilisés, plus le taux de fonds propres couvrant ces actifs devrait être élevé.

Les variations de juste valeur se traduisant par des variations de capitaux propres, une approche normative de la structure financière devient plus difficile à mettre en œuvre. On peut arguer que cela permet à l'entreprise de mieux ajuster sa structure financière au rendement effectif des emplois. En revanche, le risque de déstabilisation en cas de choc imprévu est accru. En effet, la conception « normative » de la structure financière vise à assurer une protection efficace aux créanciers en cas de situation de crise. En définitive, il s'agit d'arbitrer entre une allocation plus efficace - et donc économe - des ressources financières, et une gestion financière moins active mais plus favorable à la protection des créanciers.

Troisième effet, l'analyse du risque de crédit repose sur deux dimensions, « l'espace » - autrement dit, la comparaison des performances d'une entreprise par rapport à son secteur - et « le temps », c'est-à-dire la visualisation de la trajectoire de l'entreprise par l'examen de ses comptes sur plusieurs années - 5 ans ou plus - :

- pour la dimension « espace », la comparabilité des comptes établis à la juste valeur est sans doute renforcée si la juste valeur est tirée de prix établis dans des marchés profonds et liquides. Toutefois, par rapport à la convention du coût historique, cette comparabilité est sans doute réduite dans les autres cas. En effet, le coût historique est fixé à partir d'une transaction, et reflète un prix de marché à une date donnée, correspondant au montant effectif investi. Une évaluation à la juste valeur, en l'absence de marchés profonds et liquides - cas général pour les actifs

spécifiques - impose de recourir à une méthode des flux de trésorerie actualisés, ce qui repose sur un choix de taux d'actualisation, et donne une « juste valeur » dont on ne sait pas si elle tient « justement » compte de la prime de liquidité nécessairement très élevée pour les actifs spécifiques. Or, si la comparabilité est réduite, la pertinence des référentiels sectoriels et, plus généralement, des bases de données permettant de discriminer les entreprises selon le risque, s'amointrit. Il pourrait en résulter une perte d'incitation à la maintenance de bases de données qui jouent pourtant un rôle essentiel dans le bon fonctionnement du marché du crédit. Japelli et Pagano (2002) montrent à cet égard qu'il existe bien une relation inverse entre le niveau du risque de crédit et l'existence de structures de mutualisation de l'information entre prêteurs⁹ ;

- pour la dimension « temps », le suivi de la déformation pluriannuelle de la structure bilantielle se complique singulièrement. La distinction que s'attachent à opérer les analystes externes entre facteurs exogènes - liés aux fluctuations de prix d'actifs par exemple - et facteurs endogènes - les choix de gestion - est brouillée puisque la juste valeur résulte de ces deux sources. Or cette distinction est importante pour évaluer correctement le risque spécifique de l'entreprise, étape indispensable pour une tarification du crédit adaptée, ou encore, pour moduler la composition d'un fonds d'investissement en ligne avec le profil de risque/rentabilité désiré par les porteurs de parts.

LA JUSTE VALEUR, LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA PRUDENCE DE GESTION

L'application de la juste valeur pourrait défavoriser les attitudes de gestion « conservatrices » ou « prudentes »

Le modèle comptable de la juste valeur ambitionne d'extérioriser de manière exhaustive l'évolution du risque d'entreprise, en privilégiant la réalité économique des opérations. Il est donc supposé favoriser des comportements de gestion prudents. Ce point est cependant controversé :

- la Bundesbank (2002), tout en donnant acte aux promoteurs des normes IAS des objectifs de transparence et de comparabilité qu'ils poursuivent, prône le maintien de la pratique des réserves cachées - *Stillenreserve* - pour la comptabilité sociale des entreprises allemandes. Elle souligne le fait que l'application de la juste valeur conduit à enregistrer dans les comptes des plus-values latentes, ce qui est contraire au principe de prudence. En maintenant à leur bilan des plus-values latentes, les entreprises disposent d'un filet de sécurité en



cas de difficultés de trésorerie, ce qui permet de limiter le risque de défaut de paiement. La relation entre prudence comptable et protection des créanciers est observée par d'autres auteurs, notamment aux États-Unis. Holthausen et Watt (2000) citent un extrait du SFAC n°2 (1980) où le développement du conservatisme comptable - défini comme une comptabilité qui anticipe les pertes mais pas les gains - était attribuable aux « banquiers et autres prêteurs qui étaient les principaux utilisateurs des états comptables avant l'établissement de la SEC » ;

- Paper et Gagneux (2002) et Chisnall (2000) se placent dans l'hypothèse où tous les engagements financiers seraient évalués à la juste valeur. Dans ce cas, ils soulignent que l'endettement financier des entreprises diminuerait en relation avec la dégradation de la qualité du risque, afin de refléter la valeur de marché de la dette. Mettant également en évidence des aspects du modèle comptable de la juste valeur difficiles à réconcilier avec le principe de prudence, Bernheim (1999) pose la question de la prise en compte dans le bilan des frais de recherche et développement, et plus généralement du capital intellectuel et des actifs incorporels générés par la croissance interne. En l'état actuel, les normes IAS permettraient en effet d'inscrire au bilan des dépenses de cette nature qui, selon le droit comptable français actuel, sont passées en charge de l'exercice. Thouvenin (1998) rappelle le risque de subjectivité dans la fixation de la juste valeur d'éléments du bilan ne bénéficiant pas de marchés profonds et liquides. Holthausen et Watt (2000) rappellent qu'avant l'établissement de la *Securities and Exchange Commission* aux États-Unis, les valeurs d'actif étaient réévaluées, ou dépréciées, au prix du marché ou à la « valeur courante ». La plupart des réévaluations portaient sur les actifs immobiliers, et les autres immobilisations corporelles. Des études menées avant 1929 citées par ces auteurs montraient l'existence d'une relation entre une décision de réévaluation et l'obtention de prêts nouveaux. En 1940, la pratique des réévaluations d'actifs avait pratiquement disparu, sous l'action de la SEC qui conditionnait l'admission au marché boursier à l'abandon de cette pratique. Cet épisode montre qu'aux yeux des contemporains de la crise de 1929, une relation s'était établie entre, d'une part, référence au prix de marché pour évaluer les actifs, d'autre part, relâchement de la discipline de gestion et de marché ;

- parmi les éléments influençant l'image bilantielle dans un sens moins conservateur, on peut citer également les implications des normes IAS 32/39 concernant la comptabilisation des instruments hybrides. Une obligation convertible serait scindée entre une composante « capitaux propres » et une composante « endettement » selon les perspectives de conversion, alors qu'actuellement elle est enregistrée en dette,

l'initiative d'en retraiter une partie en capitaux propres le cas échéant étant du ressort de l'analyste financier ;

- sur d'autres points, en l'état actuel de leur rédaction, les normes IAS 32/39 agiraient sur les comptes de manière conservatrice, notamment parce qu'elles imposeraient d'enregistrer les pertes latentes sur instruments financiers, mêmes s'ils sont acquis dans le cadre d'opérations de couverture - élément qui soulève des difficultés puisque, au final, la réalité économique de l'opération n'est plus représentée correctement. Le référentiel IAS favoriserait une meilleure protection des créanciers au travers d'autres dispositions, notamment l'enregistrement systématique au bilan des contrats de location financement ou la restriction des possibilités de sortie d'actifs titrisés. Enfin, le fait d'empêcher la constitution de plus-values latentes ou réserves cachées, dont l'utilisation est sous le seul contrôle du management, favorise la transparence et pourrait renforcer la confiance des investisseurs (Kubler, 2002).

L'application de la juste valeur pourrait renchérir les financements à long terme et augmenter le risque de liquidité

L'IASB attend du modèle comptable de la juste valeur, et plus généralement de l'harmonisation et du renforcement de la qualité des normes comptables, une amélioration des conditions de financement des entreprises. L'IASB (Tweedie, 2002) escompte un abaissement du coût du capital car il ne sera plus nécessaire, à terme, aux émetteurs d'établir autant de jeux de compte qu'il existe de marchés financiers. L'unification de l'image comptable qui en résulte aurait un effet positif sur la confiance des investisseurs.

Divers éléments sont toutefois à prendre en considération :

- il n'est pas à exclure que l'application de la juste valeur favorise un raccourcissement de la maturité des prêts. Selon plusieurs auteurs - Diamond (1991), O'Hara (1993) - lorsqu'un emprunteur escompte une amélioration à moyen terme de sa qualité de signature, il sera incité à emprunter à court terme, ce qui lui confère la flexibilité nécessaire pour négocier à la baisse le moment venu ses conditions de crédit. O'Hara met en relation ce cadre d'analyse avec la comptabilisation au prix de marché. Elle conclut qu'en présence d'asymétries d'information, le prix n'est pas un estimateur sans biais de la valeur. La valeur de marché des portefeuilles de prêts a donc tendance à être sous-évaluée et pour pallier cette sous-évaluation, les prêteurs demandent un taux d'intérêt supérieur. Comme le biais de sous-évaluation est d'autant plus grand que la maturité est longue, puisque le risque de défaillance est plus difficile à quantifier sur les horizons longs, les financements longs renchérissent relativement aux financements courts. Le risque d'illiquidité des emprunteurs s'accroît dans la mesure où le coût relatif des financements



longs s'accroîtrait, ce qui développerait une inadéquation des échéances pour les emplois longs financés à court terme. L'auteur souligne cependant une limite de son approche, qui ne se place que du côté de l'actif du bilan, sans tenir compte de la structure des ressources des prêteurs¹⁰ ; - on peut s'interroger sur les gains à attendre en termes de confiance des utilisateurs. Il est indéniable que la limitation des options, le rôle conféré au cadre conceptuel, le caractère formalisé des interprétations, et plus généralement la reconnaissance des normes IAS par l'OICV sont de nature à renforcer la confiance des utilisateurs ; toutefois, le problème de la transparence et de la lisibilité des comptes ne fait que se déplacer, en partie : avant d'analyser le bilan - toujours dans l'hypothèse où la juste valeur intervient dès la confection du chiffre comptable - il conviendrait de se reporter à l'annexe pour examiner les méthodes retenues - relevé d'un prix de marché, référence au prix d'un actif différent, mais comparable, actualisation des flux de revenus futurs - démarche de spécialiste qui peut créer de nouvelles formes d'asymétries d'information entre producteurs et utilisateurs de comptes.

*LA JUSTE VALEUR, LA STABILITÉ FINANCIÈRE
ET L'EFFICACITÉ DU CONTRÔLE DES ACTIONNAIRES
SUR LE MANAGEMENT*

11

*L'existence de structures de gouvernance efficaces, facteur favorable
à la stabilité financière, dépend en partie du cadre comptable*

La stabilité financière est favorisée lorsque actionnaires et créanciers sont à l'abri des mauvaises surprises, ce qui suppose que les entreprises bénéficient de structures de gouvernance robustes (Volcker, 2002). En effet, les actionnaires exerceront d'autant mieux leur contrôle sur le management qu'il existera une cohérence entre la comptabilité de gestion - utilisée par le management - et les états financiers répondant aux besoins des actionnaires.

*L'approche de l'IASB consistant à privilégier
les besoins de l'investisseur est pragmatique mais ambiguë,
voire empreinte d'une contradiction interne*

Les cadres conceptuels de l'IASB comme du FASB admettent que la comptabilité sert plusieurs catégories d'utilisateurs. Le cadre conceptuel de l'IASB cite les investisseurs, les salariés, les prêteurs, les fournisseurs et autres crédettes commerciaux, les clients, les gouvernements et leurs agences, et enfin le public (cadre conceptuel de l'IASB, par.9). Dans les cadres conceptuels anglo-saxons, la priorité est donnée aux besoins des utilisateurs externes - Bernheim (1999), Walton (1998) - et



l'IASB va le plus loin en spécifiant (cadre conceptuel, par.10) : « Tandis que tous les besoins d'information de ces utilisateurs ne peuvent pas être couverts par les états financiers, il y a des besoins partagés par tous les utilisateurs. Comme les investisseurs sont les apporteurs de capitaux exposés au risque des entreprises, la production d'états financiers qui couvre leurs besoins couvrira également la plupart des besoins des autres usagers pour qui les états financiers sont utiles »¹¹.

Cette approche est, certes, pragmatique mais elle est aussi ambiguë. Puisque « les usagers des états financiers incluent les investisseurs actuels et potentiels » (cadre conceptuel de l'IASB, par.9), et que l'objectif des états financiers est de satisfaire les besoins « d'une large gamme d'utilisateurs pour leur prise de décision économique » (cadre conceptuel de l'IASB, par.12), cela implique selon nous que les états financiers puissent être utiles aussi bien aux entrepreneurs dans leur prise de décision - usage de la comptabilité aux fins de gestion - qu'aux apporteurs de capitaux externes. Deux arguments permettent d'étayer ce constat d'ambiguïté :

- l'objectif ultime poursuivi par l'IASB est de contribuer à la réduction des asymétries d'information entre les gestionnaires de l'entreprise (*insiders*) et les apporteurs de ressources externes (*outsiders*). On peut aussi suivre le raisonnement de Bushman et *alii* (2002) qui souligne que le modèle comptable de la juste valeur prend théoriquement bien en compte les interactions entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. Selon ces auteurs, des marchés financiers efficaces incorporant l'information publique et agrégeant l'information privée des investisseurs individuels devraient normalement rétrocéder cette synthèse aux managers et aux investisseurs potentiels, ce qui agit en retour sur leurs décisions. Dans ces conditions, donner la priorité à la satisfaction des besoins des apporteurs externes de capitaux implique que les gestionnaires conçoivent des états financiers également pour leurs propres besoins, domaine que l'IASB ne prétend pas couvrir (préface du recueil de l'IASB, par.6, et cadre conceptuel, par.11¹²). Il en ressort une contradiction interne, car une articulation entre le système de comptabilité de gestion et la production des états financiers publiables impose un compromis entre ces deux objectifs de la comptabilité. À défaut, l'entreprise gèrera une information duale génératrice d'asymétries d'information renforcées et la comptabilité ne jouera plus correctement sa fonction de régulation sociale (Hoarau, 2002) ;

- une continuité entre comptabilité de gestion et production des états financiers publiables est nécessaire dans la mesure où l'image d'une nette séparation entre les *insiders* d'un côté, les *outsiders* de l'autre, ne correspond pas à la réalité. Certains utilisateurs se trouvent à mi-chemin. C'est le cas par exemple des salariés, qui disposent, outre



l'accès aux états financiers publiés, d'un certain nombre d'informations internes en raison de leurs fonctions dans l'entreprise, et, en France notamment, des règles relatives à l'information du comité d'établissement et du comité d'entreprise. Les banquiers, qui au titre de leurs prestations de service pour la gestion de trésorerie au jour le jour, peuvent suivre tout ou partie de la position quotidienne de leurs clients, de même que les actionnaires siégeant au conseil d'administration, ne sont pas non plus de purs *outsiders*. Il est très éclairant d'observer que certains praticiens considèrent que les normes IAS doivent conduire les entreprises à « (...) aligner l'ensemble des mesures de performance utilisées en interne avec les systèmes de *reporting* interne, les procédures et le reporting interne » (Blanchet, Mourvillier, 2002 et également Griffiths, 2003).

L'application du modèle comptable de la juste valeur soulèverait donc des difficultés pratiques de gouvernance

Les difficultés pratiques surviennent dès lors que des « incitations » (rémunération, dividendes...) dépendent des variations de juste valeur. Premier exemple, si le résultat comptable d'une entreprise augmente grâce à une contribution positive des changements de valeur, tandis que l'exploitation stagne, se pose la question de la détermination du dividende et de la manière de qualifier un dividende fictif. Deuxième exemple, si le conseil d'administration veut indexer la rémunération des dirigeants sur la performance de l'entreprise, il n'a pas intérêt à le faire sur des indicateurs affectés par les variations de juste valeur. En effet, ces indicateurs variant selon les évolutions de flux futurs actualisés, la rémunération serait influencée par des éléments prospectifs, alors qu'il relève du bon sens de juger la performance sur des éléments uniquement rétrospectifs. Troisième exemple, l'augmentation de la périodicité des publications comptables est encouragée par les autorités boursières comme vecteur d'amélioration de l'information des investisseurs. Que penser de la publication fréquente de bilans, affectés par des fluctuations de juste valeur, pouvant brouiller la perception des trajectoires d'entreprise ?

Les implications macroéconomiques du modèle comptable de la juste valeur touchent à la rapidité de diffusion des mouvements de taux d'intérêt, aux techniques d'analyse du risque, à la discipline de gestion, ainsi qu'à l'efficacité de la gouvernance d'entreprise.

Le modèle comptable de la juste valeur peut rendre les entreprises plus réactives aux mouvements de taux d'intérêt, confortant le rôle d'ores et

déjà prééminent du canal du taux d'intérêt dans la transmission de la politique monétaire. Du point de vue de la stabilité financière, la volatilité accrue à attendre d'un « bilan à la juste valeur » peut générer de nouveaux types de risques. Notre analyse a laissé de côté la question de la cyclicité des comportements des intermédiaires financiers, thème ayant déjà donné lieu à de nombreuses analyses. L'accent a été mis sur trois autres sources de risques : risque de perturbation des méthodes éprouvées d'analyse du risque de crédit, risque de relâchement du principe de prudence, risque d'inadaptation à certains besoins de la gouvernance d'entreprise.

Ces risques pourraient se matérialiser si le passage à la juste valeur ne permet pas la réduction effective des asymétries d'information. Cela dépend d'une mise en œuvre raisonnée du concept. En effet, cette réduction des asymétries d'information impose une articulation, et même une continuité, entre la comptabilité de gestion et les états financiers publiables. Il importe que les états financiers se présentent en trois volets - bilan, résultats et flux¹³ -, ce que l'IASB envisage effectivement, mais aussi et surtout que ces états permettent aux utilisateurs d'isoler la performance courante de l'entreprise des fluctuations de la juste valeur.

Préserver une cohérence entre bilan, compte de résultat et tableau de flux suppose de déterminer un « juste périmètre de la juste valeur », c'est-à-dire de réserver ce mode d'évaluation aux seuls postes du bilan pour lesquels l'image obtenue satisfait au principe de prudence.

Si tel n'était pas le cas, les états comptables incluraient une quantité telle d'éléments latents et prospectifs que les utilisateurs de comptes ne pourraient plus départager le « réalisé » du « potentiel ». L'objectif de réduction des asymétries d'information, déterminant pour améliorer le fonctionnement des marchés, assurer l'allocation rationnelle des capitaux et contribuer à la stabilité financière, ne serait pas atteint.

NOTES

1. International Accounting Standards Committee - devenu à compter de 2001 IASB - International Accounting Standards Board.

2. Le terme IFRS - International Financial Reporting Statements a succédé au terme IAS : International Accounting Standards

3. Même si les systèmes comptables australien et néo-zélandais prévoient la référence au prix de marché pour un grand nombre d'éléments de bilan.



LA JUSTE VALEUR : QUELS ENJEUX EN TERMES DE POLITIQUE MONÉTAIRE
ET DE STABILITÉ FINANCIÈRE ?

4. En particulier le Federal Accounting Standards Board - FASB - aux États-Unis avec la norme FAS 115 introduite en 1993.
5. Trois étapes importantes en cette direction ont été franchies : en mai 2000, l'IOSCO a accepté de recommander aux autorités boursières d'accepter l'utilisation des normes IAS pour les émissions et les cotations effectuées par les émetteurs internationaux. Le 7 juin 2002, la Commission européenne a décidé d'adopter les normes de l'IASB pour les états financiers publiés par les entreprises faisant appel public à l'épargne (*publicly traded companies*). Le 28 octobre 2002, le Federal Accounting Standard Board américain et l'IASB ont publié un memorandum formalisant leur engagement en faveur de la convergence des normes FASB et IASB.
6. Si ces décisions sont prises rapidement par une équipe dirigeante crédible, le cours de l'action sera stabilisé. Si les actionnaires estiment que les mesures de rétablissement de la rentabilité financière ne permettront pas de converger vers le rendement de marché, ils céderont leurs actions pour les investir ailleurs ce qui fera baisser le cours de l'action, en ligne avec la baisse de rentabilité financière induite par les variations de juste valeur.
7. Commentaires adressés à l'IASB sur l'*exposure draft* proposant des amendements aux normes IAS 32 et IAS 39 - www.iasb.org.uk
8. Ce point n'est pas développé ici car il fait l'objet d'un article spécifique dans la même revue. Voir également, Banque de France, Revue de la Stabilité Financière, n°2 (à paraître).
9. Il ne s'agit pas exclusivement des bases de données comptables, mais aussi des centralisations de crédit, d'incidents de paiement et d'informations descriptives légales.
10. La portée de cette limite se trouverait réduite dans un contexte où la macrocouverture ne serait pas traitée de manière appropriée dans les normes IAS.
11. « While all of the information needs of these users cannot be met by financial statements, there are needs which are common to all users. As investors are providers of risk capital to the enterprise, the provision of financial statements that meet their needs will also meet most of the needs of other users that financial statements can satisfy ».
12. « Le management porte également intérêt à l'information contenue dans les états financiers, même s'il bénéficie de l'accès à des informations financières et de gestion qui l'aident à mener à bien ses responsabilités de planification, de prise de décision et de contrôle. Le management peut déterminer la forme et le contenu de ces informations complémentaires afin de couvrir ses propres besoins. Le *reporting* de ce type d'information est cependant au-delà du champ du présent cadre. Néanmoins, les états financiers publiés se fondent sur l'information utilisée par le management relative à la situation financière, la performance et les évolutions de la trésorerie de l'entreprise ».
13. « Financial position, performance and changes in financial position » - Cadre conceptuel de l'IASB, par. 15 à 20.

15

BIBLIOGRAPHIE

- BANQUE DE FRANCE (2001) - « Le cycle financier » - *Bulletin mensuel* - Numéro spécial sur, notamment, « Le cycle financier : facteurs amplificateurs et réponses envisageables par les autorités monétaires et financières » - novembre.
- BANQUE DE FRANCE - *Centrale de bilans - Méthode d'analyse*.
- BARTH M., CLINCH G. (1998) - « Revalued financial, tangible and intangible assets: associations with share prices and non market-based value estimates » - *Journal of Accounting Research* v. 36.
- BCE (2002a) - « Résultats récents sur la transmission de la politique monétaire dans la zone euro » - *Bulletin mensuel*, octobre.
- BCE (2002b) - *Financial structures in the euro area* - octobre.
- BCE (2003) - *Bulletin mensuel* - mars.

- BERNHEIM Y. (1999) - « Évaluation à la juste valeur, un nouveau modèle comptable ? » - *Comptabilité, contrôle, audit* - Tome 5 -vol.2, septembre.
- BLANCHET J., MOURVILLIERS P. (2002) - « Les normes IAS, quels enjeux pour les entreprises » - *Option Finances*, n° 680 - 11 mars.
- BUSHMAN R., SMITH A (2002) - « Transparency, financial accounting information, and corporate governance » - *Federal reserve Bank of New York Review*.
- CHISNALL P. (2000) - « Fair value accounting, an industry view » - Point de vue de la British Bankers Association in *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre - décembre.
- CLERC L. (2001) - « Le cycle du crédit, une revue de littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire » *Bulletin mensuel* de la Banque de France - octobre.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2002) - *Bulletin mensuel* - juin.
- DIAMOND D. (1991) - « Debt maturity structure and liquidity risk » - *The Quarterly Journal of Economics*, août.
- FEDERAL RESERVE BOARD (2003) - *Monetary policy report to the Congress* - 11 février.
- FMI (2002) - Financial Stability Assessment Program (FSAP) et Financial soundness indicators : analytical aspects and country practices - *Working paper* - avril.
- GRIFFITHS (2003) - « Évaluation de la rentabilité des actifs et juste valeur » - *Revue Française de Comptabilité*, janvier.
- HOARAU C. (2002) - « ENRON, le comptable et la morale » - paru dans *Les Échos*, 5 mars.
- HOLTHAUSEN R., WATT R. (2000) - « The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting » - Bradley Policy Research Center - Financial Research and Policy *Working Paper* FR00-05 - novembre.
- JAPPELLI T., PAGANO M. (2002) - « Information sharing, lending and defaults : cross-country evidence » - *Journal of Banking and Finance* 26.
- KUBLER F. (2002) - « Accounting systems in transition: how should financial stability be defined ? » papier présenté à la 1^{ère} conférence de la fondation pour la stabilité financière.
- LOPATER C, FROTIEE P. et BUREL S. (2002) - « Une première réponse aux attentes des analystes financiers » - *Revue Analyse Financière*, N° 4 - Dossier Normes IAS, 3^{ème} trimestre.
- O'HARA M. (1993) - « Bills revisited: market value accounting and loan maturity » - *Journal of Financial Intermediation* 3 51-76.
- PAPER X. ET GAGNEUX E. (2002) - « La juste valeur selon les normes américaines et internationales » - *Analyse Financière*, 3^{ème} trimestre.
- THOUVENIN D. (1998) - « Conservons le coût historique » - *les Cahiers de l'audit* n° 2 - édition de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, 3^{ème} trimestre.
- TWEEDIE D. (2002) - Exposé de Sir David TWEEDIE, Président de l'IASB, devant le Comité des affaires bancaires, immobilières et urbaines du Sénat des États-Unis - 14 février.
- VOLKER P. (2002) - « Accounting, accountants and accountability in an integrated world economy » - Congrès mondial de comptabilité - Hong Kong, 19 novembre.
- WALTON P. (1998) - *International Accounting* - Ed. Thomson Learning, Londres.