

**L'influence de la littérature en *value relevance* sur les normes US GAAP et  
IFRS relatives aux instruments financiers**

Côme Segretain

Maître de Conférences

RIME Lab

IAE de Lille, Université de Lille

Rénald Guiselin

Maître de Conférences

RIME Lab

IAE de Lille, Université de Lille

**Résumé :** Cette recherche décrit l'étendue et les limites de l'influence de la littérature en *Value Relevance* sur le contenu des normes IFRS et US GAAP relatives aux instruments financiers. Des dispositions communes ont été prises dans ces deux référentiels : l'utilisation de la juste valeur dans la mesure et la classification, l'introduction du *Comprehensive Income*, la définition de différents niveaux de juste valeur. Notre revue de littérature thématique montre que les résultats des recherches en *Value Relevance* valident ces dispositions normatives. Toutefois cette influence est atténuée sur les IFRS depuis leur adoption par l'UE et la crise financière.

**Mots-clés :** IFRS, US GAAP, value relevance, instruments financiers

**Summary:** This research focuses on the extent and limits of the influence of value relevance studies concerning the financial instruments standards in IFRS and US GAAP. Common measures have been adopted in those two standards: the use of fair value for measurement and classification purposes, the adoption of comprehensive income, the definition of fair value levels. Our thematic survey shows that value relevance research results validate those rules. However, this influence is mitigated upon IFRS since EU adoption and financial crisis.

**Keywords:** IFRS, US GAAP, value relevance, financial instruments

## **Introduction**

Nous détaillons dans cet article l'influence de la *Value Relevance* sur les normes IFRS et US GAAP relatives aux instruments financiers, depuis la publication de la norme SFAS 107 *Disclosure about fair value of financial instruments* (1991). Cette question a un double intérêt, du point de vue de la performativité des sciences de gestion et en ce qui concerne l'existence d'un point de vue privilégié, celui de l'investisseur, parmi les parties prenantes au processus de normalisation.

La littérature en *VR* traitant de l'impact des données comptables sur les marchés action remonte aux années 1960 (Ball et Brown, 1968). Depuis, les modifications des normes US GAAP comme IFRS et les publications en *VR* suivent un agenda parallèle qui s'est accéléré avec l'essor de la juste valeur dans la comptabilisation des instruments financiers au début des années 1990. Durant cette période, les articles se réfèrent directement aux normes récemment adoptées, qui prévoient la communication puis l'utilisation de la juste valeur dans la mesure et la classification des instruments financiers. La validation du recours à la juste valeur pour des catégories de plus en plus large d'instruments vient alors conforter les extensions de la juste valeur déjà intégrées aux normes et préparer les prochaines.

Méthodologiquement, notre recherche se fonde sur une revue de littérature reliant les normes et les articles en *VR* successifs. Les normes concernées sont résumées pour en présenter les dispositions et les évolutions principales, reprises ou non dans la littérature. Que deviennent les dispositions validées par la littérature, que deviennent celles qui ne le sont pas ? Les préconisations des études sont-elles reprises dans les normes ? Plusieurs revues de littérature sur l'intérêt de la *VR* pour le normalisateur comptable ont déjà été publiées : Holthausen et Watts (2001), Barth *et al.*

(2001), Barth (2007); ainsi que des revues de littérature plus larges sur l'utilisation de la juste valeur : Landsman (2007), Laux et Leuz (2009), Palea (2014).

Le champ normatif de cette recherche concerne les dispositions relatives aux principaux instruments financiers : titres, prêts, emprunts. Les deux référentiels sont étudiés, les US GAAP devançant largement les IFRS. La période traitée remonte aux débuts des années 90, à la publication de la norme SFAS 107 et court jusqu'à la publication définitive de l'IFRS 9 *Instruments financiers* (2014). Nous intégrons également les normes sur le *Comprehensive Income*, pour rendre compte des discussions sur la pertinence des variations de juste valeur et de leur classement. Plusieurs sujets ou instruments financiers plus spécifiques ont été sortis du champ : contrats d'assurance, stock-options, macro-couverture.

Nous distinguons quatre groupes de normes dont les dispositions ont été validées ou invalidées par des études de VR s'y rapportant.

1. Les normes SFAS 107 et SFAS 115 puis les normes IAS 32 et IAS 39 correspondant à une première période d'extension de la juste valeur dans la comptabilisation des instruments financiers, en lien avec les questions d'évaluation et de classification. La littérature pousse alors clairement vers l'extension la plus large de la juste valeur, y compris pour les emprunts et les prêts et n'est donc pas totalement suivie par les normalisateurs.

2. Les normes IFRS 13 et FAS 157 relatives à la définition des différents niveaux de juste valeur, en lien avec la question de la fiabilité. La littérature valide la fiabilité et la hiérarchie des niveaux mis en place par les normalisateurs.

3. Les normes SFAS 130 et IAS 1 révisée prévoyant la publication du *CI*, sur les questions de classement et de pertinence des variations de juste

valeur et des différents niveaux de résultat. La littérature a eu un impact dans la préservation du résultat net. Puis, elle reconnaît progressivement une pertinence aux *OCI*.

4. Les modifications apportées successivement à la norme IAS 39 depuis son adoption par l'Union Européenne (réduction de l'option de juste valeur), à l'occasion de la crise financière (reclassements), jusqu'à la mise en place de l'IFRS 9 (référence aux *business models*). La littérature étudiée défend sans résultat les normes en place pendant la crise et l'utilisation de la juste valeur.

Nous présentons dans une première section la méthodologie des études de *VR*, leur justification théorique et leurs différentes spécifications possibles, tout en rappelant l'intérêt et les limites de cette démarche pour le normalisateur. La deuxième section traite de la période d'extension de la juste valeur dans la classification et la mesure des instruments financiers. La troisième section traite de la mesure et de la fiabilité de la juste valeur. La quatrième section examine le classement des variations de juste valeur en résultat et la pertinence du *CI* et des *OCI*. La cinquième traite des modifications apportées à l'IAS 39 depuis son adoption par l'UE, en dépit de la littérature.

## 1. Méthodologie des études de *Value Relevance*

La pertinence de l'information sera établie si la publication de l'information comptable influence le prix des actions, au travers des anticipations par les investisseurs des résultats ou des flux de trésorerie futurs des sociétés cotées ou encore leur perception du patrimoine et des risques de ces sociétés.

Ces études vérifient dans une régression adaptée d'un modèle d'évaluation le lien entre les données comptables et la valeur ou le rendement des actions émises par les entreprises de l'échantillon, sur différentes années. On peut distinguer 3 types de modèles : les modèles bilantiels, les modèles en rendement et les modèles mixtes ou adaptés d'Ohlson.

### Les modèles bilantiels

Pour une firme  $i$  en  $t$ , le modèle du bilan pose que la valeur de marché des fonds propres, *Market Value of Equity*, devrait être égale à leur valeur comptable, *Book Value of Equity*, plus un goodwill,  $GW$ .

$$MVE_{it} = BVE_{it} + GW_{it}$$

On remplace  $BVE$  par les valeurs comptables des différents actifs ( $BVA_n$ ) et passifs ( $BVL_n$ ), et on teste :

$$MVE_{it} = a_t + b_{1t} \cdot BVA_{1it} + \dots + b_{nt} \cdot BVL_{nit} + \dots + \varepsilon_{it}$$

On notera que dans les régressions le goodwill est en général négligé et qu'aucun terme ne vient rendre compte des synergies entre les différents actifs et passifs ou de la capacité de l'entreprise à générer de la valeur avec des éléments non comptabilisés au bilan. Précisons également que les régressions sont menées avec des listes non exhaustives d'actifs et de passifs,

pour ne pas multiplier les variables et les problèmes de multi-colinéarité.

Dans l'estimation de la régression, les termes sont normalisés soit par  $BVE_{it}$  (le ratio *Market to Book* apparaît alors à gauche), soit par le nombre d'action en circulation (la variable dépendante est alors le prix de l'action), soit par le total des actifs.

La spécification du modèle bilantiel en niveaux ou incrémentale mesure le pouvoir explicatif d'une variable supplémentaire par rapport à d'autres variables explicatives ; elle permet ainsi de commenter le surcroît d'information obtenu poste à poste par la juste valeur ( $FVA_n$  ou  $FVL_n$ ), sur le coût historique ( $BVA_n$  ou  $BVL_n$ ).

$$MVE_{it} - BVE_{it} = a_t + b_{1t} \cdot (FVA_{1it} - BVA_{1it}) + \dots + b_{nt} \cdot (FVL_{nit} - BVL_{nit}) + \varepsilon_{it}$$

### **Les modèles en rendement**

Les études d'association sur les résultats comptables utilisent le cadre méthodologique des études d'évènements sur la rentabilité des titres action, en observant le cumul des rentabilités anormales ou le rendement brut  $R_{it}$  du titre  $i$  autour de la date  $t$  de publication des résultats. La fenêtre utilisée est de 8 mois avant la publication et 4 mois après. Ces études testent une régression du type :

$$R_{it} = a_t + b_{1t} \cdot \text{Résultat}_{1it} + b_{2t} \cdot \text{Résultat}_{2it} + \varepsilon_{it}$$

### **Les modèles mixtes ou adaptés d'Ohlson**

Ces modèles sont mixtes, utilisant des agrégats tirés du bilan et du compte de résultat. En raisonnant à partir du modèle d'Ohlson (1995), on fait intervenir un facteur de croissance, capté dans les résultats dit résiduels ( $RI_{it}$ ), c'est-à-dire après rémunération des fonds propres au coût du capital.

$$MVE_{it} = a_t + b_{1t} \cdot BVE_{it} + b_{2t} \cdot RI_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ce modèle est souvent simplifié et décomposé en :

$$MVE_{it} = a_t + b_{1t} \cdot BVA_{1it} + \dots + b_{nt} \cdot BVL_{nit} + \dots \text{Net Income}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### **Pertinence et fiabilité : interprétation statistique**

D'après le SFAC n°1 (FASB, 1978), un chiffre comptable est pertinent s'il influe sur les décisions des utilisateurs ; il est fiable s'il décrit ce qu'il est censé décrire. Bien que liées, ces deux questions pertinence en valeur et fiabilité peuvent s'apprécier avec des outils propres.

#### *Pertinence en valeur*

La pertinence de l'information est recherchée dans le coefficient des variables, de signe ou de valeur voulue.

Dans un modèle bilantiel, les coefficients des variables indépendantes sont positifs et idéalement égaux à 1 pour les actifs, et négatifs et idéalement égaux à -1 pour les passifs. De même dans un modèle en rendement, le coefficient porté par une variable de résultat est prévu de signe positif. On s'attend à ce qu'un produit ou une charge (par exemple une dépréciation) ponctuels portent idéalement un coefficient de 1 ou de -1 respectivement. Une interprétation complémentaire est de rechercher les coefficients les plus élevés, montrant que les variables ont du poids dans la valorisation par le marché. C'est le cas des composantes permanentes des résultats.

L'introduction de variables binaires permet de créer des termes interactions. Par exemple, sur un échantillon couvrant plusieurs années autour de la date d'adoption des IFRS, une variable IFRS prenant la valeur 0 ou 1 en produit des variables indépendantes permet de juger si ces normes apportent une association supplémentaire.

#### *La fiabilité ou la significativité au sens statistique*



Le coefficient de corrélation  $R^2$  de l'ensemble de la régression est interprété comme un signe que le modèle est explicatif. Les études testent si chaque coefficient est significativement différent de 0 aux seuils habituels (1%, 5%, 10%) et s'il est possible de rejeter qu'ils soient différents de 1 ou -1 selon le cas.

### *Un arbitrage pertinence vs fiabilité ?*

Holthausen et Watts (2001) font remarquer que les deux familles de critères statistiques utilisés par les études de VR ne sont pas toujours convergents. Dans ce cas, elles doivent choisir entre privilégier la pertinence ou la conformité à la théorie (valeur des coefficients) et la fiabilité ou pouvoir explicatif de la régression ( $R^2$ ). De fait, selon HW plusieurs études de VR analyse la fiabilité plutôt que la pertinence, ce qui leur évite de se référer à un modèle d'évaluation préalablement défini. Mais ce n'est pas systématique, d'autres analysent bien le couple fiabilité/pertinence qui pour Barth et al. (2001) ne doit pas être divisé.

### **Limites de cette littérature pour le normalisateur comptable**

La comptabilité a-t-elle pour (unique) objectif de valoriser les fonds propres des firmes ?

Cette littérature (Barth *et al.*, 2001) affirme l'existence d'utilisateurs privilégiés, les investisseurs, donc la primauté de la mission d'évaluation de la comptabilité. Or, une information utile aux investisseurs aura bien un impact sur les cours et le niveau des valorisations, ce qui justifie la méthode. Cette utilisation est pour eux première relativement à l'utilisation des nombres comptables dans les contrats ou par les autres parties prenantes. De fait, l'IASB et le FASB postulent dans leur cadre conceptuel commun (2010) que l'objectif de la comptabilité est de fournir des informations aux investisseurs pour gérer leurs placements, ainsi qu'aux prêteurs néanmoins, considérés ensemble comme les apporteurs de capitaux.

Pourtant, il faut rappeler les autres dimensions de l'information comptable; qui ne nécessitent pas de rechercher la meilleure association entre les données comptables et les prix des actions. Outil contractuel (Holthausen et Watts 2001), permettant l'encadrement par les actionnaires de la rémunération des dirigeants et celui par les prêteurs de la politique d'investissement et de distribution de dividendes ; élément de preuve ; support de négociation salariale ; outil pour les statistiques nationales, pour la fiscalité et pour la régulation prudentielle des institutions financières. Avec la crise financière de 2008, les thèmes de la stabilité financière et de la procyclicité, qui ne sont pas nés de cette littérature, prendront une large place dans les débats de normalisation.

#### *Hypothèse d'efficience des marchés financiers et évaluation*

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers est théoriquement nécessaire à la méthodologie de VR. Les régressions testées sont tirées de modèles d'évaluation, qui tiennent la capitalisation boursière pour une estimation de la valeur fondamentale des actions ; estimation qui intègre l'information comptable à mesure de sa publication. A l'inverse, ces régressions ont peu de sens si l'on nie toute rationalité aux données boursières.

Soulignons que la comptabilité en coût historique permet l'évaluation des fonds propres. Elle communique un résultat qui serait plus proche du résultat permanent et mieux à même de fonder les prévisions de flux de trésorerie futurs, contrairement à un résultat affecté par des gains ponctuels, transitoires ou réversibles que constituent souvent les variations de juste valeur. Néanmoins, ces éléments de richesse ont leur importance dans l'estimation du patrimoine et des dettes à un instant  $t$ , bien qu'ils soient rarement utiles à la prévision de l'actif ou des marges futures.

## **2. Les années 90, période d'extension de la juste valeur**

### **Les normes SFAS 107 et SFAS 115 puis IAS 32 et IAS 39**

La norme SFAS 107 *Disclosure about fair value of financial instruments* a été publiée en 1991 pour application en décembre 1992. Elle prévoit la divulgation en annexe par catégorie de la juste valeur de tous les instruments financiers, comptabilisés ou non. Puis la norme SFAS 115 publiée en 1993 organise l'évaluation et la comptabilisation des titres par catégories. Elle a servi de modèle à l'IAS 39 sur la classification et l'évaluation des placements.

L'IAS 32 Instruments financiers *Présentation et informations à fournir* a été publiée en 1995 pour une première application dans le référentiel en 1996. Elle définit ce qu'est un actif ou un passif financier, une dette ou un instrument de capitaux propres. La norme IAS 39 *Instruments financiers : comptabilisation et évaluation* a été publiée dans sa première version en 1998, pour une première application en 2001. Elle a été révisée en 2003 et amendée à plusieurs reprises. Elle organise la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers par catégorie en mixant l'intention de détention et la nature des instruments : titres détenus jusqu'à échéance (coûts amortis), titres disponibles à la vente (juste valeur par *OCI*), titres de transaction et dérivés spéculatifs (juste valeur par résultat), prêts et créances (coûts amortis), emprunts et dettes (coûts amortis), instruments de couverture de flux futurs (juste valeur par *OCI*), instruments de couverture appariés à un autre instrument financier (juste valeur par résultat).

Encore faut-il rajouter à ces différentes catégories l'option de juste valeur par résultat, présente à l'origine en IAS 39 et maintenue en US GAAP sans condition d'éligibilité par la publication d'une norme dédiée en 2007, la

FAS 159. Cette option permet de comptabiliser la plupart des instruments financiers à la juste valeur par résultat, à condition de l'appliquer de façon irrévocable, et vient en quelque sorte balayer l'édifice des différentes catégories.

### **L'appui de la littérature à l'utilisation de la juste valeur dans la mesure et la classification des instruments financiers**

Barth (1994), montre sur un échantillon bancaire et en utilisant des données *pré-SFAS 107* que l'estimation reconstituée de la juste valeur des titres améliore l'association des données comptables bilantielles aux capitalisations boursières. En revanche, en spécifiant les tests à partir des rendements des titres contre les résultats, il apparaît que les plus-values latentes sur titres n'améliorent pas la relation. Ce résultat mitigé est lié selon l'auteure aux biais dans l'estimation des justes valeurs et à sa volatilité. Derrière ce biais, il faudrait distinguer les erreurs de mesure d'une part et la gestion des résultats d'autre part.

Suite à la mise en place de la norme SFAS 107, plusieurs auteurs ont recherché la pertinence boursière *ex post* des informations en juste valeur déjà publiées par les banques. Seule l'étude de Nelson (1996) est défavorable. Au contraire, Eccher *et al.* (1996) obtiennent des résultats favorables à la juste valeur, à partir d'un modèle bilantiel en niveau normalisé par les fonds propres. Sur un échantillon de 300 banques sur les années 1992 et 1993 les résultats de l'étude viennent valider la qualité informative additionnelle apportée par les normes SFAS 105 *divulgarion de la JV des instruments hors-bilan* et 107. Les estimations de juste valeur retenues pour les titres et la dette long terme apportent un surcroît de *VR* relativement au coût historique. Pour les titres, les auteurs retrouvent donc les mêmes résultats que Barth (1994). Ces résultats sont confirmés par un modèle en rendement. Le résultat est plus mitigé pour les prêts, selon les années et le degré de significativité voulu.

C'est un point important car le portefeuille de prêt est le cœur de métier d'une banque ; de plus, les prêts n'étant pas cotés, leur juste valeur n'est qu'une estimation.

Barth *et al.* (1996) vont enfin attester nettement de la pertinence boursière de la juste valeur des prêts telle que divulguée après la norme SFAS 107. Pour ce faire, ils utilisent un modèle bilantiel en niveaux normalisé par les fonds propres et introduisent différents actifs ou passifs bancaires et variables de contrôle supplémentaires : prêts provisionnés, actifs et passifs de taux, ratio prudentiel.

Si l'on compare l'ensemble des résultats de ces études aux normes applicables on constate que les titres de transaction et les titres disponibles à la vente sont bien évalués à la juste valeur dans les deux référentiels. En revanche, les titres détenus jusqu'à échéance, les prêts, les créances et les emprunts restent comptabilisés en coût amortis. Ceci est une trace de la controverse sur l'estimation de leur VR et témoigne d'une double interrogation. Pourquoi comptabiliser les plus ou moins-values latentes d'instruments financiers que l'on conservera jusqu'à extinction des flux ? Quelle peut-être la qualité des estimations de juste valeur d'instruments financiers non cotés ?

Pour conserver cette classification tout en faisant avancer la juste valeur, les normalisateurs ont consenti l'option de juste valeur, permettant de classer à volonté tout instrument financier par juste valeur en résultat. Il y avait là un évident aveu de cohésion intellectuelle avec la littérature en VR.

### **3. Définitions, fiabilité et hiérarchisation de la juste valeur par niveaux**

Les instruments financiers n'étant pas tous cotés sur un marché actif à

la date de clôture, la définition et la fiabilité de la mesure en juste valeur fait polémique. En réponse à ces questions, les normalisateurs ont publiés conjointement les normes IFRS 13 et FAS 157. Cette dernière est applicable depuis novembre 2007. Elle fait l'hypothèse de la pertinence de la comptabilisation à la juste valeur. Elle sera complétée en 2009, pour clarifier son utilisation dans des conditions où les marchés présentent moins d'activité ou de liquidité. La norme IFRS 13 *Fair Value Measurement*, publiée en mai 2011 est applicable depuis 2013.

Les deux normes imposent aux entreprises une publication hiérarchique dans les notes annexes des volumes d'instruments financiers valorisés à la juste valeur selon trois niveaux, en privilégiant le niveau 1, puis le 2, sur le 3 :

- Niveau 1 : les cours de marchés actifs pour le même instrument.
- Niveau 2 : les cours de marchés actifs pour des actifs ou passifs semblables et les techniques de valorisation dont toutes les données importantes sont fondées sur des informations de marché observables.
- Niveau 3 : les techniques de valorisation dont les données importantes ne sont pas toutes fondées sur des informations de marché observables.

Le niveau 3 pourrait être perçu comme étant le moins pertinent par les investisseurs compte tenu de leur difficulté à tester les modèles utilisés. La subjectivité, qui découle de la technique de valorisation retenue, accroît l'asymétrie d'information entre le management et les investisseurs. La moindre fiabilité de la mesure est caractérisée par un risque d'erreur intrinsèque (bruit) provenant du modèle de valorisation et par un risque d'erreur provenant du management (biais). Les investisseurs déprécieraient alors la valeur des actifs, en particulier ceux répertoriés dans le niveau 3, ce

dernier présentant une incertitude sur sa fiabilité (Maines et Wahlen, 2006).

Song *et al.* (2010) ont montré la pertinence de la mesure en juste valeur sur la valorisation boursière de grandes banques américaines pour les trois niveaux sur l'année 2008. Les attributs d'une bonne gouvernance améliorent le niveau 3, qui est le moins pertinent. De plus, la norme améliore le contenu informationnel de la publication de la juste valeur par niveaux. Sur données américaines également Goh *et al.* (2015) confirme la pertinence de la comptabilisation à la juste valeur pour cette année de crise, bien que moindre. La *value relevance* du niveau 3 est influencée positivement par le montant du capital réglementaire et la qualité du comité d'audit.

Toujours sur un échantillon de banques américaines en 2008 et 2009, Du et al. (2014) mettent en évidence une pertinence pour les trois niveaux lorsque les banques procèdent à des changements de catégories. En particulier, le transfert d'actifs dans le niveau 3 ou hors de ce niveau, suite aux mouvements de marché rendant les paramètres observables ou inobservables, apporte une information pertinente en valeur. Lu et Mande (2014) montrent que les informations supplémentaires détaillant les niveaux par classe d'instruments (ASU 2010-06) ont permis d'augmenter la VR du niveau 2 des actifs, le plus important en volume, pour les années 2009 et 2010.

Dans un contexte international appliquant les normes SFAS 157 et IFRS 13, Guiselin et Maati (2014) confirment que la valorisation à la juste valeur par niveaux est pertinente pour un large échantillon de banques de 2008 à 2012. La pertinence du niveau 3 n'est toutefois pas démontrée pour les grandes banques ; elle n'est pas démontrée non plus sur aucun niveau pour les banques les plus petites.

#### **4. Classement des variations de juste valeur et pertinence du *Comprehensive Income* et des *OCI***

La norme SFAS 130 *Reporting Comprehensive Income* parue en 1997, pour une application à partir de décembre 1997, prévoit la publication d'un résultat global à partir du résultat net et de l'addition des autres éléments de résultat global (*OCI*) : plus ou moins- values latentes sur titres disponibles à la vente, variations de valeur des dérivés de couverture de flux de trésorerie, écarts de conversion, ajustements sur engagements de retraite. Ces derniers *OCI* reprennent une partie des variations de juste valeur sur instruments financiers - titres disponibles à la vente et dérivés de couverture - mais pas la totalité puisque les variations de valeur des titres de transaction passent en résultat. L'objectif étant d'imposer un format de résultat exhaustif, égal à la variation des fonds propres hors relations avec les actionnaires, concept que l'on trouve dès le SFAC n°6 (1985).

Face aux réticences des parties prenantes au processus de normalisation, l'IASB devra attendre 2007 pour émettre la révision de la norme IAS 1 prévoyant la publication d'un *CI* comparable à celui de la norme SFAS 130, alors que le concept était présent, mais pas nommé, dans son cadre conceptuel de 1989.

Le décalage de 10 ans dans l'obligation de publier un *CI* dans chaque référentiel alimente une longue série d'études sur la question. Dans un premier temps, les résultats de la littérature qui travaille sur des proxys de *CI* sont globalement défavorables quant à sa *VR*. Surtout, ces articles réagissent en opposition au projet de suppression du résultat net, qui a été abandonné. Puis, avec les premières études sur données réelles les conclusions évoluent. Deux effets sont à l'œuvre dans cette évolution. D'abord les estimations pré-SFAS 130 ou pré-IAS révisée sont biaisées, notamment par le pauvre degré



d'extension de la juste valeur dans les états financiers et donc l'absence de variation de plus ou moins-values latentes dans les *CI* reconstitués. Ensuite, parce qu'une fois publiées les données de *CI* ont pu être lues et utilisées par les investisseurs.

Parmi les études défavorables au *CI* mentionnons Dhaliwal *et al.* (1999) aux US qui montrent que le *CI* est dans l'ensemble moins bien associé aux rendements boursiers que le résultat net. Ils trouvent cependant que les variations de valeur sur titres disponibles à la vente sont pertinentes en valeur et donc que le *CI* a du sens pour les institutions financières. Ramond *et al.* (2007) pour la France et le Royaume-Uni trouvent que le résultat global est moins pertinent en valeur que le résultat net, bien que les *OCI* apportent une information valorisée par les investisseurs. Ils travaillent à partir d'un proxy de *CI* reconstitué *ex post* comme la variation des fonds propres hors relations aux actionnaires. A l'opposé, Biddle et Choi (2006) font état d'une *VR* supérieure du *CI* au sens de la norme SFAS 130 sur celle du résultat net.

Avec Chambers *et al.* (2007) un point de vue médian commence à s'affirmer. Ils valident la pertinence de la mise en place de la norme SFAS 130. Chaque élément du *CI* est associé aux rendements boursiers. Il est intéressant de souligner que pour les données estimées, pre-SFAS 130, les résultats sont défavorables au *CI*, mais que les tests de *VR* deviennent positifs lorsqu'ils utilisent des données publiées. Pour le Canada, Kanagaretnam *et al.* (2009) trouve des résultats identiques. De même que Goncharov et Hodgson (2011) dans une étude portant sur 16 pays européens avec des données pré-IFRS et en utilisant de nombreuses spécifications. Ils confirment que le résultat net est plus pertinent en valeur que le *CI*. Néanmoins chaque élément constituant les *OCI* apparaît pertinent en valeur, à condition de ne pas l'agrèger au résultat net. Ils en concluent qu'il est bien nécessaire de séparer les éléments réalisés et latents.

Tout récemment, Dong *et al.* (2014) ont montré l'utilité pour les investisseurs de l'obligation faite par la SFAS 130 de publier le montant des plus-values latentes sur titres disponibles à la vente enregistrées en *OCI* faisant l'objet d'un recyclage en résultat, suite à leur réalisation par cession des titres. Les résultats empiriques montrent que les variations de plus-values latentes en *OCI* portent bien un coefficient significatif et de la valeur attendue pour des gains ponctuels; de plus, ces gains, une fois recyclés en résultat et donc réalisés, voient leur coefficient augmenter pour approcher la valeur attendue pour une composante permanente de résultat.

## **5. Impacts de l'UE et de la crise financière : reculs en VR sur la norme IAS 39**

L'adoption des IFRS par l'Union Européenne en 2005 s'est faite avec un double *carve-out* sur l'IAS 39 qui modifia les règles applicables à la macro-couverture et l'option de juste valeur. La faculté d'opter pour la juste valeur quelle que soit la catégorie d'instrument financier a été supprimée. Ce fut un point très controversé dans l'adoption des normes IFRS par l'Union Européenne, qui exigea et obtint le retrait de cette option de l'IAS 39 (règlement CE 19/11/2004). Avant d'accepter qu'elle ne revienne sous une forme plus limitée (règlement CE 15/11/2005), réduite aux cas pour lesquels elle atténue les incohérences comptables dans des appariements actifs/passifs.

Puis, en réponse à la crise financière de 2008, et sous la pression de l'UE, l'IASB a émis en octobre 2008 des amendements joints aux normes IFRS 7 *Instruments financiers : informations à fournir* et IAS 39, permettant le reclassement des titres de transaction vers les catégories disponibles à la vente, détenus jusqu'à maturité et prêts et créances; ainsi que des titres disponibles à la vente vers les prêts et créances.

Cette question des reclassifications ainsi que celle des dépréciations générées par la crise financière ont fait l'objet de différents travaux.

Paananen *et al.* (2012) montrent que ces reclassifications sont la marque d'un stress financier des institutions qui les ont pratiquées, stress mesuré par la proximité aux seuils de capitaux réglementaires. De plus, ces reclassifications atténuent l'utilité pour les investisseurs des données comptables (résultats et fonds propres), qui sont moins bien associées aux capitalisations boursières après reclassification. De même, pour Fiechter (2011) ces reclassifications ont pour objet d'améliorer les ratios prudentiels et de rentabilité et doivent être examinées avec la plus grande prudence.

Le volume des dépréciations générées par la comptabilité en juste valeur pendant la crise a été dénoncée pour ses effets pro-cycliques. Sans donner plus de détails sur cette question, et pour s'en tenir aux résultats des études de VR, citons Beltratti *et al.* (2013) qui attestent de la pertinence en valeur de ces dépréciations. Celles-ci s'étant traduite en montant et en calendrier par une baisse concomitante et équivalente des rendements des titres, les auteurs concluent sur leur bien-fondé. On pourrait cependant y voir une preuve de leur pro-cyclicité.

Ces résultats viendraient soutenir les normes en place pendant cette période et contestées puis modifiées ; tout comme ceux de Fiechter et Novotny-Farkas (2016) qui concluent à la pertinence de l'information en juste valeur selon les catégories d'instrument financier en place en IFRS, dans un cadre international entre 2006 et 2009. Pertinence atténuée toutefois, pour les actifs comptabilisés à la juste valeur par résultat des sociétés évoluant dans un environnement où le financement bancaire est privilégié relativement aux marchés.

L'IAS 39 est maintenant remplacée dans le référentiel, par l'IFRS 9,

dont la version définitive a été publiée en 2014. Son application dans l'UE est prévue pour 2018. Cette norme propose un classement des actifs financiers selon le *business model*, plutôt que selon l'intention de détention. Les actifs financiers détenus pour engranger des revenus sont évalués au coût amorti ; les actifs financiers détenus pour engranger des plus-values sont évalués en juste valeur par résultat. Une catégorie à la fois en coût amorti et juste valeur par *OCI* pour le solde est prévue pour les actifs financiers qui mixent les deux stratégies.

Nous n'avons pas intégré ces évolutions récentes à la discussion. En particulier, la notion de *business model* n'a pas été développée par la littérature en *VR*. Le fait que cette norme l'introduise est une avancée pour les préparateurs de comptes qui trouvent là une légitimation institutionnelle aux discours sur la rationalité économique des classements comptables. Elle permet aussi au normalisateur de ne plus afficher une comptabilité d'intention comme en IAS 39, même si les catégories de classement apparaissent proches. Enfin, compte tenu d'un certain nombre de conditions d'accès à la catégorie du coût amorti, la juste valeur par résultat demeure la catégorie par défaut, ce qui vient relativiser l'idée d'un recul de l'influence de la littérature étudiée sur les IFRS.

## **Conclusion**

Cette recension des études de *VR* en relation avec les évolutions normatives sur les instruments financiers fait ressortir qu'il y a bien une convergence progressive entre ces différentes études empiriques, ce qui établit une position donnée par cette littérature. Elle fournit *ex post* un appui aux normes et justifie l'extension continue de la juste valeur. L'influence de la recherche en *VR* sur la normalisation comptable se traduit donc dans une

démarche de validation ou d'invalidation, en mesurant la réaction des marchés financiers. Cela peut notamment s'expliquer par la posture positiviste des recherches contemporaines en comptabilité (Jeanjean et Ramirez, 2008). Chronologiquement, on trouve d'abord des études sur le marché américain, puis des échantillons internationaux ou européens, les normes US GAAP ayant précédé à plusieurs reprises les normes IFRS.

Notre étude met en évidence que les dispositions des référentiels IFRS et US GAAP sont conformes aux préconisations de la littérature en *VR* en ce qui concerne la comptabilisation et l'évaluation des titres de placement. Pour les instruments financiers détenus à long terme ou non cotés - emprunts, prêts et titres détenus jusqu'à échéance - la situation est plus ambiguë. Cette littérature promeut l'utilisation de la juste valeur pour ces catégories, alors que les deux normalisateurs prévoient toujours le recours au coût amorti. L'option offerte au préparateur de comptes pour classer tout instrument financier à la juste valeur par résultat est néanmoins très large en US GAAP ; ce qui n'est pas le cas en IFRS et introduit un premier niveau de différenciation quant à la perméabilité des deux référentiels à ces études.

Face aux interrogations sur la fiabilité de la mesure en juste valeur en l'absence de prix de marché actif, la pertinence et la hiérarchie des niveaux conjointement définis par les normalisateurs ont reçu une validation par la littérature, même en période de crise.

Cette littérature a également contribué à la sauvegarde du résultat net, tout en reconnaissant en définitive une pertinence aux *OCI*, comme élément ponctuel de richesse, en particulier pour la variation de valeur des titres disponibles à la vente.

Confronté à l'Union Européenne puis à la crise financière, le normalisateur IFRS a été soumis à d'autres influences qui atténuent celle de

la littérature étudiée. Il en a été ainsi, lors de l'adoption de l'IAS 39, avec la limitation de l'option de juste valeur aux cas d'incohérence de traitement comptable. De même, les reclassements post-crise accordés entre catégories d'actifs financiers ne sont pas compris par une littérature qui juge que le signal émis par les dépréciations générées par la comptabilité en place pendant la crise était adéquat. Enfin, la référence aux *business models* faite par l'IFRS 9 dans la classification des instruments financiers introduit un concept académique nouveau pour la littérature en VR ; concept qui peut promouvoir à long terme une vision alternative pour un modèle mixte de valorisation comptable, compte tenu des critiques adressées à la juste valeur : cas de la détention à long terme, illiquidité de certains marchés, fiabilité des estimations, pro-cyclicité.

### **Bibliographie**

- AHMED A., TAKEDA C., « Stock market valuation of gains and losses on commercial banks' investment securities: an empirical analysis », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 20, n°2, 1995, p. 207–225.
- BALL R., BROWN P., « An empirical evaluation of accounting income numbers », *Journal of Accounting Research*, vol. 6, n°2, 1968, p. 159-177.
- BARTH M., « Fair Value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks », *The Accounting Review*, vol. 69, n°1, 1994, p. 1–25.
- BARTH M., BEAVER W., LANDSMAN W., « Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS no.107 », *The Accounting Review*, vol. 71, n°4, 1996, p. 513–537.

- BARTH M., BEAVER W., LANDSMAN W. « The relevance of the value relevance literature for accounting standard setting: Another view », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, n°1-3, 2001, p. 77-104.
- BARTH M., « Standard-setting measurement issues and the relevance of research », *Accounting and Business Research*, vol. 37, Supplement 1, 2007, p. 7-15.
- BELTRATTI A., SPEAR N., SZABO M., « The value relevance and timeliness of write-downs during the financial crisis of 2007–2009 », *The International Journal of Accounting*, vol. 48, n°4, 2013, p. 467–494.
- BIDDLE G., CHOI J-H., « Is Comprehensive Income Useful? », *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, vol. 2, n°1, 2006, p.1-32.
- CHAMBERS D., LINSMEIER T., SHAKESPEARE C., SOUGIANNIS T., « An evaluation of SFAS 130 comprehensive income disclosures », *Review of Accounting Studies*, vol. 12, n°4, 2007, p. 557-593.
- DHALIWAL D., SUBRAMNAYAM K., TREZEVANT R., « Is Comprehensive Income Superior to Net Income as Measure of Firm Performance ? », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, n° 1-3, 1999, p. 43-67.
- DONG M., RYAN S. et ZHANG X., « Preserving amortized costs within a fair-value accounting framework: reclassification of gains and losses on available-for-sale securities upon realization », *Review of Accounting Studies*, vol. 19, n°1, 2014, p. 242-280.
- DU H., LI S.F., XU Z.R., « Adjustment of valuation inputs and its effect on value relevance of fair value measurement », *Research in Accounting Regulation*, vol. 26, n°1, October, 2014, p. 54–66.
- ECCHER E., RAMESH K., THIAGARAJAN S., « Fair value disclosures by bank holding companies », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 22, n°1-3, 1996, p. 79-117.

- FIECHTER P., « Reclassification of financial assets under IAS 39: impact on European banks' financial statements », *Accounting in Europe*, vol. 8, n°1, 2011, p. 49-67.
- FIECHTER P., NOVOTNY-FARKAS Z., « The impact of the institutional environment on the value relevance of fair values », *Review of Accounting Studies*, à paraître, 2016.
- GOH B., NGUYEN J., YONG K., « Market pricing of banks' fair value assets reported under SFAS 157 during the 2008 economic crisis », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 34, n°2, 2015, p.129-145.
- GONCHAROV I., HODGSON A., « Measuring and Reporting Income in Europe », *Journal of International Accounting Research*, vol. 10, n°1, 2011, p. 27-59.
- GUISELIN R., MAATI J., « Pertinence de la juste valeur calculée dans les bilans des banques », *La Revue du Financier*, vol.36, n° 210, 2014, p. 30-42.
- KANAGARETNAM K., MATHIEU R., SHEHATA M., « Usefulness of comprehensive income reporting in Canada », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 28, n°4, 2009, p. 349-365.
- HOLTHAUSEN R.W., WATTS R.L., « The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 31, n°1-3, 2001, p. 3-75.
- JEANJEAN T., RAMIREZ C., « Aux sources des théories positives : contribution à une analyse des changements de paradigme dans la recherche en comptabilité », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, vol. 14, n°2, 2008, p. 5-26.
- LANDSMAN W., « Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research », *Accounting and Business Research*, vol. 37, supplement 1, 2007, p. 19-30.



- LAUX C., LEUZ C., « The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 34, n°6-7, 2009, p. 826–834.
- LU H-Y., MANDE V., « Does disaggregation of fair value information increase the value relevance of the fair value hierarchy? », *Research in Accounting Regulation*, vol. 26, n°1, 2014, p. 90–97.
- MAINES L.A., WAHLEN J.M., « The nature of accounting information reliability: Inferences from archival and experimental research », *Accounting Horizons*, vol. 20, n°4, 2006, p. 399-425.
- NELSON K., « Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS no.107 », *The Accounting Review*, vol. 71, n°2, 1996, p. 161–182.
- OHLSON J., « Earnings, book value and dividends in equity valuation », *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n°2, 1995, p. 661-687.
- PAANANEN M., RENDERS A., SHIMA K., « The amendment of IAS 39: determinants of reclassification behavior and capital market consequences », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 27, n°2, 2012, p. 208–235.
- PALEA V., « Fair value accounting and its usefulness to financial statement users », *Journal of Financial Reporting and Accounting*, vol. 12, n°2, 2014, p. 102-116.
- RAMOND O., CASTA J-F, BATSCH L., « Résultat et performance financière en normes IFRS : Quel est le contenu informatif du Comprehensive Income ? », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, vol. 13, n° thématique, décembre, 2007, p. 129-154.
- SONG C., THOMAS W., YI H., « Value relevance of FAS 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms », *Accounting Review*, vol. 85, n°4, 2010, p. 1375–1410.