

Essor des marchés boursiers et croissance de l'immatériel : de nouveaux défis pour la comptabilité

Pascal DUMONTIER

HEC Genève

Classification JEL : G39, M41

Correspondance :

Université de Genève

Bd du Pont d'Arve 40

CH – 1211 Genève 4

E-mail : Pascal.Dumontier@hec.unige.ch

Résumé : À cause de l'essor des marchés boursiers, pour satisfaire les besoins des investisseurs, la comptabilité doit mieux rendre compte des faits créateurs de valeur. Or, du fait de la croissance des investissements immatériels, la comptabilité est de moins en moins apte à fournir des chiffres qui reflètent la valeur de l'entreprise. Cet article analyse ce paradoxe qui constitue un véritable défi pour les organismes de normalisation comptable.

Mots clés : données comptables – marchés financiers – cours de bourse – investissement immatériel

Abstract : Because of the rapid growth of capital markets, financial accounting information has become more and more oriented toward the disclosure of value-relevant events to satisfy the information needs of market participants. At the same time, because firms invest increasingly in intangibles, the value-relevance of accounting figures has been continuously declining. The present article analyses this paradox, which constitutes a genuine challenge to accounting-standards-setting bodies.

Key words : accounting data – capital markets – stock prices – intangible assets

Les objectifs de la production comptable ont beaucoup évolué ces dernières années. L'obligation faite aux entreprises européennes cotées d'adopter le référentiel de l'IASB au plus tard en 2005 illustre cette évolution. L'information comptable doit dorénavant être produite selon des normes internationales. Il n'est plus question de laisser chaque pays imposer, sans concertation préalable, les règles qu'il juge les plus opportunes. La production comptable doit par ailleurs définitivement oublier la forme juridique des faits qu'elle enregistre pour ne prendre en compte que leur réalité économique, notamment parce que l'actionnaire de l'entreprise coté est, selon les organismes de normalisation, le principal destinataire des états financiers. Nous analysons ici deux évolutions qui, de notre point de vue, affectent le plus fortement les attentes sociales en matière d'information comptable. La première concerne l'essor des marchés boursiers. La seconde concerne la croissance des investissements immatériels. Du fait de l'essor des marchés boursiers, pour satisfaire l'investisseur, la comptabilité doit mieux rendre compte des faits créateurs de valeur. Or, du fait de la croissance des investissements immatériels, la comptabilité semble moins apte à produire des chiffres qui mesurent la valeur créée. Pour mettre ce paradoxe en évidence, la première partie de l'article explique pourquoi l'information comptable obligatoire est utile pour apprécier la valeur créée. La seconde montre que l'information comptable reflète d'autant moins bien la valeur de l'entreprise que celle-ci intègre surtout des opportunités de croissance.

1. L'information comptable et l'essor des marchés boursiers

1.1. La valeur de l'entreprise et les chiffres comptables

L'information comptable permet d'apprécier la situation de l'entreprise. Cette information obligatoire est produite selon des normes et règles précises, connues de tous, de manière à limiter sa subjectivité et à faciliter son interprétation. Selon l'approche actionnariale, l'information comptable est essentiellement destinée aux actionnaires. Elle leur permet de contrôler l'action des dirigeants et d'évaluer l'entreprise. Selon une perspective plus ouverte, l'information compta-

ble concerne tous les partenaires de l'entreprise. Charreaux (2000) ou Baker et Wallage (2000) rappellent ainsi que la comptabilité permet d'apprécier comment la richesse créée par l'entreprise est répartie entre les divers ayants-droit, essentiellement les salariés, l'Etat, les créanciers et les actionnaires. Elle les informe aussi sur la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements.

Force est de constater que les organismes de normalisation tendent à se focaliser sur l'actionnaire et sur la fonction d'évaluation des chiffres comptables. Dans son cadre conceptuel, qui précise les objectifs et principes de la comptabilité, le *Financial Accounting Standards Board*¹ (FASB) désigne les investisseurs comme les principaux destinataires de l'information comptable. Parce qu'ils mettent leurs ressources à la disposition des entreprises par l'intermédiaire des marchés financiers, la comptabilité doit prioritairement leur fournir toute information utile à leurs décisions de vente, d'achat ou de conservation de titres². Le cadre pour la préparation et la présentation des états financiers de l'*International Accounting Standards Board* (IASB) privilégie lui aussi l'investisseur. Il stipule que les états financiers doivent fournir une information utile à divers ayants-droit. Toutefois, comme il n'est pas envisageable de satisfaire pleinement chacun d'eux, l'information qui convient le mieux aux investisseurs est censée convenir à tous. Cette information doit notamment permettre d'apprécier l'ampleur des flux de trésorerie que l'entreprise est susceptible de générer et l'incertitude qui pèse sur ces flux³.

On peut s'interroger sur les motivations qui conduisent les organismes de normalisation à orienter la production comptable vers les be-

¹ Le FASB est l'organisme normalisateur américain.

² « *Financial reporting should provide information that is useful to present and potential investors and creditors... in assessing the amounts, timing, and uncertainty of prospective cash receipts from dividends or interest and the proceeds from the sale, redemption, or maturity of securities or loans.* » FASB (1978).

³ « *The users of financial statements include present and potential investors, employees, lenders, suppliers and other trade creditors.... 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.... The economic decisions that are taken by users of financial statements require an evaluation of the ability of an enterprise to generate cash and cash equivalents and the timing and certainty of their generation.* » IASB (2003).

soins des investisseurs. Ces derniers sont en effet censés collecter et interpréter en permanence toute information utile à l'appréciation de la situation de l'entreprise. L'information comptable est en la matière probablement fort peu pertinente pour au moins deux raisons. D'une part, elle reflète surtout la situation actuelle de l'entreprise, alors que ce sont ses perspectives d'avenir qui sont valorisées. D'autre part, sa production est lente, si bien que la publication des états financiers est sûrement trop tardive pour réellement éclairer tous ceux qui suivent en permanence l'évolution de l'entreprise et de son environnement. Il est clair que les chiffres comptables sont sans réel intérêt pour l'investisseur si les cours de bourse intègrent toutes les informations pertinentes pour la valorisation de l'entreprise bien avant que celles-ci ne soient prises en compte par la comptabilité. Toutefois, les récents « scandales à la Enron » ont montré qu'investisseurs et analystes ne sont pas aussi bien informés de la réalité de l'entreprise qu'on pourrait le penser. Ils ont montré qu'un fonctionnement harmonieux des marchés financiers n'est pas concevable sans une information comptable fiable et pertinente. Les recherches de Arnold et Moizer (1984), de Vergoosen (1993) ou de Barker (1998) confirment le rôle prépondérant de l'information comptable dans le processus d'évaluation des firmes. Elles montrent qu'analystes et gestionnaires de fonds réévaluent périodiquement les entreprises sur la base des chiffres comptables qu'elles publient. Les recherches de Vergoosen (1997) et de Barker (2000) suggèrent toutefois que les analyses réalisées sont souvent superficielles, analystes et gestionnaires de fonds ne semblant pas accorder une importance excessive aux modalités de détermination des chiffres comptables. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les investisseurs puissent être abusés par des manipulations inopportunes.

1.2. Les arguments en faveur d'une production comptable normalisée obligatoire

Puisque la production comptable est indispensable à l'évaluation des titres, les entreprises devraient être spontanément amenées à divulguer les informations utiles, sans y être contraintes par la réglementation. Foster (1980) et Leftwich (1980) proposent deux arguments pour justifier l'obligation de produire périodiquement des données comptables normalisées. Le premier considère que s'ils n'étaient pas soumis à une contrainte de divulgation, les dirigeants auraient tendance à ne di-

vulguer que les faits favorables. Le second repose sur la nécessité de traiter équitablement tous les investisseurs. L'information volontaire n'est ni normalisée, ni contrôlée. Sa validation et son analyse entraînent des coûts spécifiques que tous les investisseurs n'ont pas les moyens de supporter. L'information volontaire n'est pas non plus systématiquement destinée à l'ensemble de la communauté financière, l'entreprise pouvant souhaiter privilégier certains interlocuteurs. La production comptable obligatoire est en fait surtout utile à l'investisseur qui n'a accès à aucune autre source d'information. Les données comptables présentent en effet un intérêt moindre si celui-ci peut directement obtenir les informations dont il a besoin, soit parce qu'il est fortement impliqué dans la gestion de l'entreprise, soit parce que celle-ci a tout intérêt à les lui communiquer. En ce sens, les banquiers et actionnaires des entreprises non cotées n'ont généralement pas prioritairement recours aux chiffres comptables pour apprécier la situation et les perspectives de l'entreprise. C'est surtout lorsque celle-ci recourt aux marchés boursiers que la production comptable obligatoire devient essentielle. C'est alors souvent le principal moyen dont dispose l'investisseur pour apprécier l'intérêt d'acquérir ou de conserver les titres émis par l'entreprise.

Nobes (1998) soutient cette analyse. Il montre en effet que la nature des contraintes imposées par les organismes de normalisation comptable dépend essentiellement du type et de l'origine des financements des entreprises. Pour ce qui concerne le type des financements, il distingue les financements par fonds propres et les financements par emprunts. Quant à leur origine, il distingue les financements publics obtenus par l'intermédiaire d'un marché boursier, des financements privés négociés dans le cadre de transactions de gré à gré. Il considère que l'information comptable n'est essentielle pour l'investisseur que si les financements sont publics. Elle doit alors permettre à l'actionnaire, qui n'entretient aucune relation privilégiée avec l'entreprise, de mieux anticiper les *cash flows* qui seront produits. Elle doit aussi aider l'obligataire à mieux spécifier les clauses restrictives qui protègent ses intérêts. Une analyse des principaux systèmes comptables conduit Nobes à constater que les plus contraignants sont ceux des pays anglosaxons (Royaume Uni et États Unis). Ils imposent les règles les plus strictes aussi bien pour ce qui concerne l'évaluation des actifs et la mesure du résultat qu'à l'égard de la quantité et de la nature des informations qui doivent obligatoirement être divulguées. Il impute cette carac-

téristique au fait que ce sont les entreprises anglo-saxonnes qui font le plus fortement appel aux marchés boursiers. C'est en effet dans ces pays que la capitalisation boursière du marché représente la plus forte part du produit intérieur brut.

Plusieurs recherches empiriques confirment que la quantité d'informations publiée dans les rapports annuels augmente avec la taille du marché boursier où l'entreprise est cotée. L'étude de Archambault et Archambault (2003) est l'une des plus récentes en la matière. Les auteurs appréhendent la quantité d'information à l'aide du score publié par le *Center for International Financial Analysis and Research* (1995). Ils constatent que le score de chaque firme est d'autant plus élevé que le rapport entre la capitalisation boursière et le produit intérieur brut de leur pays d'origine est lui-même élevé. Les résultats de Dumontier et Raffournier (1998) vont dans le même sens. Ils montrent que les entreprises suisses cotées à l'étranger tendent à systématiquement adopter les normes de l'*International Accounting Standards Board*, alors qu'elles n'y sont pas obligées. Ces normes étant bien plus contraignantes que les normes suisses, les auteurs estiment que ce choix vient de la nécessité de fournir aux investisseurs étrangers, peu habitués aux pratiques comptables suisses, une information riche et rigoureuse. Gray et al. (1995) focalisent leur attention sur le cas des entreprises américaines et britanniques, parce que ce sont celles qui sont soumises aux exigences comptables les plus fortes. Ils constatent que, bien qu'elles soient obligées de beaucoup divulguer, ces entreprises communiquent de nombreuses informations supplémentaires dans leurs rapports d'activité lorsqu'elles sont cotées à l'étranger. Ce n'est pas le cas lorsqu'elles ne le sont pas. En montrant que le coût du capital de l'entreprise devrait décroître avec la quantité d'informations divulguée, plusieurs résultats théoriques issus de l'économie de l'information justifient la nécessité de divulgation qui s'impose aux entreprises cotées. Ces recherches évoquent deux arguments principaux. Le premier considère que la quantité d'informations divulguées augmente la liquidité des titres, ce qui tend à diminuer la rentabilité qu'exigent les détenteurs de ces titres. Le second considère que la richesse de l'information atténue le risque perçu par l'investisseur, diminuant ainsi ses exigences de rémunération. Pour valider ces intuitions, Botosan (1997) mesure au moyen d'un score *ad hoc* la quantité d'informations disponibles dans les rapports annuels d'entreprises américaines. Elle montre que, toutes choses égales par ailleurs, le coût du capital de

l'entreprise est d'autant plus faible que son score de divulgation est élevé.

1.3. L'évolution des normes comptables et l'essor des marchés boursiers

Les sections précédentes ont montré que l'information comptable, et notamment l'information obligatoire normalisée, est d'autant plus utile à l'investisseur que l'entreprise recourt au marché boursier pour financer ses activités. Cette section vise à montrer que ces vingt dernières années, notamment en Europe Continentale, la place des marchés boursiers dans l'économie a considérablement évolué, les appels publics à l'épargne s'étant généralisés. Ceci a naturellement entraîné une augmentation significative de la capitalisation des places boursières et des montants échangés sur les marchés boursiers. Cette tendance s'est accompagnée d'une croissance sans précédent du nombre des détenteurs de valeurs mobilières.

Pour se convaincre de l'importance croissante des marchés boursiers dans le financement de l'économie, il suffit d'observer l'évolution des capitaux propres levés par appels à l'épargne publique. Pour ce qui concerne la France, le tableau 1 montre qu'au cours de la décennie 1971-1980, ce sont 4,6 milliards d'euros qui ont ainsi été collectés. Durant la décennie 1991-2000, les augmentations de capital réalisées sur le marché boursier se sont élevées à 90,2 milliards d'euros. En euros constants, les montants levés entre 1991 et 2000 ont été 5,5 fois supérieurs à ceux levés entre 1971 et 1980.

Tableau 1 – Capitaux propres levés en France par appels publics à l'épargne entre 1971 et 2002

Années	1971-80	1981-90	1991-00	2001-02
Montants en € courants	4 604	55 049	90 194	18 800
Montants en € constants	16 331	72 360	98 979	18 972

Notes : Les montants sont en millions d'euros. Les montants en euros constants sont obtenus en corrigeant les montants nominaux des effets de l'inflation pour les rendre comparables à ceux de 2002. Les montants viennent des rapports annuels de la COB au Président de la République et des rapports annuels de la Banque de France. Les taux d'inflation sont déterminés à partir des indices des prix à la consommation publiés par l'INSEE.

Les données du tableau 2 permettent de comparer l'évolution des fonds propres levés sur les marchés boursiers français, allemands, japonais, britanniques et américains entre 1990 et 2000. Les montants sont exprimés en pourcentage du produit intérieur brut de chacun des pays étudiés. C'est en France et en Allemagne que l'évolution fut la plus forte. Sur l'ensemble de la période considérée, c'est au Royaume Uni et aux États Unis que les fonds propres levés sur les marchés boursiers ont toujours été les plus élevés. Conformément aux arguments de Nobes (1998), ceci expliquerait pourquoi les systèmes comptables britanniques ou américains tendent à privilégier l'investisseur. Cette priorité est plus récente en Europe continentale, comme nous le montrerons ultérieurement.

Tableau 2 – *Évolution des fonds propres levés sur les principaux marchés boursiers mondiaux*

Pays	1990	1992	1994	1996	1998	2000
France	0,5	0,7	2,2	1,4	2,1	2,9
Allemagne	0,5	0,5	0,8	0,7	1,1	1,4
Japon	0,2	0,1	0,2	0,4	1,2	0,4
Royaume Uni	3,2	1,2	3,1	2,6	2,2	2,5
États Unis	1,2	1,4	1,4	2,1	11,2	3,6

Notes : Rapport entre le montant des fonds propres levés par appel public à l'épargne et le PIB. Les données sont exprimées en pourcentage.

Source : Rapports de l'OCDE

L'évolution mise en évidence par les tableaux 1 et 2 a bien évidemment des répercussions sur la capitalisation des marchés boursiers et sur les montants échangés sur ces marchés. Le tableau 3 montre l'évolution de la capitalisation du marché boursier français entre 1965 et 2000. Celle-ci est passé d'environ 15 milliards d'euros en 1965 à 1542 milliards d'euros en 2000. Si, par souci d'homogénéité, on norme ces données par le produit intérieur brut, on constate que la capitalisation du marché boursier s'élevait à moins de 20 % du produit intérieur brut jusqu'au milieu des années quatre-vingt. En 1995, elle représentait 32 % du PIB. En 2000, elle atteignait 112 % du PIB. C'est aussi à partir du milieu des années quatre-vingt, que les montants échangés en bourse ont considérablement augmenté. Jusqu'à cette période, les montants des transactions boursières ne dépassaient pas 3 % du PIB. Elles

représentaient 13 % du PIB en 1995. Elles correspondaient à 85 % du PIB en 2000.

Tableau 3 – Évolution des montants échangés et de la capitalisation boursière du marché boursier français

Années	1965	1975	1985	1995	2000
PIB	74,6	223,8	716,5	1171,3	1376,9
Capitalisation	14,7	24,6	102,9	372,7	1542,2
Transactions	1,2	3,9	21,7	157,7	1174,9
Capitalisation/PIB	0,20	0,11	0,14	0,32	1,12
Transactions/PIB	0,02	0,02	0,03	0,13	0,85

Notes : Le produit intérieur brut, la capitalisation boursière et le montant des transactions sont en milliards d'euros. Sources : Rapports 'L'année boursière' de la Société des Bourses Françaises et rapports de l'OCDE.

La forte augmentation des capitalisations et transactions boursières n'est pas spécifique à la France. Le tableau 4 montre que cette tendance est tout aussi perceptible en Allemagne, au Japon, au Royaume Uni et aux États-Unis. Entre 1980 et 2000, le rapport entre la capitalisation boursière et le PIB a triplé en Allemagne et au Japon. Il a quadruplé aux États-Unis. Il a quintuplé au Royaume Uni. Pour ce qui concerne les montants échangés, ils sont 40 ou 50 fois plus élevés en France ou en Allemagne en 2000 qu'ils ne l'étaient en 1980. Ils sont 15 à 25 fois plus élevés au Royaume Uni et aux États Unis. Ils n'ont pas suivi le même rythme de progression au Japon où ils n'ont que quadruplé.

Tableau 4 – Évolution des capitalisations boursières et des montants échangés sur les principaux marchés boursiers mondiaux

Années	Capitalisation boursière normée par le PIB			Montant des transactions normé par le PIB		
	1980	1990	2000	1980	1990	2000
France	0,09	0,27	1,12	0,02	0,11	0,85
Allemagne	0,11	0,21	0,29	0,02	0,46	1,06
Japon	0,32	0,88	0,95	0,15	0,43	0,62
Royaume Uni	0,38	0,83	2,01	0,13	0,58	2,12
États Unis	0,44	0,56	1,71	0,14	0,33	3,46

Notes : Les montants échangés et la capitalisation boursière en fin d'année sont rapportés au PIB annuel de chacun des pays concernés. Sources : Rapports annuels de l'OCDE et rapports de la Banque des Règlements Internationaux.

Ces évolutions se sont accompagnées, notamment en France, d'une augmentation sans précédent des détenteurs de valeurs mobilières. Le tableau 5 montre que leur nombre s'élevait à 2,4 millions en 1978. Il se stabilise aux environs de 9 millions depuis 1998.

Tableau 5 – *Évolution du nombre de détenteurs de valeurs mobilières en France*

Pays	1978	1982	1987	1992	1997	2000
Nombre de détenteurs (en millions)	2,4	3,2	8,5	11,5	10,4	9,2

Source : Enquête SOFRES pour la Banque de France (www.tns-sofres.com)

Que les entreprises recourent de plus en plus fortement aux marchés boursiers et que les intervenants sur ces marchés soient de plus en plus nombreux ne fut pas sans conséquence sur l'évolution des contraintes comptables imposées aux entreprises. L'enquête de Choi et Levich (1991) réalisée auprès de directeurs financiers, de gestionnaires de fonds, d'analystes financiers et de représentants de diverses autorités de marché montrent que ceux-ci sont unanimes pour réclamer des informations comptables produites selon des normes homogènes. Plusieurs soulignent que la diversité des pratiques comptables les amènent à ne pas investir dans certaines firmes ou sur certains marchés, parce qu'ils jugent l'information comptable inadaptée ou insuffisamment compréhensible. Ils jugent opportunes les décisions de la SEC⁴ d'imposer la production d'états de réconciliation aux entreprises qui n'appliquent pas les normes comptables américaines. Ils jugent tout aussi opportun le choix de plusieurs entreprises cotées de recourir à des normes comptables internationalement connues et reconnues. Cette enquête montre en fait que l'absence d'homogénéité et de transparence des données comptables constitue un frein au développement des marchés financiers. Comme l'expliquent Hora et *al.* (1997), c'est l'essor

⁴ La *Securities and Exchange Commission*, organe de régulation des bourses américaines, impose à toutes les entreprises qui ne produisent leurs états financiers dans le respect des normes comptables américaines, de produire un état de réconciliation de leur résultat net et de leurs capitaux propres, le *file 20-F*. Ce document précise le montant des résultats nets et capitaux propres que ces entreprises auraient affiché si elles avaient appliqué les normes américaines. Il explique aussi l'origine des principales différences.

des marchés boursiers qui a conduit l'*International Organization of Securities Commission (IOSCO)* à joindre ses efforts à ceux de l'*IASB* pour imposer des normes comptables orientées vers les besoins des investisseurs, dont l'adoption soit imposée à toutes les entreprises cotées, quelle que soit la domiciliation de leur siège social. C'est sous la pression des investisseurs et de l'*IOSCO* que la Commission Européenne a décidé en juin 2002 que l'adoption des normes de l'*IASB* serait obligatoire pour toutes les entreprises européennes cotées, au plus tard en 2005.

L'adaptation des normes comptables aux besoins des investisseurs peut expliquer que malgré l'essor des analyses financières émanant de structures spécialisées, l'information produite par ces structures n'a pas évincé l'intérêt des productions comptables obligatoires. Francis et al. (2002) constatent qu'aux États Unis le nombre de comptes rendus d'analyse financière est passé en moyenne de 25,2 par entreprise en 1986 à 31,2 en 1995. Elles montrent aussi que les réactions boursières qui accompagnent les productions comptables obligatoires n'ont pas été altérées par la concurrence des analystes financiers. Ces résultats complètent utilement ceux de Landsman et Maydew (2002) qui mettent en évidence l'intérêt croissant des investisseurs pour les chiffres comptables obligatoires. Aux États Unis, entre 1976 et 1998, les volumes de transaction anormaux spécifiquement imputables aux annonces comptables ont presque doublé. Les rentabilités anormales, mesurées par le carré du terme d'erreur du modèle de marché, ont augmenté d'environ 25 %. Ce regain d'intérêt fut constant sur toute la période étudiée. Une régression des volumes anormaux de transaction ou des rentabilités anormales sur le temps montre que la variable temps est dans les deux cas affectée d'un coefficient de régression statistiquement positif.

2. L'information comptable, les investissements immatériels et la création de valeur

Parce que les entreprises se financent de plus en plus sur les marchés boursiers, la production comptable est devenue un vecteur d'information primordial pour l'investisseur. Cette situation ne va pas sans poser de problèmes essentiellement parce que, compte tenu de l'évolution des activités des entreprises, la comptabilité est de moins en moins aptes à rendre compte de la valeur qu'elles créent. Nous propo-

sons ici plusieurs résultats empiriques qui montrent que la capacité des chiffres comptables à refléter la valeur de l'entreprise tend à se dégrader rapidement. Cette dégradation vient de l'incapacité de la comptabilité à traduire les opportunités de croissance qui s'offrent à l'entreprise du fait de ses investissements immatériels.

2.1. *L'évolution de la pertinence des chiffres comptables pour l'évaluation de l'entreprise*

Les études visant à apprécier l'utilité des chiffres comptables pour l'évaluation de l'entreprise sont deux types. Les études de réaction déterminent si la divulgation de données comptables entraîne systématiquement des ajustements de la valeur boursière des entreprises concernées. Les études d'association mesurent l'intensité de la relation entre les chiffres comptables et la valeur boursière de l'entreprise. Elles visent à apprécier si la réalité de l'entreprise reflétée par les chiffres comptables est conforme à la situation que les investisseurs perçoivent⁵. Considérant que la valeur boursière est la référence ultime, parce que les marchés financiers sont censés être efficaces, ces études mesurent la pertinence des chiffres comptables pour l'évaluation au moyen du coefficient de détermination R^2 obtenu en régressant le cours (ou la rentabilité) de l'action sur les chiffres comptables les plus pertinents (ou sur la variation de ces chiffres normée par le cours de bourse de début de période). La capacité des chiffres comptables à refléter la valeur de l'entreprise est jugée d'autant plus élevée que le coefficient de détermination est lui-même élevé.

Lev et Zarowin (1999) analysent l'évolution de la pertinence des chiffres comptables sur longue période. S'appuyant sur le modèle d'Ohlson (1995), ils considèrent que la comptabilité produit des données utiles à l'évaluation si les rentabilités boursières sont significativement liées au niveau et à la variation des résultats comptables. Pour chacune des années comprises entre 1978 et 1996, ils régressent donc la rentabilité annuelle de l'action sur le résultat annuel et sur la variation annuelle du résultat de l'entreprise, ces variables étant normées par le cours de bourse de début de période. Leur échantillon comprend chaque année entre 3 700 et 6 800 entreprises américaines. Ils mettent

⁵ Dumontier et Raffournier (2002) rappellent les fondements et méthodologies de ces études. Ils décrivent aussi les principaux résultats obtenus en la matière.

en évidence que le coefficient de détermination du modèle diminue avec le temps. Alors qu'il s'élevait à 16,7 % en 1978, il ne s'élève plus qu'à 10,7 % en 1987 et à 3,1 % en 1996. Une régression de ces coefficients de détermination sur le temps confirme la chute de la pertinence des chiffres comptables pour l'évaluation, la variable temps étant affectée d'un coefficient de régression significativement négatif. En adoptant une méthodologie différente, Francis et Schipper (1999) constatent, elles aussi, une chute significative de la pertinence des chiffres comptables pour l'évaluation. Ball et Brown (1968) ayant mis en évidence qu'une variation positive (négative) des résultats comptables accompagne en général une variation positive (négative) des cours boursiers, Francis et Schipper comparent les rentabilités boursières de deux stratégies d'investissement. La première consiste à acquérir ou céder des titres en début de période en s'appuyant sur les résultats comptables annoncés en fin de période. Pour ce qui concerne la seconde, l'acquisition ou la cession de titres en début de période s'appuie sur les performances boursières constatées en fin de période. Les titres sont acquis si les résultats comptables augmentent ou si les performances boursières sont positives. Ils sont cédés dans le cas contraire. Il s'agit bien évidemment de deux stratégies totalement irréalistes. Le but est de comparer les rentabilités de la première stratégie avec celles de la seconde, afin d'apprécier si les performances comptables et les performances boursières coïncident. Sur la période 1952-1994, Francis et Schipper mettent en évidence un déclin permanent de la première stratégie. Investir sur la base des résultats comptables futurs procurait en 1952 une rentabilité qui s'élevait à 52,4 % de la rentabilité d'un investissement basé sur une parfaite connaissance des performances boursières à venir. En 1972, la stratégie basée sur les résultats comptables n'offrait plus que 44,5 % de la rentabilité de la stratégie basée sur les performances boursières. En 1994, ce ratio tombait à 16,6 %. Pour la totalité des quarante-trois années étudiées, une régression de ces ratios sur le temps montre que la variable temps est affectée d'un coefficient de régression significativement négatif, qui atteste que performances comptables et performances boursières coïncident de moins en moins. Ces résultats pourraient laisser croire que, les chiffres comptables reflétant de moins en moins bien les performances boursières des entreprises, les investisseurs s'en désintéressent de plus en plus. Ce n'est paradoxalement pas le cas. Les résultats empiriques de Francis et al. (2002) et de Landsman et Maydew (2002) décrits précédemment mon-

trent qu'on observe en fait le phénomène opposé : l'accroissement des volumes échangés et les variations de cours imputables aux annonces comptables tendent à augmenter significativement.

2.2. *L'impact des investissements immatériels sur la valeur de l'entreprise*

La nature des activités des firmes a beaucoup évolué ces dernières années, notamment à cause de l'essor des hautes technologies. Du fait de cet essor, les investisseurs sont de plus en plus fréquemment amenés à valoriser des opportunités de croissance que la comptabilité ne sait pas prendre en compte. Aboody et Lev (2000) rappellent que les dépenses de recherche et développement ont augmenté de 8 % par an en moyenne aux États Unis entre 1970 et 1997. Sur la même période les investissements en immobilisations corporelles n'ont augmenté que de 6,8 % par an. Le tableau 6 confirme la forte croissance des investissements en recherche et développement. Il apparaît d'abord que le nombre d'entreprises concernées par la R&D a fortement évolué entre 1980 et 2000. En 1980, seules 493 entreprises industrielles ou commerciales françaises, allemandes, japonaises, américaines et britanniques recensées par la base *Thomson Analytics* divulguaient les montants qu'elles consacraient à la R&D. Leur nombre n'a fait que croître sur la période considérée. En 2000, 2812 entreprises divulguaient le montant de leurs investissements en R&D, soit presque six fois plus qu'en 1980⁶. Pour ce qui concerne les entreprises concernées par la R&D, il apparaît que le montant de leurs investissements en la matière a fortement augmenté. Elles consacraient en moyenne 1,7 % de leur chiffre d'affaires à la R&D en 1980, elles y consacrent 6,9 % en 2000, soit quatre fois plus. Une simple comparaison des moyennes et des médianes montre que la distribution du rapport entre les dépenses en R&D et le chiffre d'affaires de l'entreprise est très, et de plus en plus, dissymétrique. La

⁶ Il faudrait pouvoir tenir compte du fait que la base *Thomson Analytics* est mieux renseignée en 2000 qu'elle ne l'était en 1980. Cet éventuel biais ne justifie toutefois pas à lui seul l'évolution constatée. Il faudrait aussi pouvoir tenir compte du fait que, sauf pour ce qui concerne les États Unis, les entreprises divulguent les montants de leurs investissements en R&D sur une base volontaire. La réglementation boursière américaine impose en effet que les sommes investies en R&D soient déclarées si elles représentent plus de 1 % du chiffre d'affaires de l'entreprise.

part moyenne du chiffre d'affaires investie en R&D augmente, notamment parce que le nombre des entreprises qui consacrent une part très élevée de leur CA à la R&D augmente lui aussi.

Tableau 6 – Évolution des dépenses de R&D divulguées par les entreprises cotées

Années	1980	1985	1990	1995	2000
Nombre d'observations	493	707	1374	1932	2812
Moyenne	1,7	2,6	2,2	2,8	6,9
Médiane	0,7	1,0	1,0	1,2	1,5
Écart type	2,4	4,8	3,3	4,9	26,1

Notes : Rapport entre le montant annuel des dépenses de R&D et le chiffre d'affaires annuel. Les données sont exprimées en pourcentage. L'échantillon comprend toutes les entreprises industrielles françaises, allemandes, japonaises, américaines et britanniques recensées par la base *Thomson Analytics*.

L'évolution des caractéristiques des entreprises se manifeste aussi dans la proportion des actifs incorporels qu'elles sont amenées à comptabiliser. Le tableau 7 montre que la part des actifs incorporels des entreprises françaises, allemandes, japonaises, américaines et britanniques recensées par *Thomson Analytics* est passée en dix ans de 2,8 % à 8,6 % de leur actif total. Conformément aux analyses de Anderson et al. (1993), si la part des actifs incorporels reflète les opportunités de croissance dont dispose l'entreprise, les statistiques du tableau 7 illustrent l'importance prise par ces dernières dans le processus de valorisation des firmes. Fama et French (1998) confirment d'ailleurs la part croissante des *growth stocks* par rapport aux *value stocks* sur la totalité des marchés boursiers.

Tableau 7 – Évolution des actifs incorporels comptabilisés par les entreprises cotées

Années	1990	1995	2000
Nombre d'observations	2470	4669	8173
Moyenne	2,8	3,5	8,6
Médiane	0,1	0,2	1,2
Écart type	7,5	8,4	15,3

Notes : Rapport entre le montant des actifs incorporels et le montant de l'actif total. Les données sont exprimées en pourcentage. L'échantillon comprend toutes les entreprises industrielles françaises, allemandes, japonaises, américaines et britanniques recensées par la base *Thomson Analytics*.

Plusieurs études analysent l'impact des investissements immatériels sur la valeur boursière des entreprises. À partir d'un échantillon d'entreprises américaines, Chan et *al.* (2001) montrent que les actions des entreprises qui consacrent la plus forte part de leur chiffre d'affaires aux investissements en R&D ont affiché, sur la période 1975-1995, un taux de rentabilité annuel qui dépasse de 5,85 % le taux qu'elles auraient dû afficher selon le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). La rentabilité des actions des entreprises qui n'ont rien investi en R&D n'est en revanche pas statistiquement différente de celle qu'on pouvait attendre. En adoptant une méthodologie légèrement différente, Chambers et *al.* (2002) parviennent aux mêmes conclusions. Sur la période 1979-1998, les actions des entreprises américaines qui ont le plus investi en R&D ont offert un taux de rentabilité annuel qui dépasse de 7,8 % celui qu'elles auraient dû offrir compte tenu des facteurs de Fama et French.

2.3. *Les investissements immatériels, le principe de prudence et la pertinence des chiffres comptables pour l'évaluation de l'entreprise*

Les résultats empiriques précédents suggèrent que les investissements immatériels, qui représentent une part de plus en plus élevée des investissements des entreprises, affectent significativement la rentabilité boursière de leurs actions. Si ces investissements ne sont pas pris en compte par la comptabilité, parce qu'ils conduisent essentiellement à l'accumulation d'actifs incorporels dont l'enregistrement contredit le principe de prudence, il n'est pas étonnant que les chiffres comptables soient de moins en moins aptes à refléter la valeur boursière de l'entreprise. Collins et *al.* (1997) ou Francis et Schipper (1999) rejettent toutefois cette intuition. Collins et *al.* retiennent le coefficient de détermination R^2 résultant de la régression des rentabilités boursières annuelles sur le résultat annuel et sur la variation annuelle du résultat de l'entreprise comme mesure de la pertinence des chiffres comptables. Ils montrent que si ces coefficients de détermination diminuent avec le temps, ce n'est pas à cause de l'augmentation du nombre des entreprises de haute technologie prises en compte dans les régressions. Francis et Schipper montrent que le déclin des gains résultant d'une stratégie d'investissement basée sur une parfaite connaissance des résultats comptables à venir, par rapport aux gains d'une stratégie basée sur une

parfaite connaissance des rentabilités boursières, n'est pas imputable à la nature des activités des entreprises étudiées. Ce déclin caractérise aussi bien les entreprises très impliquées dans des activités de R&D que celles qui ne le sont pas. S'appuyant sur les résultats de Basu (1997), Lev et Zarowin (1999) montrent toutefois que les analyses de Collins et *al.* et de Francis et Schipper sont trop superficielles pour réellement apprécier l'impact des investissements immatériels sur la capacité des chiffres comptables à refléter la valeur boursière de l'entreprise.

Basu (1997) estime que les chiffres comptables reflètent mal la valeur de l'entreprise à cause de l'application du principe de prudence. Celui-ci conduit la comptabilité à n'enregistrer que tardivement certains événements qui affectent immédiatement la valeur boursière de l'entreprise. Il entraîne aussi un traitement asymétrique des produits et des charges. Lev et Zarowin (1999) considèrent que cette asymétrie pénalise tout particulièrement les investissements en R&D qui, au moins aux États Unis, ne peuvent pas être immobilisés⁷. De ce fait, une entreprise qui investit de gros montants en recherche et développement verra son résultat fortement pénalisé, alors que les produits de ces investissements ne seront comptabilisés qu'au cours d'exercices ultérieurs. Par conséquent, toutes choses égales par ailleurs, l'annonce de tels investissements entraînera une augmentation de la valeur boursière de l'entreprise, tandis que son résultat comptable diminuera. Le résultat n'est alors pas un bon indicateur de la valeur créée. Cette situation pose surtout problème lorsque les montants investis en R&D varient significativement d'une année sur l'autre. En effet, s'ils sont stables, l'entreprise comptabilise en charges des dépenses dont le montant est identique à celui des dotations qu'elle aurait enregistrées si ses investissements immatériels avaient pu être immobilisés. Le résultat n'est alors pas affecté par le traitement comptable de la dépense. En revanche, s'ils varient, le résultat baisse (augmente) quand l'entreprise augmente (diminue) ses investissements. Conformément à ce raisonnement, Lev et Zarowin montrent que la chute des coefficients de détermination résultant de la régression des rentabilités boursières sur les résultats comptables vient de ce que certaines entreprises initialement

⁷ Hoegh-Krohn et Knivsfla (2000) proposent une analyse exhaustive des traitements comptables des actifs incorporels en général, et des dépenses de recherche et développement en particulier.

peu impliquées dans les activités de R&D le deviennent de plus en plus, et vice versa. Sur la période 1976-1995, les coefficients R^2 des entreprises américaines qui ont significativement augmenté le niveau de leurs investissements en R&D sont passés de 23,3 % à 12,6 %. Ceux des entreprises qui ont significativement diminué le niveau de leurs investissements en R&D sont passés de 8,0 % à 17,8 %. Il apparaît donc que toute dépense génératrice de produits ultérieurs devrait être immobilisée pour que le résultat ou la variation des résultats de l'entreprise soient de bons indicateurs de la valeur créée. Pour ce qui concerne la R&D, les organismes de normalisation comptables sont toutefois confrontés à deux problèmes sans solution satisfaisante. Le premier vient de ce qu'il est difficile de garantir que chaque dépense imputée à un projet de R&D concerne bien le projet mentionné. Le second vient de ce qu'il est difficile d'apprécier la capacité des projets de R&D à générer des revenus.

Conclusion

Les entreprises recourent de plus en plus fréquemment aux marchés boursiers pour obtenir les financements qui leur sont utiles. Les données comptables sont ainsi devenues indispensables à l'investisseur, celui-ci ne disposant généralement que d'informations publiques pour apprécier l'intérêt d'acquérir ou de conserver les titres cotés. L'information normalisée obligatoire présente en la matière plusieurs garanties que n'offre pas l'information volontaire, d'une part parce qu'elle ne privilégie aucun destinataire, d'autre part parce qu'elle n'autorise aucune discrétion sur le choix des faits divulgués. Plusieurs études empiriques montrent d'ailleurs qu'en dépit de l'accroissement des divulgations volontaires émanant des entreprises elles-mêmes ou de l'accroissement des publications émanant d'analystes financiers, les investisseurs restent attachés aux productions comptables obligatoires. Celles-ci sont même à l'origine de réactions boursières de plus en plus vives. La nécessité de satisfaire des investisseurs de plus en plus nombreux, mais aussi de plus en plus isolés du fait de leur incapacité à obtenir directement de l'entreprise les informations qui leur sont utiles, explique l'évolution récente des règles comptables et l'adoption obligatoire des normes de l'IASB en Europe.

Parallèlement à l'essor des marchés boursiers, les entreprises manufacturières, qui tendent à se reproduire à l'identique, disparaissent au profit des entreprises de haute technologie. Plutôt que d'évaluer les actifs en place, cette évolution amène les investisseurs à valoriser les opportunités de croissance qui s'offrent à l'entreprise, notamment à la suite d'investissements immatériels. Or, la recherche empirique montre que les chiffres comptables reflètent d'autant moins bien la valeur de l'entreprise que celle-ci consacre des montants élevés aux investissements de ce type. Ceci vient de ce que la comptabilité est structurellement mal adaptée pour rendre compte de tels investissements, en particulier parce qu'il n'existe pas de critères fiables pour affecter de manière définitive les dépenses de R&D aux charges ou aux actifs de l'entreprise. Le fait que la comptabilité doive mieux rendre compte des faits créateurs de valeur, alors qu'elle semble inapte à les traiter correctement, surtout pour ce qui concerne les investissements immatériels, constitue un véritable défi pour les organismes de normalisation comptable soucieux de l'intérêt des investisseurs. Les évolutions récentes des normes de l'IASB qui tendent d'une part à privilégier les valeurs marchandes au détriment des coûts historiques, d'autre part, à ignorer le principe de prudence en traitant symétriquement plus et moins-values latentes, visent à relever ce défi. Ces mesures sont-elles pour autant opportunes ? Seule une meilleure compréhension de la nature des informations utiles à l'investisseur peut permettre de répondre à cette question. Encore faut-il que la comptabilité ne se trompe pas d'objectif en focalisant sa production sur les besoins de l'investisseur, sans réellement prendre en compte les attentes d'autres utilisateurs.

Bibliographie

- Aboody D. et Lev B. (2000), « Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, p. 2747-2766.
- Anderson D., Francis J. et Stokes D. (1993), « Auditing, Directorships and the Demand for Monitoring », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 54, n° 12, p. 3537-375.
- Archambault J. et Archambault M. (2003), « A multinational Test of Determinants of Corporate Disclosure », *The International Journal Accounting*, vol. 38, p. 173-194.

- Arnold J. et Moizer P. (1984), « A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investments in Ordinary Shares », *Accounting and Business Research*, vol. 14, p. 195-207.
- Ball R. et Brown P. (1968), « An Empirical Investigation of Accounting Income Numbers », *Journal of Accounting Research*, Autumn, p. 159-178.
- Baker R. et Wallage P. (2000), « The Future of Financial Reporting in Europe : Its Role in Corporate Governance », *International Journal of Accounting*, vol. 35, p. 173-187.
- Barker R. (1998), « The Market for Information : Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers », *Accounting and Business Research*, vol. 29, p. 2-20.
- Barker R. (2000), « FRS3 and Analysts' Use of Earnings », *Accounting and Business Research*, vol. 30, p. 95-109.
- Basu S. (1997), « The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n° 3, p. 3-37.
- Botosan C. (1997), « Disclosure Level and the Cost of Equity Capital », *Accounting Review*, vol. 72, p. 323-349.
- Center for International Financial Analysis and Research (1995), *International Accounting and Audit Trends*, Princeton, CIFAR Publications.
- Chambers D., Jennings R. et Thomson R. (2002), « Excess Returns to R&D Intensive Firms », *Review of Accounting Studies*, vol. 7, n° 2, p. 133-158.
- Chan L., Lakonishok J. et Sougiannis T. (2001), « The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures », *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, p. 2431-2456.
- Charreaux G. (2000), « Gouvernement d'entreprise et comptabilité » *Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit*, Économica, p. 743-756.
- Choi F. et Levich R. (1991), « International Accounting Diversity : Does It Affect Market Participants ? », *Financial Analysts Journal*, vol. 42, n° 4, p. 73-82.
- Collins D., Maydew E. et Weiss I. (1997), « Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, p. 39-67.
- Dumontier P. et Raffournier B. (1998), « Why Firms Comply Voluntarily with IAS : An Empirical Analysis with Swiss Data », *Journal of In-*

- ternational Financial Management and Accounting*, vol. 9, n° 3, p. 216-245.
- Dumontier P. et Raffournier B. (2002), « Accounting and Capital Markets : A Survey of the European Evidence », *European Accounting Review*, vol. 11, n° 1, p. 119-151.
- Fama E. et French K. (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p. 3-56.
- Fama E. et French K. (1998), « Value Versus Growth : The International Evidence », *Journal of Finance*, vol. 55, p. 1975-1999.
- FASB (1978), « *Statement of Financial Accounting Concepts n° 1* » www.fasb.org.
- Foster G. (1980), « Externalities and Financial Reporting », *Journal of Finance*, vol. 35, n° 2, p. 521-534.
- Francis J., et Schipper K. (1999), « Have Financial Statements Lost their Relevance ? », *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n° 2, p. 319-352.
- Francis J. Schipper K. et Vincent L. (2002), « Earnings Announcements and Competing Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, p. 313-342.
- Gray S., Meek G, et Roberts C. (1995), « International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosures by US And UK Multinationals », *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, n° 1, p. 43-68.
- Hoegh-Krohn N. et Knivsfla K. (2000), « Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC : Challenges and a Solution », *International Journal of Accounting*, vol. 35, n° 2, p. 243-265.
- Hora J., Tondkar R. et Adhikari A. (1997), « International Accounting Standards in Capital Markets », *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, vol. 6, n° 2, p. 171-190.
- IASB (2003), *International Financial Reporting Standards*, International Accounting Standards Committee Foundation ed., London.
- Landsman W. et Maydew E. (2002), « Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcements Declined Over the Past Three Decades ? », *Journal of Accounting Research*, vol. 40, n° 3, p. 797-808.
- Leftwich R. (1980), « Market Failure Fallacies and Accounting Information », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 2, p. 193-211.

Lev B. et Zarowin P. (1999), « The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them », *Journal of Accounting and Research*, vol. 37, n° 2, p. 353-385.

Nobes C. (1998), « Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting », *Abacus*, vol. 34, n° 2, p. 162-187.

Ohlson J. (1995), « Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation », *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, p. 661-687.

Vergoosen R. (1993), « The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands », *European Accounting Review*, vol. 2, n° 2, p. 219-244.

Vergoosen R. (1997), « Changes in Accounting Policies and Analysts' Fixation on Accounting Figures », *Accounting, Organization and Society*, vol. 22, n° 6, p. 589-607.