



**HAL**  
open science

# Analyse fondamentale, comptabilité et efficience du marché boursier

Pascal Alphonse

► **To cite this version:**

Pascal Alphonse. Analyse fondamentale, comptabilité et efficience du marché boursier. 2023. hal-04138252

**HAL Id: hal-04138252**

**<https://hal.science/hal-04138252>**

Preprint submitted on 22 Jun 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Analyse fondamentale, comptabilité et efficence du marché boursier.

Pascal Alphonse, IAE, Université de Lille

Février 2021

Alors que l'économie connaît un ralentissement sans précédent en période de paix, que tous les pays s'attendent en ce premier semestre 2021 à des avalanches de défaillances d'entreprises, la bourse affiche une santé florissante. Ainsi par exemple, l'indice de référence Nasdaq Composite, qui reflète l'évolution de la capitalisation de plus de 2 500 entreprises dont les actions font l'objet d'échanges sur le second plus grand marché américain des valeurs, le NASDAQ, est passé d'une valeur de 8 802 points au 2 janvier 2020 à une valeur de 12 888 points un an plus tard, soit un accroissement de 46%. L'indice S&P 500, qui couvre de nombreux secteurs d'activités et relativise ainsi le poids des entreprises technologiques et associées à l'internet, fortement représentées sur le NASDAQ, on pense par exemple aux groupes comme Google (Alphabet), Apple, Facebook, Amazon, Microsoft (désormais communément appelés les GAFAM) ou encore à Tesla ou Intel, affiche encore une croissance positive de 13,6% sur l'année 2020. Et il ne s'agit pas là d'une spécificité nord-américaine, l'indice japonais de référence, le Nikkei 225 connaît en 2020 une croissance de 16%. Même la sous-performance de l'indice de référence européen, l'Eurostoxx 50, qui recule de 5,7% en 2020, peut-être vu avec une forme cynisme compte tenu du marasme économique et des difficultés attendues.

Il apparait bien difficile dans ces conditions de ne pas s'interroger sur le bienfondé de cette performance boursière et de ne pas évoquer l'existence d'une bulle dont la perspective d'un éclatement futur fait planer le spectre d'une amplification des difficultés économiques à venir. Parallèlement, ce qui apparait comme une dé-corrélation entre l'économie réelle et le monde financier nous invite à revenir aux fondamentaux de l'entreprise. La question se pose toutefois de la mesure de ces fondamentaux. Traditionnellement assise sur la réalité comptable des patrimoines, des dettes, des produits et des charges, et au final de la performance de l'entreprise, la mesure de la valeur fondamentale des entreprises se fait en effet aussi le reflet des mouvements majeurs qui ont touché le monde comptable avec en particulier l'adoption quasi-généralisé de par le monde, certes à des degrés divers et selon des modalités variables entres pays, des normes comptables internationales IAS/IFRS. Or ces normes ont, dans de nombreux pays, remis au moins partiellement l'assise juridique et la place de la prudence dans l'évaluation des postes comptables, et y ont substituées une approche laissant une large

place au jugement sur la performance future de l'entreprise ainsi qu'une logique de valorisation des postes comptables orientée vers le calcul de valeurs actuelles de flux futurs anticipés. En intégrant cette logique de marché en son sein, la comptabilité n'est-elle pas devenue une simple image des valeurs de marchés, le cas échéant de leurs errements, plutôt qu'un ancrage permettant le bon fonctionnement de ces marchés ? Nous nous interrogerons dans un premier temps sur la capacité de la comptabilité à rendre compte de cette valeur fondamentale. Dans un second temps, nous caractériserons la réalité économique des entreprises qui est mise en avant par le marché boursier au travers des prix des titres eux-mêmes. Enfin, dans un troisième temps nous évaluerons l'impact de la qualité de l'information comptable sur la valorisation des entreprises.

## 1 – La comptabilité comme mesure de la valeur fondamentale des entreprises.

Rappelons pour commencer que l'évaluation de l'entreprise, de ses capitaux propres, ne saurait être la fonction centrale de la comptabilité. Certes la comptabilité est un langage chiffré qui vient décrire une réalité économique, et ce faisant on aurait tôt fait de voir dans ce langage la seule vraie mesure de toute chose économique, et en particulier de la valeur des (capitaux propres) des entreprises. Toutefois, comme nous l'enseigne le Professeur P. Lassègue, le problème de la mesure de la valeur n'est pas un problème à proprement comptable, mais l'expression d'une analyse utilisant un langage comptable<sup>1</sup>. En effet, la comptabilité assume une multitude de fonctions et de rôles : la comptabilité constitue d'abord la mémoire des transactions et assure leur traçabilité, elle donne sens à ces transactions en les organisant, ce qui permet en outre le transfert d'informations et la communication, tant au sein de l'entreprise qu'auprès de ses partenaires, de l'état et de ses services fiscaux. Elle permet par ailleurs le contrôle, tant au sens du « pilotage » de l'activité de l'entreprise, qu'au sens de la reddition des comptes par le dirigeant aux associés ou actionnaires, ce qui dans le langage anglo-saxon est connu comme le rôle de *stewardship* de la comptabilité. Elle est enfin un instrument clé d'information des bailleurs de fonds, en particulier des actionnaires/investisseurs, les entreprises étant en compétition pour attirer et retenir ces bailleurs de fonds potentiels. Ces différentes missions qui lui sont assignées, c'est au travers d'un compromis que la comptabilité y répond. Les nombres comptables sont l'expression de ce compromis et ne sauraient donc naturellement être la traduction de la valeur de l'entreprise. C'est ce même point qu'établissent, à partir d'analyses formelles reposant sur une théorie de la mesure économique, W. Beaver et J. Demski<sup>2</sup> qui concluent leur analyse en indiquant que la production des états financiers ne peut reposer sur la mesure de la valeur (« Financial reporting cannot be described in term of income measurement » Beaver & Demsky, 1979, p42).

Si les nombres comptables ne constituent pas en eux-mêmes la mesure de la valeur « fondamentale » des entreprises, ils vont néanmoins être les ingrédients clés dans la mesure

---

<sup>1</sup> Lassègue, P. 1962, Esquisse d'une épistémologie de la comptabilité, Revue d'Economie Politique, 3, pp. 314-326.

<sup>2</sup> Beaver, W. et J. Demsky, 1979, The Nature of Income Measurement, The Accounting Review, 54, 1, pp. 30-46.

de cette valeur fondamentale. Il s'agira dès lors pour l'entreprise de produire et de communiquer cette information afin d'aider les investisseurs à eux-mêmes valoriser l'entreprise, à leur apporter toute l'information utile et pertinente dans leur prise de décision. Les analyses théoriques de W. Beaver et J. Demski, menées dans un cadre de l'équilibre général des marchés, rejoignent ici les objectifs assignés à la comptabilité internationale. Le cadre conceptuel élaboré conjointement par l'IASB et le FASB indique en effet que : « *l'objectif de l'information financière à usage général est de fournir au sujet de l'entité qui la présente (l'entité comptable), des informations utiles aux investisseurs, aux prêteurs et aux autres créanciers actuels et potentiels aux fins de leur prise de décisions sur la fourniture de ressources à l'entité* » (IASB 2010, paragraphe OB2). Ceci déplace évidemment le débat sur la valeur fondamentale. Il ne s'agit pas d'opposer une valeur « comptable », entendue comme valeur fondamentale de l'entreprise, à une valeur de marché, une valeur « financière », mais bien d'élaborer, sur la base de l'information comptable, une estimation de la valeur fondamentale, point d'ancrage de la valeur boursière.

Cette perspective de l'utilisation de l'information comptable dans l'estimation, par les investisseurs, d'une valeur fondamentale nous conduit à faire entrer en scène un nouvel ingrédient, le modèle d'évaluation, qui est un peu la boîte noire transformant les nombres comptables en valeur. Arrêtons-nous toutefois un instant sur ces nombres comptables : il est clair que l'utilisateur des états financiers ne saurait mobiliser et articuler l'ensemble des nombres comptables présentés par l'entreprise. D'une part la capacité de traitement de l'information de cet utilisateur est naturellement limitée, d'autre part nombre d'informations s'articulent les unes aux autres et donnent naissance à des agrégats résumant l'essentiel de l'information pertinente. Cette fonction d'agrégation est centrale pour la comptabilité. Deux agrégats semblent en particulier en mesure d'agrèger un maximum d'informations : il s'agit du résultat net et de l'actif net comptable. L'étude de Collins et al. (1997)<sup>3</sup> montre ainsi que 75% des différences de prix entre les actions de différentes sociétés trouvent leur origine dans des différences de résultat net et d'actif net comptable entre ces différentes sociétés.

Les modèles d'évaluation vont donc chercher à mobiliser ces agrégats comptables, particulièrement informationnels, afin d'établir une estimation de la valeur fondamentale. Ohlson (1995)<sup>4</sup> propose en particulier un modèle rigoureux et séduisant reposant sur la dynamique conjointe du résultat et de l'actif net, ces deux éléments étant liés par la relation dite de « clean surplus » : la variation du montant de l'actif net, en dehors des échanges directs avec les actionnaires, distribution de dividendes et augmentation de capital pour l'essentiel, est entièrement mesurée par une notion extensive du résultat, le résultat global ou *comprehensive income*. On retrouve ici l'idée rappelée précédemment que la mesure comptable, celle du résultat par exemple, est au service du raisonnement économique (la valorisation), mais qu'elle n'est pas en elle-même ce raisonnement économique. Par ailleurs, notons d'une part que cette vision du résultat qui dépasse la logique traditionnelle de rapprochement des produits et des charges d'un exercice, renvoie à une longue tradition d'analyse de la dynamique économique, du développement du capital et de la croissance, et

---

<sup>3</sup> Collins, D., E. Maydew et I. Weiss, 1997, Changes in the Value-relevance of Earnings and Book Values over the past forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 1, pp. 39-67.

<sup>4</sup> Ohlson, J., 1995, Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11, 2, pp. 661-687.

que l'on trouve par notamment développé chez John Hicks (1937)<sup>5</sup>. Notons d'autre part que le fait d'ainsi lier la mesure de performance, le résultat « global », et la dynamique de l'actif net, fournit au modèle d'évaluation une assise que l'on retrouve en pratique dans l'établissement d'un plan d'affaire ou *business plan*, où la richesse créée et la performance n'ont de sens qu'à hauteur des ressources mobilisées et de leur maintien.

Partant d'une logique financière traditionnelle, la valeur des capitaux propres est égale à la somme (actualisée) de ce que ces capitaux propres rapporteront à l'avenir à leur détenteur – une autre façon de dire que déterminer la valeur d'une action c'est d'abord se préoccuper de ce que cette action rapportera et qu'aucun investisseur ne souhaite payer plus cher son action que les bénéficiaires qu'il en attend – Ohlson (1995) montre que la valorisation des actions peut encore s'exprimer comme la somme de l'actif net de l'entreprise (donc un nombre comptable) ajusté d'un multiple de « super-bénéfice », c'est-à-dire de la part de bénéfice en excès du niveau de bénéfice correspondant à la « rémunération attendue » de l'actionnaire compte tenu du risque qu'il prend en investissant dans l'entreprise. Ce super bénéfice correspond à une « surperformance » de l'entreprise par rapport à un cadre parfaitement concurrentiel, et s'explique par exemple par des compétences distinctives de l'entreprise, l'exploitation d'un savoir-faire ou la protection d'une rente ou de barrières à l'entrée particulières. On le voit ici en filigrane, le modèle d'évaluation doit surtout permettre d'exprimer le modèle économique de l'entreprise : la valorisation de l'entreprise traduira alors la dynamique, la résilience ou parfois malheureusement la dégradation du modèle économique de l'entreprise. La valeur fondamentale ainsi estimée est bien une valeur reposant sur la réalité économique de l'entreprise, fut-elle exprimée en termes financiers.

Nous voilà ainsi dotés, sur la base des prémisses que nous venons de développer, d'une formidable machine à dire la valeur, le modèle d'évaluation, machine alimentée par des nombres comptables dont on espère qu'ils synthétiseront au mieux le déroulé de la vie économique de l'entreprise. Mais comment alors s'assurer que le modèle est « bon », qu'il dit la « bonne valeur » si tant est qu'une telle chose existe. L'attention et la rigueur portée au développement du modèle en assure la cohérence et la validité « interne », ce que nous avons évoqué précédemment. Mais qu'en est-il de la validité « externe » du modèle ? Un modèle est-il bon parce que les valeurs « fondamentales » qu'il fournit apparaissent en phase avec les valeurs observées, les prix de marché ? Cela s'apparente alors plus à une performance statistique du modèle qui ne saurait être appréciée que moyennant une hypothèse forte sur ce que seraient dans ce cadre les prix de marché : des estimations de référence de la valeur fondamentale ! Ainsi, dans cette perspective, et par un curieux renversement de situation, ce seraient donc les valeurs de marchés, objet de notre interrogation initiale, qui seraient sommées d'apprécier la capacité du modèle d'évaluation à dire « la valeur fondamentale », à approcher de la réalité. Nous aurons à interroger plus loin sur cette perspective. A l'opposé toutefois, en l'absence de validation externe, la « valeur fondamentale » produite par un modèle d'évaluation risque au mieux de ne fournir qu'un point d'ancrage subjectif alimentant le fantasme d'une vraie valeur éloignée de l'exubérance des marchés.

On le voit ici, le fait de partir des « fondamentaux », de la comptabilité, de « construire » la valeur sur la base de ces fondamentaux ne nous permet pas, en tant que tel, de proposer une

---

<sup>5</sup> Hicks, J. R., 1946, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*. Oxford, Clarendon Press.

« valorisation fondamentale » robuste et fiable, alternative crédible à la « valeur boursière ». Elle nous conduit au contraire à interroger cette valorisation financière.

## 2 – La valorisation financière des sociétés, une valorisation de salle de jeux ?

Il y a une cinquantaine d'année, deux jeunes étudiants de l'Université de Chicago travaillant à leur thèse de doctorat, révolutionnaient durablement la réflexion comptable. Ils publiaient un article<sup>6</sup> qui non seulement dépassait l'approche normative alors encore fortement ancrée dans le monde académique en allant sonder la réalité telle qu'elle se donne à voir au travers de vastes échantillons d'observations, mais surtout ils remettaient en cause l'idée selon laquelle la publication de résultat était l'élément moteur de la dynamique des prix de marché. Cette remise en cause n'était pas pour autant un déni du bon fonctionnement de marché, au contraire, les valeurs de marché et les nombres comptables apparaissent délivrer un même message. Par contre, pour l'essentiel, le marché avait intégré dans les prix des titres le contenu de cette information comptable avant que la comptabilité s'en fasse l'écho. Dit autrement, les résultats de ces deux jeunes chercheurs, R. Ball et P. Brown, alimentaient une vision extrêmement positive du marché, renouant avec la perspective informationnelle du marché ouverte plus tôt par F. Hayek<sup>7</sup> et formalisée à la même époque par un de leurs jeunes collègues de Chicago, E. Fama<sup>8</sup>, dans le cadre de la notion d'efficacité informationnelle des marchés. Selon cette perspective, le marché apparaît comme un formidable agrégateur d'informations, et les prix de marché ressortent rapidement comme reflétant toute cette information pertinente.

Prise au pied de la lettre, cette vision du marché nous conduirait à rapidement accepter l'idée que le marché nous offre les meilleures estimations possibles, à un instant donné, de la valeur fondamentale d'une entreprise. Et dès lors de ne voir dans une recherche alternative de cette valeur fondamentale qu'une vaine tentative de faire « mieux » que le marché. Partant de ce point de vue, la valorisation boursière devient alors l'instrument permettant d'apprécier la pertinence informationnelle d'un choix comptable ou d'un autre. C'est fondamentalement l'esprit de tout un champ de littérature scrutant à la lumière des valeurs de marché la pertinence du reporting comptable, sa « *value relevance* ». Maigre consolation pour une information comptable dont on imaginait faire le socle de la valeur fondamentale des entreprises.

L'enthousiasme initial suscité par le concept d'efficacité informationnelle de marché à toutefois vite laissé place à une approche plus critique. S. Grossman et J. Stiglitz<sup>9</sup> montreront en particulier qu'un prix de marché ne peut agréger et révéler de l'information que s'il reflète et véhicule simultanément...du bruit. Ceci conduit évidemment à s'interroger sur la part du rapport signal/bruit présent dans un prix de marché donné et sur la capacité des investisseurs

---

<sup>6</sup> Ball R. et P. Brown, 1968, An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6, 2, pp. 159-178.

<sup>7</sup> Hayek, F., 1945, On the Use of Knowledge in Society, *American Economic Review*, 34, 4, pp. 519-530.

<sup>8</sup> Fama (1970). Notons que E. Fama sera honoré du prix Nobel d'économie pour ses travaux sur l'efficacité, de façon causasse en même temps que R. Shiller, un de ses opposants intellectuel majeur sur cette question de l'efficacité informationnelle des marchés.

<sup>9</sup> Grossman, S. et J. Stiglitz, 1980, On the impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, 70, 3, pp. 396-408.

à extraire l'information de ce signal bruité qu'est le prix de marché. Au-delà, les variations de prix observés apparaissent vite démesurées par rapport aux évolutions de l'environnement économique, celui-ci présentant une forte inertie et conduisant un auteur comme majeur et influant comme R. Shiller, à parler d'exubérance irrationnelle<sup>10</sup> à l'endroit des marchés boursiers.

Ces éléments mis bout à bout relativisent évidemment la portée de cette notion d'efficience mais surtout ils nous invitent à la modération, à la recherche d'un compromis entre deux positions extrêmes, les marchés comme omniscients versus les marchés comme simples casinos. Au fond, ne peut-on imaginer que, animés par de multiples ressorts, les prix de marchés puissent évoluer parfois de façon « curieuse », fortement à la hausse, ou fortement à la baisse, voire de façon étonnante ne pas évoluer, créant ainsi des écarts significatifs avec les valorisations fondamentales permises par l'utilisation des nombres comptables et un modèle d'évaluation adéquate, écarts de valorisation conduisant les investisseurs à prendre position sur les marchés et ainsi rapprocher les prix de ces valeurs fondamentales ? Dit autrement, ne faut-il pas abandonner l'idée d'une vision purement statique - les prix, à un moment donné, reflète, ou non selon la position adoptée, les fondamentaux – au profit d'une vision dynamique – les prix et les valeurs s'ajustent dans le temps dans un processus mutuel de découverte des prix/des valeurs.

C'est cette idée que viennent tester C. Dechow, A. Hutton et R. Sloan<sup>11</sup>. Ces auteurs, souhaitant apprécier la capacité du modèle de Ohlson (1995) présenté précédemment à rendre compte de la valeur fondamentale des titres cotés, obtiennent des résultats a priori décevants. Ils observent en effets des écarts moyens entre les prix observés des titres et les fondamentales calculées de l'ordre de 30%. Toutefois, plutôt que de rejeter le modèle sur la base de cette mauvaise performance en terme de fitting de données, les auteurs retournent la perspective et interrogent les valeurs de marché en adoptant une perspective dynamique de l'efficience informationnelle : les prix des titres peuvent temporairement présenter des écarts par rapport à une valeur fondamentale, mais ces écarts seront corrigés par le mécanisme de marché lui-même. Les auteurs montrent que les titres, à un moment perçus comme survalorisés par le marché par rapport au calcul de la valeur fondamentale mise en avant à partir du modèle d'Ohlson et de l'information comptable, connaissent ensuite rapidement une sous-performance, ramenant les prix en phase avec cette valeur fondamentale, elle-même évolutive. De façon symétrique, les auteurs montrent que les titres apparaissant dans une même démarche sous-valorisés par le marché connaissent quelques temps après une sur-performance. Le marché apparaît bien efficient, mais dans une perspective dynamique de découverte des prix. L'évaluation « fondamentale » n'est pas vaine, elle doit elle aussi s'appréhender dans une logique de processus et de révision continue des croyances.

---

<sup>10</sup>Shiller, R. 2015, *Irrational Exuberance: Revised and Expanded Third Edition*, Princeton University Press.

<sup>11</sup> C. Dechow, A. Hutton et R. Sloan, 1999, An empirical assessment of the residual income valuation model, *Journal of Accounting and Economics*, 26, 1-3, pp. 1-34.

L'actualité de la crise sanitaire nous permet d'illustrer cette capacité des marchés financiers à comprendre les modèles économiques de l'entreprise et à intégrer l'information pertinente dans le cadre de ces modèles. Ainsi par exemple, partant de l'idée que la pandémie actuelle affecte essentiellement les cash flows de court terme de l'entreprise, et que les entreprises les plus vulnérables sont celles qui sont les plus dépendantes de ces cash-flows de court terme, une équipe de chercheurs<sup>12</sup> a montré que la réaction des prix de marché à l'occasion de cette crise sanitaire était parfaitement en phase avec cette dépendance aux cash-flows de court terme. Parallèlement, d'autres chercheurs<sup>13</sup> ont montré que l'ajustement des prix entre janvier et mai 2020 était parfaitement en phase avec l'ajustement à la baisse des prévisions des bénéfices de court terme, ce de façon différenciée selon les modèles économiques des entreprises, ce que nous avons évoqué juste précédemment. Pris globalement, ces résultats indiquent que le marché boursier intègre bien le flux d'informations comptables, informations synthétiques (ici les résultats et les flux de trésorerie disponible), ce dans le cadre de modèles d'évaluation qui rendent compte de la diversité des modèles économiques des entreprises. Nous sommes donc bien loin d'une salle de jeu, et l'information comptable semble bien jouer un rôle dans la mise à jour de la valeur fondamentale des entreprises.

### 3 – Valeur fondamentale de l'entreprise et qualité de l'information comptable

La dynamique positive de découverte des prix dans laquelle s'insère la comptabilité suppose que celle-ci soit le plus à même de synthétiser une information utile pour la prise de décision. Fournir une telle information de qualité est d'ailleurs désormais l'objectif premier de la production comptable. L'IASB, sur ce point très proche du FASB, définit une information de qualité comme une information pertinente et fidèle. Une information est dite pertinente si elle est en mesure de modifier les décisions des utilisateurs en confirmant ou en modifiant leurs évaluations et leurs prévisions. Cette information comptable fournira par ailleurs une image fidèle si elle décrit fondamentalement la substance économique des phénomènes étudiés plutôt que leurs formes juridiques : c'est l'affirmation de la prééminence du fond sur la forme (*substance over form*). Notons que dans sa construction d'un cadre général de la comptabilité, l'IASB fait dériver de l'exigence de fidélité trois autres propriétés attendues de l'information comptable : l'exhaustivité (nécessaire à la compréhension la plus large possible du phénomène décrit), la neutralité (comprise comme l'absence de parti-pris dans le choix ou la représentation de l'information, celle-ci s'oppose au caractère en général « prudent » des comptabilités) et l'absence d'erreur. Parallèlement, un ensemble de quatre qualités secondaires sont énoncées : la comparabilité des états financiers (dans le temps et l'espace, comparabilité nécessaire aux investisseurs pour bâtir des estimations de valeurs cohérentes entre entreprises et dans le temps), la compréhensibilité (liée au souci de rendre l'information accessible à tous les investisseurs, pas seulement les plus initiés en matière comptable), la vérifiabilité (s'assurer que l'image fidèle est bien conforme à la réalité, ce qui est un élément clé dans la bonne exécution des contrats et est notamment assuré par le contrôle des auditeurs) et la révélation en temps opportun des informations (*timeliness*, permet de rendre disponible une information au plus tôt, et de faciliter ainsi l'agrégation de cette information dans les révisions de prévisions, voire in fine dans les prix des titres).

---

<sup>12</sup> Dechow, P., R. Erhard, R. Sloan et M. Soliman, 2021, Implied Equity Duration: A measure of Pandemic Shutdown Risk, Working Paper, University of Southern California, Marshall School of Business.

<sup>13</sup> Landier, A. et D. Thesmar, 2020, Earnings Expectations in the COVID Crisis, Working Paper, HEC and MIT.

Si ce cadre a l'avantage de lister un ensemble de propriétés attendues venant définir la qualité de l'information comptable, il n'en demeure pas moins muet d'une part sur les possibles conflits entre dimensions, et d'autre part sur la mesure effective de ces attributs.

Concernant le premier point, considérons par exemple le traitement du goodwill. S'il est clair que la logique d'impairment a vocation à rendre le plus pertinent possible la mesure de ce goodwill, la réalisation même de ce test d'impairment, avec ce qu'elle suppose en amont (définition des Unités Génératrices de Trésorerie, Projection des flux et taux de croissance de ceux-ci, définition le cas échéant d'une « valeur terminale », appréciation du risque et calcul du taux d'actualisation, ...) est susceptible de limiter à la vérifiabilité, d'introduire des biais d'appréciation et des erreurs, de fausser la révélation en temps opportun des informations. L'articulation entre d'un côté la pertinence de l'information, de l'autre sa fiabilité pourrait ainsi vite réduire les ambitions de comparabilité et d'utilité de l'information produite. Le travail de K. Ramanna et R. Watts<sup>14</sup>, semble aller dans ce sens en indiquant que loin de conduire à la représentation d'une image fidèle et à la diffusion d'une information pertinente, la latitude permise par le déploiement des tests d'impairment semble être mobilisé de façon opportuniste par les préparateurs de comptes.

La mesure effective des différents attributs de la qualité de l'information comptable constitue une autre difficulté majeure. Comment en effet apprécier la qualité d'une information sans la mesurer. C. Dechow, W. Ge et C. Schrand<sup>15</sup> ont recensés l'ensemble des mesures proposées dans la littérature comptable afin de rendre compte de cette qualité de l'information. Les indicateurs sont regroupés en trois grandes catégories selon qu'ils renvoient aux propriétés statistiques des grandeurs comptables (par exemple les mesures de lissage et de persistance du résultat, de présence de comptes de régularisation, d'ajustements comptables discrétionnaires (les « accruals »)), à la perception de ces grandeurs comptables par les acteurs économiques (par exemple les mesures de la pertinence informationnelle – la « value relevance » - des agrégats comptables) et enfin aux indicateurs externes de manquements comptables (par exemple les déclarations inexactes ou les déficiences du contrôle interne). Un résultat parmi la multitude de ceux présentés par les auteurs nous semble particulièrement important pour notre propos. Il apparaît une grande diversité dans le temps, mais également d'une entreprise à une autre, des valeurs de ces indicateurs de qualité de l'information comptable. La mise en avant des principes rappelés précédemment n'apparaît en particulier insuffisante pour garantir un niveau homogène et élevé de qualité de l'information comptable. Bien plus, les différences de qualité semblent être, du moins pour une part significative, la conséquence de choix de l'entreprise dictés par une certaine forme d'opportunisme. Nous sommes ici bien loin de l'ambition de qualité objective mise en avant par le normalisateur.

Ces écarts par rapport aux attentes de qualité sont-ils lourds de conséquences pour l'entreprise ? Le point est difficile à apprécier tant les approches méthodologiques et les résultats diffèrent d'un cas à un autre. Il convient en outre d'intégrer dans l'analyse la capacité des différents acteurs économiques à extraire l'information pertinente d'un signal

---

<sup>14</sup> Ramanna, K et R. Watts, 2012, Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment, *Review of Accounting Studies* 17, pp. 749-780.

<sup>15</sup> Dechow, C, W. Ge et C. Schrand, 2010, Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics*, 50, pp. 344-401.

comptable bruité. De façon plus systématique, il a pu être établi que l'efficacité du processus d'investissement, qui inclut donc une projection vers l'avenir, était significativement meilleure pour les entreprises présentant une meilleure qualité de l'information comptable<sup>16</sup>. De la même façon, il a pu être établi que le coût du capital de l'entreprise semble être négativement associé à la qualité du reporting<sup>17</sup>. L'arrivée des normes internationales IFRS semble également être un facteur d'amélioration de la qualité de l'information comptable<sup>18</sup>.

## Conclusion

La comptabilité ne constitue pas, en elle-même, une mesure pertinente de la valeur fondamentale d'une entité. On ne saurait, à ce titre, opposer une valeur comptable, rapidement assimilée à une valeur fondamentale, et une valeur financière des entreprises, vue comme spéculative et potentiellement éloignée de la réalité immédiate des entreprises. L'approche fondamentale consiste à estimer une valeur de l'entité, en mobilisant certes l'information comptable, mais dans le cadre d'un modèle d'évaluation dont on espère qu'il traduira au mieux le modèle économique de l'entité. La valeur ainsi obtenue servira d'ancrage à l'investisseur, lui permettant d'apprécier au mieux les évolutions de prix des actions de l'entreprise. Dans cette perspective, l'évolution normative récente a cherché à renforcer la qualité de l'information produite à destination des investisseurs. Bien que les préconisations du normalisateur ne soient pas sans ambiguïté et que l'application de ces prescriptions apparaisse parfois détournée, il apparaît néanmoins que la qualité de l'information comptable s'est améliorée au profit des investisseurs et des émetteurs. Au final, replacé dans une perspective dynamique de découverte des prix, le marché boursier apparaît bien comme un formidable mécanisme à agréger l'information pertinente dans les prix des actifs, son efficacité étant en outre renforcée par l'exigence d'une information comptable de qualité.

---

<sup>16</sup> Biddle, G., G. Hilary et R. Verdi, 2009, How does Financial Reporting quality relate to Investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 2-3, pp. 112-131.

<sup>17</sup> Aboody, D., J. Hughes et J. Liu, 2005, Earning Quality, Insider Trading and Cost of capital., *Journal of Accounting Research*, 43, 5, pp 651-673.

<sup>18</sup> Barth, M., W. Landsman et M. Lang, 2008, International Accounting Standards and Accounting Quality, *Journal of Accounting Research*, 46, 3, pp. 467-498.