



HAL
open science

Intérêt de la normalisation comptable : pertinence des chiffres comptables et opportunités de croissance

Charlotte Disle

► **To cite this version:**

Charlotte Disle. Intérêt de la normalisation comptable : pertinence des chiffres comptables et opportunités de croissance. Normes et Mondialisation, May 2004, France. pp.CD-Rom. halshs-00593076

HAL Id: halshs-00593076

<https://shs.hal.science/halshs-00593076>

Submitted on 13 May 2011

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

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

INTERET DE LA NORMALISATION COMPTABLE : PERTINENCE DES CHIFFRES COMPTABLES ET OPPORTUNITES DE CROISSANCE

Charlotte, Disle, Doctorante, ATER, Université Pierre Mendès France, CERAG, UMR 5820,
BP 47 38040 GRENOBLE CEDEX 09, charlotte.disle@upmf-grenoble.fr

Résumé

Les caractéristiques de l'entreprise et les normalisations comptables conditionnent la pertinence des chiffres comptables. Nous montrons que la pertinence du résultat est influencée par les opportunités de croissance des entreprises. Cependant, ceci ne peut s'expliquer par le degré de prudence du résultat, sous-jacent aux normalisations comptables.

Mots clés

Chiffres comptables, résultat, pertinence, opportunités de croissance, principe de prudence

Abstract

The characteristics of the company and the accounting standards condition the relevance of the accounting figures. We show that the relevance of the earning is influenced by the companies' growth opportunities. However, this cannot be explained by the degree of conservatism of the earning defined by accounting standard.

Key words

Accounting figures, earning, relevance, growth opportunity, conservatism

INTERET DE LA NORMALISATION COMPTABLE : PERTINENCE DES CHIFFRES COMPTABLES ET OPPORTUNITES DE CROISSANCE

Résumé

Les caractéristiques de l'entreprise et les normalisations comptables conditionnent la pertinence des chiffres comptables. Nous montrons que la pertinence du résultat est influencée par les opportunités de croissance des entreprises. Cependant, ceci ne peut s'expliquer par le degré de prudence du résultat, sous-jacent aux normalisations comptables.

Abstract

The characteristics of the company and the accounting standards condition the relevance of the accounting figures. We show that the relevance of the earning is influenced by the companies' growth opportunities. However, this cannot be explained by the degree of conservatism of the earning defined by accounting standard.

Introduction

Les chiffres comptables doivent permettre d'informer leurs utilisateurs sur la valeur des entreprises. Cependant, de nombreuses études soulignent la faible pertinence des chiffres comptables. Nous tentons alors d'étudier au travers de cette recherche dans quel contexte les chiffres comptables sont susceptibles d'être moins pertinents et comment l'influence du contexte est intégrée selon les cadres comptables. Plus précisément, notre étude apprécie si les opportunités de croissance influencent la pertinence du résultat et si leurs impacts varient selon le principe de prudence.

Les difficultés de la comptabilité à valoriser les entreprises ont, par exemple, été mises en exergue à travers les start-up Internet. Ces entreprises sont le plus souvent déficitaires mais présagent d'une croissance future élevée. Cependant, leurs résultats, généralement négatifs, ne parviennent pas toujours à informer sur leurs valeurs. Les états comptables traditionnels présenteraient des difficultés à valoriser des entreprises caractérisées par des opportunités de croissance, du fait de l'inertie des chiffres comptables, de l'impact du principe de prudence et de l'incomplétude des chiffres comptables.

Dans le contexte de la normalisation comptable, deux approches s'opposent : une approche comptable dite traditionnelle appliquant l'enregistrement au coût historique et le principe de prudence et une approche comptable en juste valeur qui envisage d'intégrer immédiatement les fluctuations du marché évitant ainsi des décalages entre la comptabilité et la réalité des entreprises. Nous examinons ainsi si les influences du contexte sont conditionnées par les approches comptables.

Aussi, nous étudions la pertinence des chiffres comptables selon les opportunités de croissance des entreprises et selon le degré de prudence du résultat. L'étude est effectuée sur un échantillon d'entreprises de seize pays européens sur la période 1993/2001. Nous appliquons une méthodologie justifiée pour définir les opportunités de croissance et examinons le contenu informatif redondant du résultat comptable et de la variation du résultat comptable selon les opportunités de croissance, à l'aide d'études d'association. Des études complémentaires considèrent l'impact du degré de prudence pour expliquer les résultats trouvés.

Dans une première section, nous présentons une revue de la littérature sur le rôle des chiffres comptables en matière d'évaluation et l'intérêt d'une approche contextuelle. Nous nous intéresserons plus particulièrement à l'influence des opportunités de croissance. Dans une deuxième section, nous effectuons une étude empirique de la relation des chiffres comptables et de la valeur des entreprises, selon leurs opportunités de croissance. Puis, nous analysons l'impact du principe de prudence sur les chiffres comptables, selon les opportunités de croissance des entreprises.

1. Chiffres comptables, valeur et opportunités de croissance

1.1 Etude de la pertinence des chiffres comptables en matière d'évaluation

La comptabilité est une technique quantitative de collecte et d'interprétation des informations relatives à une entité permettant de définir une image de celle-ci. En effet, quel que soit le cadre conceptuel, il apparaît qu'un des objectifs de la comptabilité est de fournir une information utile permettant d'évaluer une entité. Aussi, il convient d'apprécier si la comptabilité parvient à répondre à cet objectif, soit offrir un contenu informatif permettant de refléter les événements pertinents en matière d'évaluation de l'entreprise.

De plus, il nous semble intéressant d'étudier le contenu informatif des chiffres comptables en matière d'évaluation, compte tenu des derniers scandales financiers et cas de manipulations comptables mais aussi eu égard aux interrogations sur la valorisation par les marchés. Ce questionnement convient également d'être développé de façon plus ardue pour les entreprises non cotées qui ne disposent pas d'évaluation de marché. Enfin, les différentes voies de normalisation comptable peuvent également être appréciées au travers de leur capacité à répondre à cet objectif d'évaluation.

La pertinence des informations comptables est jugée à travers la qualité de la relation entre les chiffres comptables et la valeur de l'entreprise. Selon LANDSMAN et MAYDEW (1999), une donnée a un contenu informatif si elle est marginale par rapport à d'autres sources d'informations alternatives et compétitives et si elle confirme ou complète une information antérieure. Cette définition correspond à une acceptation large de la notion de contenu informatif ; elle considère deux approches : le caractère intrinsèque et le caractère redondant de l'information. Comme précisé dans l'étude de DUMONTIER (1999), le caractère intrinsèque considère qu'une donnée a un contenu informatif si elle complète une information antérieure alors que le caractère redondant correspondant au fait que le contenu informatif de la donnée confirme une information antérieure. L'étude de la pertinence de l'information comptable dépend de l'approche considérée.

Dans le langage courant, le terme pertinence, provenant du terme latin *pertinere* signifiant concerner, est usité pour qualifier un élément qui convient exactement à l'objet dont il s'agit.

La pertinence des chiffres comptable est appréhendée par leur relation avec la valeur qu'ils sont supposés retracer. Historiquement, deux courants de littérature se distinguent :

- Un premier courant envisage l'étude du rôle des données comptables dans l'évaluation. On apprécie si les informations comptables renseignent sur la valeur de l'entreprise ;
- Un deuxième courant apprécie l'impact informationnel des annonces comptables sur le mouvement des prix des titres ou le volume de titres échangés. On étudie si le marché réagit face à une information comptable.

Le premier courant correspondant à l'approche de la pertinence par le contenu informatif redondant ; le deuxième courant apprécie la pertinence des chiffres comptables à travers son caractère informatif intrinsèque. Nous appréhenderons la pertinence des chiffres comptables selon la première acceptation, soit le contenu informatif redondant.

Une donnée a un caractère informatif redondant si elle fournit une information déjà donnée sous une autre forme. Dans le cadre de l'évaluation des entreprises, l'information comptable sera jugée pertinente, sous cette acceptation, si elle reflète la valeur perçue par le marché.

L'information est jugée pertinente si elle est associée à l'élément mesuré. Dans le cadre de notre étude, une information comptable est pertinente si elle est reliée de façon significative avec une mesure de la valeur de l'entreprise. Les chiffres comptables constituent une source d'informations pertinentes s'ils permettent d'apprécier la valeur de l'entreprise. Ils offrent aux investisseurs la possibilité de réaliser, confirmer et revoir leurs estimations. Aussi, dans cette approche, l'information comptable est pertinente, même si sa publication se réalise ultérieurement aux événements économiques qu'elle reflète.

L'étude du contenu informatif redondant des chiffres comptables, s'opérationnalise à travers une étude d'association. L'étude d'association examine si les informations comptables permettent de refléter la valeur de la firme ; elle définit quels sont les chiffres comptables qui permettent de répondre le mieux à cet objectif. La valeur de l'entreprise correspond à une réalité de l'entreprise ; cette valeur peut être traduite par les chiffres comptables ou observée par le marché. L'examen de la pertinence, à travers les études d'association permet d'apprécier si l'image de l'entreprise établie à partir des informations comptables est la même que l'image de l'entreprise formulée par les investisseurs. Il ne s'agit pas d'établir et d'expliquer une relation de causalité entre les chiffres comptables et la valeur de marché (le marché ne servant que de référent de la valeur intrinsèque), mais juste d'apprécier le contenu informatif redondant des chiffres comptables à travers la significativité de la relation.

Les études d'associations, si elles démontrent la pertinence des informations comptables, ont alors pour intérêt de permettre des économies par rapport aux coûts associés à l'analyse de l'entreprise.

Indépendamment de la recherche d'un formalisme de la relation entre les chiffres comptables et la valeur, les études d'association permettent d'apprécier si les informations comptables sont corrélées avec la valeur de l'entreprise qu'elles tentent de refléter. L'étude de la pertinence des chiffres comptables apprécie donc un item spécifique dont on étudie la pertinence et un référent de la valeur (benchmark). Le marché supposé efficient, représente un référentiel opportun pour juger sans arbitraire de la pertinence de l'information comptable. Les études d'associations considèrent le prix ou la rentabilité du titre comme une référence pour apprécier la pertinence des informations comptables.

Les études d'association s'élaborent généralement à l'aide d'analyses de régression. Elles consistent à régresser la valeur ou la rentabilité d'un titre exprimée par le marché sur les chiffres comptables dont on veut apprécier la pertinence, soit :

$$P_{it} = \alpha_{0t} + \sum_{k=1}^n \alpha_{kt} VC_{it}^k + v_{it} \quad \text{ou} \quad R_{it} = \beta_{0t} + \sum_{k=1}^n \beta_{kt} VC_{it}^k / P_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

avec :

P_{it} et P_{it-1} : la valeur boursière de la firme i à la période t et $t-1$;

R_{it} : la rentabilité boursière de la firme i à la période t ;

VC_{it}^k : la variable comptable k publiée par l'entreprise i à la date t normée par le prix $t-1$;

$v_{i,t}$ et $\varepsilon_{i,t}$: les erreurs aléatoires.

La corrélation entre les données comptables et les valeurs de marché est étudiée à l'aide du coefficient de détermination R^2 de la régression ou des coefficients de régression des chiffres comptables.

Sans nécessairement définir un modèle d'évaluation, on peut apprécier la pertinence des chiffres comptables en examinant la corrélation entre les chiffres comptables et la valeur de l'entreprise. Partant de l'intuition que le comptable et le marché financier observent la même réalité, les études d'association permettent d'examiner le lien entre les chiffres comptables et la valeur de marché. Aussi, de nombreux travaux empiriques ont examiné la relation entre les chiffres comptables et la valeur de l'entreprise. Parallèlement, à ces travaux, des recherches se sont développées afin de définir un lien théorique de ces relations empiriques. Les modèles de OHLSON et FELTHAM et OHLSON (1995) sont les travaux les plus reconnus en la matière. La relation définie par ces auteurs permet d'exprimer un lien entre le résultat, la variation du résultat et la rentabilité d'un titre.

Le modèle offre une formalisation théorique et opérationnelle permettant de relier la valeur de marché à des données comptables courantes. La valeur de marché est renseignée par la valeur des fonds propres et des « bénéfices anormaux » futurs actualisés. Les bénéfices anormaux correspondent à la partie du résultat comptable en excès du résultat attendu en appliquant le taux de rentabilité exigé par les actionnaires aux fonds propres comptables de début de période. La définition des résultats anormaux est opérationnalisée par le modèle linéaire d'information (LIM) qui statue d'une relation entre la comptabilité courante, les résultats prévisionnels et les bénéfices anormaux futurs. La valeur de l'entreprise s'exprime alors comme la somme de la valeur comptable et de l'espérance actualisée des résultats futurs anormaux :

$$P_t = BV_t + E[(X_{t+\tau}^a)/(1+r_t)^{-\tau}]$$

Cette relation peut être testée empiriquement par l'expression suivante :

$$R_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{j,t}/P_{j,t-1} + \beta_2 \Delta X_{j,t}/P_{j,t-1} + \mu_{2,j,t}$$

Avec $R_{j,t}$ le taux de rentabilité du titre de l'entreprise j en t,

$X_{j,t}$ le changement de résultat dans la période t-1, t

β_1 et β_2 les coefficients de régression

β_0 l'interception à l'origine

$\mu_{2,j,t}$ un terme d'erreur.

Nous examinons la pertinence des chiffres comptables à travers l'examen de leur contenu informatif redondant qui peut être mesurée à l'aide d'une étude d'association. Nous nous focalisons sur les conditions de pertinence du résultat.

1.2 Ecueil de la relation empirique entre les chiffres comptables et la valeur & Influence des opportunités de croissance

De nombreuses recherches ont apprécié de façon empirique la relation entre les chiffres comptables et la valeur ; elles se sont d'autant plus développées ces dernières années. Il apparaît, cependant, que la relation étudiée est assez souvent décevante car le résultat ne parvient généralement à expliquer que très faiblement la valeur. LEV (1989) souligne les doutes quant au contenu informatif du résultat ; en effet « Une variable d'information qui explique seulement à peu près 5 % de la volatilité des cours, et dont la relation avec les

rentabilités est instable ne peut être très utile »¹. Selon des travaux plus récents², le résultat ne parvient pas à expliquer de façon satisfaisante la valeur de l'entreprise. Les coefficients de détermination de la relation varient de 1 % à 49 %, selon les spécifications méthodologiques et l'intégration de l'influence du contexte de l'entreprise.

Ce résultat peut paraître paradoxal. En effet, le résultat a par définition pour objectif d'observer la création de richesse des entreprises donc il devrait informer sur la valeur de l'entreprise. De plus, le résultat occupe une place prépondérante dans la communication financière. En outre, du fait de la marchandisation grandissante, le besoin d'une information fiable, que peut constituer le résultat, apparaît essentiel. Ainsi les études ont tenté d'expliquer au mieux la relation entre les chiffres du marché et les chiffres comptables dont le résultat. Ces améliorations se sont développées selon deux approches : intégrer des raffinements d'ordre méthodologique ou considérer la nature des variables explicatives et les conditions influençant la relation.

Nous envisageons la deuxième voie correspondant à une approche contextuelle. L'entreprise est une organisation qui se réalise dans un contexte singulier ; elle interagit avec son environnement selon ses propres spécificités. L'approche contextuelle permet alors de définir quelles sont les caractéristiques spécifiques des entreprises à prendre en compte et ainsi d'apprécier les conditions pour lesquelles le résultat est pertinent. Dans le cadre de l'approche contextuelle, nous nous focalisons sur la prise en charge de l'influence des opportunités de croissance. La prise en compte de la part des opportunités de croissance a été introduite par les travaux de MYERS (1977) qui propose de formaliser la valeur comme la somme des actifs en place et des opportunités de croissance de l'entreprise. Les actifs en place représentent l'ensemble des actifs dont dispose actuellement l'entreprise ; alors que les opportunités de croissance correspondent aux possibilités pour l'entreprise d'accroître, de moderniser son activité ou de développer de nouvelles activités. Par leur nature, les opportunités de croissance sont plus difficilement appréhendables par les chiffres comptables, du fait de la plus grande marge manœuvre dans la définition des chiffres comptables, de la moindre persistance du résultat, de l'impact du principe de prudence et de l'incomplétude des chiffres comptables.

L'approche comptable dite traditionnelle enregistre les actifs à leur valeur historique. De plus, le fruit de l'activité est enregistré uniquement lorsque celui-ci s'est véritablement réalisé. Ainsi, cette comptabilité offre essentiellement une représentation patrimoniale de la valeur de l'entreprise. Contrairement à une approche comptable de juste valeur, les chiffres comptables renseignent sur la valeur des entreprises dans une perspective de liquidation et non de création de valeur. Les opportunités de croissance participent à la valeur de l'entreprise ; néanmoins, leur enregistrement est difficile car elles concernent des éléments susceptibles de créer de la valeur dans le futur. Nous pouvons nous interroger si l'une ou l'autre des approches comptables permet de mieux appréhender la valeur de l'entreprise. On peut penser qu'une approche patrimoniale intègre moins les opportunités de croissance qu'une approche de juste

¹ « An information variable that explains only about 5 % of stock return variability, and whose relation with return is unstable, can not be very useful. » (LEV, 1989)

² Cette synthèse est établie à partir des travaux de LEV (1989), HOTHAUSEN et WATTS (2000) et JANIN (2000).

valeur. Cependant, comme l'indique BERNHEIM (2001), il est difficile de postuler de la primauté d'une approche.

Par ailleurs, la prise en compte des opportunités de croissance introduit un compromis entre la fiabilité et la pertinence des chiffres comptables. La pertinence des chiffres comptables dépend de la définition et de l'approche comptable adoptée. Parallèlement, la prise en compte des opportunités de croissance peut également affecter la fiabilité des chiffres comptables. En effet, le suivi de la réalité économique des entreprises susceptibles de croître dans l'avenir introduit la prise en compte d'éléments plus complexes et plus abstraits que l'enregistrement d'opérations courantes relativement bien formalisées concernant l'exploitation des actifs en place. Ainsi, la comptabilité au niveau de ces entreprises connaît une marge de manœuvre plus grande. Les chiffres comptables sont alors définis avec un pouvoir discrétionnaire plus large au niveau des choix comptables. Par exemple, des choix en matière d'étalement des charges ou d'immobilisation des dépenses en R&D sont susceptibles de modifier la qualité des chiffres comptables ; or ces choix sont plus nombreux pour ces entreprises. La prise en compte des opportunités de croissance des entreprises permet de considérer la latitude en matière de choix comptable et le degré de manipulation comptable susceptible d'influencer la pertinence des chiffres comptables. De plus, leur enregistrement est conditionné par le cadre comptable.

L'étude de la pertinence des chiffres comptables consiste à examiner le lien entre la valeur de l'entreprise présente, illustrée par le marché, aux chiffres comptables actuels. Cette relation laisse donc supposer que les performances actuelles de l'entreprise permettent d'expliquer les flux futurs à venir exprimant la valeur de l'entreprise. Néanmoins, cette relation d'évaluation comptable induit une hypothèse forte quant à la nature des chiffres comptables. Notamment, on suppose implicitement que le résultat est persistant et qu'ainsi la valeur de demain pourrait être expliquée à partir de celle d'aujourd'hui. Cette hypothèse ne peut pas être valide pour toutes les entreprises. L'approche contextuelle permet alors d'apprécier dans quel cas l'entreprise est susceptible de connaître une persistance de ses résultats et donc d'indiquer quand le résultat présent permet de refléter la valeur de l'entreprise.

En outre, les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance tirent leur valeur essentiellement des résultats futurs et les résultats présents ne permettent pas de représenter les performances et créations de valeur à venir. Les opportunités de croissance induisent alors une non-persistance des résultats qui remettent ainsi en cause leur pertinence. Certaines recherches se sont intéressées à la prise en compte d'une autre valeur que la valeur présente de l'entreprise correspondant à son activité actuelle. Ces recherches vont alors dans le sens de la prise en compte d'options sur l'avenir. En outre, BURGSTHALER et DICHEV (1997) proposent de reconnaître les alternatives d'utilisation des ressources de l'entreprise. La valeur de l'entreprise est alors considérée comme la combinaison de la valeur de l'activité actuelle et de la valeur d'autres activités futures³. Le résultat fournit une mesure de la manière dont les ressources de la firme sont actuellement utilisées. La valeur comptable donne une mesure des ressources de la firme, indépendamment de leur utilisation actuelle. Quand le ratio résultat sur valeur comptable est élevé, la firme va probablement perpétuer sa manière actuelle

³ BURGSTHALER et DICHEV (1997) parlent de « recursion value » et « adaptation value », BARTH et LANDSMAN (1995) évoquent la « managerial skill » et STERLING (1968) parle de « stationary state »

d'utilisation de ses ressources. La valeur de l'entreprise provient de ses ressources actuelles. Le résultat représente alors le déterminant important de la valeur. Inversement, quand l'entreprise puise sa valeur des opportunités de croissance, le rapport résultat sur valeur comptable est faible, les performances actuelles ne peuvent expliquer la valeur de l'entreprise. Le résultat n'est pas pertinent pour expliquer la valeur de l'entreprise, inversement la valeur comptable peut davantage refléter la valeur de l'entreprise. Lorsque l'entreprise connaît des opportunités de croissance, le résultat n'est pas pertinent pour illustrer la valeur de l'entreprise, car la valeur dépend des résultats des activités futures.

Par ailleurs, le principe de prudence apparaît comme un des éléments majeurs de contradiction de la lecture de l'entreprise. Le principe de prudence conduit à valoriser davantage les pertes futures que les profits futurs. Aussi la pertinence du résultat peut être biaisée par le principe de prudence. Le principe de prudence a plus ou moins d'impacts sur la valorisation selon que l'entreprise est sujette à connaître des événements futurs positifs ; dans ce cas, ils ne sont pas intégrés et la valeur de l'entreprise est sous-estimée. L'approche contextuelle permet alors d'appréhender dans quel cas l'entreprise est susceptible d'être affecté par le principe de prudence, soit dans quelle situation le résultat est moins pertinent. En particulier, le principe de prudence introduit un décalage entre les charges et produits liés aux opportunités de croissance et affecte la pertinence des chiffres comptables. En effet, les chiffres comptables vont sous-estimer la valeur des entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance. Ainsi, la prise en compte des opportunités de croissance permet de considérer les situations où les chiffres sont susceptibles d'être moins pertinents du fait de l'impact du principe de prudence qui conduit à sous-estimer la valeur des entreprises de croissance.

La prise en compte des opportunités de croissance permet de considérer les conditions dans lesquelles les divergences entre les différentes normalisations sont susceptibles d'affecter davantage la pertinence des chiffres comptables. Leur considération permet, plus particulièrement, d'envisager le degré de marge de manœuvre de définition des chiffres comptables, la persistance du résultat, l'impact du principe de prudence et l'incomplétude des chiffres comptables.

Nous étudions ainsi la pertinence des chiffres comptables selon les opportunités de croissance de l'entreprise. Nous supposons que les chiffres comptables sont moins pertinents lorsque l'entreprise bénéficie d'opportunités de croissance. De plus, nous supposons que les opportunités de croissance affectent davantage la pertinence des chiffres comptables dans le cadre comptable traditionnel que dans une approche en juste valeur, du fait de l'application du principe de prudence.

2. Etude empirique de l'influence des opportunités de croissance sur la pertinence des chiffres comptables

L'étude empirique de l'influence des opportunités de croissance sur la pertinence des chiffres comptable vise à apprécier s'il existe une différence de pertinence des chiffres comptables selon que l'entreprise bénéficie d'opportunités de croissance et ainsi d'étudier l'intérêt des

différentes normalisations comptables qui n'intègrent pas de la même manière les opportunités de croissance.

Pour ce faire, dans un premier temps, nous développons une méthodologie justifiée - analyse factorielle et classification - pour définir les opportunités de croissance. Dans un second temps, nous appliquons des études d'association pour mesurer l'influence des opportunités de croissance sur la pertinence des chiffres comptables. Nous supposons que les chiffres comptables sont moins pertinents lorsque les entreprises connaissent davantage d'opportunités de croissance. Enfin, au travers d'études complémentaires, nous tentons d'expliquer les résultats trouvés. Nous envisageons, en outre, l'impact du principe de prudence.

2.1 Echantillon

L'étude est appliquée à un échantillon d'entreprises de seize pays européens sur la période de 1993 à 2002. Les informations sont extraites de la base de données *Thomson Analytics*. L'étude s'applique pour chaque année de la période d'étude ; en effet, nous pensons que le bénéfice d'opportunités de croissance pour une entreprise peut varier d'une année à l'autre. Nous considérons, pour chaque année, les entreprises actives au 1^{er} janvier de l'année d'étude. Sont ôtées de l'étude les entreprises des secteurs financiers, assurance, organisations des administrations publiques et les inclassables car ces entreprises présentent des particularités qui pourraient nuire à notre analyse. Sont supprimées de l'échantillon d'étude les entreprises pour lesquelles nous ne disposons pas d'informations sur les variables choisies pour définir les opportunités de croissance. Il apparaît que la base de données est peu fournie car l'échantillon est très nettement réduit lorsque sont seulement considérées les entreprises informées. Enfin, les entreprises dont les ratios de capitalisation sont négatifs, ce qui représente un non-sens dans la définition des opportunités de croissance, sont également supprimées de l'analyse. Nous excluons l'année 2002 de la période d'étude car nous ne disposons pas d'assez d'informations pour cette année. In fine, nous étudions 21 985 entreprises années soit en moyenne environ 2 200 entreprises par année.

Cet échantillon permet de définir les opportunités de croissance. Nous ne considérons pas le même échantillon pour l'étude d'association et les études complémentaires. Cette démarche permet de ne pas biaiser la définition des opportunités de croissance en réduisant la définition des opportunités de croissance aux seules entreprises pour lesquelles nous disposons d'informations sur les prix et résultats, entre autres. L'échantillon pour l'étude d'association et les études complémentaires est donc constitué des entreprises ayant permis de définir les opportunités de croissance et dont nous disposons des informations pour effectuer notre étude d'association. Sont ôtées de l'échantillon d'étude, les données aberrantes soit les données pour lesquelles la valeur absolue du résultat net par titre rapportée au prix de début d'exercice est supérieure à un et pour lesquelles les données de la régression sont éloignées de plus de deux écart type de leur moyenne. Enfin, nous éliminons les entreprises ne clôturant pas au 31 décembre afin d'avoir des données cohérentes ; l'item résultat net correspondant au résultat de fin d'exercice et le prix étant le prix de fin d'année. Au total, l'échantillon est constitué de 10 393 entreprises années sur la période 1993 à 2001. Par ailleurs, afin d'expliquer l'influence des opportunités de croissance, nous étudions l'impact du principe de prudence. Pour mettre en œuvre cette étude complémentaire, il convient de disposer pour chaque année de l'historique sur trois années des rentabilités. Aussi, cette étude n'est effectuée que sur la

période 1996/2001 et pour les entreprises pour lesquelles nous disposons de cet historique, soit 6 071 entreprises années Le tableau n°1 présente la constitution de l'échantillon.

TABLEAU N°1 : ECHANTILLON D'ETUDE

Echantillon	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2
1. Original	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460	9 460
2. Entreprises actives	9 282	9 218	9 151	9 056	8 914	8 767	8 590	8 368	8 100	7 783
3. Or division H, J et K	7 092	7 051	6 994	6 926	6 816	6 707	6 582	6 409	6 209	5 978
4. Informé sur les OC	2 544	2 708	2 731	2 725	3 196	3 394	3 322	3 389	3 541	805
5. Non aberrant pour les OC	1 923	2 250	2 294	2 241	2 693	2 753	2 653	2 495	2 249	434
6. Informé pour l'association	1 591	1 727	1 680	1 967	2 405	2 753	3 044	3 241	3 120	968
7. Non aberrant pour l'association	1 514	1 671	1 644	1 934	2 373	2 688	2 930	2 911	2 819	828
8. Au 31/12	1 059	1 183	1 167	1 378	1 663	1 873	2 062	2 148	2 109	98
9. Indicateurs d'OC	989	912	881	1015	1211	1294	1416	1403	1272	36
10. Principe de prudence	-	-	-	887	984	1 018	1 059	1 071	1 052	-

L'échantillon est construit en deux temps : dans un premier temps, pour la définition des opportunités de croissance (OC), puis pour l'application des études d'association et études complémentaires.

1. L'échantillon **Original** représente l'ensemble des entreprises disponibles sur la base de données Thomson Analytics pour chaque année de la période d'étude.
2. L'échantillon **Entreprises actives** contient les entreprises actives au 1^{er} janvier de l'année d'étude.
3. La division **H** soit les entreprises du secteur financier et de l'assurance, la division **J** soit les organisations des administrations publiques et la division **K** soit les entreprises inclassables, en terme de secteur, sont retirées de l'échantillon formant ainsi l'échantillon **Or division H, J et K**.
4. L'échantillon **Informé sur les OC** correspond aux entreprises de l'échantillon Or division H, J et K pour lesquelles nous disposons des informations sur les variables permettant de définir les opportunités de croissance (OC).
5. L'échantillon **Non aberrant pour les OC** comprend les entreprises de l'échantillon Informé pour les OC pour lesquelles les ratios de capitalisation sont positifs.
6. L'échantillon **Informé pour l'association** représente les entreprises pour lesquelles nous disposons des informations sur les variables de la régression (prix, nombre d'actions, coefficient d'ajustement, résultat).
7. L'échantillon **Non aberrant pour l'association** correspond à l'échantillon informé duquel ont été ôtées les données aberrantes.
8. L'échantillon **Au 31/12** comprend les entreprises de l'échantillon nettoyé qui clôture leurs exercices comptables le 31 décembre. Les études d'association sont effectuées à partir de cet échantillon.
9. L'échantillon **Indicateurs d'OC** contient les entreprises pour lesquelles ont été définis les indicateurs d'opportunités de croissance et présentes dans l'échantillon au 31/12.
10. L'échantillon **Principe de prudence** est constitué des entreprises présentes dans l'échantillon Indicateurs d'OC et pour lesquelles nous disposons des rentabilités des trois années précédentes à l'année d'étude.

2.2 Définition des opportunités de croissance

2.2.1 Variables

Par définition, les opportunités de croissance sont difficilement évaluables car elles sont inobservables et non informées dans les états financiers. Il convient donc de définir des variables subrogatoires pour apprécier les opportunités de croissance ; mais, comme le soulignent GAVER et GAVER (1993), il n'existe pas de véritables consensus dans la littérature quant à la définition de ces variables subrogatoires : « *Les opportunités d'investissement sont inobservables et aucun consensus ne se dégage de la littérature comptable et financière au sujet d'un proxy approprié.* »⁴.

Différentes mesures sont communément proposées : ratios de mesures de marché sur mesures comptables ou inversement, coefficient de capitalisation des bénéfices et indicateurs similaires, intensité en R&D, mesures de risques et autres mesures alternatives.

Nous proposons de considérer l'ensemble de ces mesures et de définir des indicateurs synthétiques à l'aide d'une analyse factorielle.

Le tableau n°2 récapitule les mesures envisagées et précise les définitions et sens de chacune des mesures. Nous indiquons le comportement de ces variables selon le bénéfice ou non d'opportunités de croissance. Nous supposons que plus une entreprise bénéficie d'opportunités de croissance, plus elle présente un ratio de capitalisation, des investissements, des risques et des performances prévisionnelles élevées

2.2.2 Analyse factorielle

On se propose d'effectuer une analyse factorielle afin de définir un ou des indicateurs d'opportunités de croissance. L'analyse factorielle est adaptée à notre recherche puisqu'elle nous permet de sélectionner et de regrouper les critères pertinents afin de définir un ou des indicateurs synthétiques des opportunités de croissance. Cette analyse requiert la vérification de certaines conditions et des choix pour sa mise en œuvre.

Le tableau n°3 présente l'ensemble des éléments de mise en œuvre et résultats de l'analyse factorielle pour une des années de la période observée.

Les résultats de l'analyse factorielle sont conformes à nos hypothèses. Les opportunités de croissance se définissent à partir de trois indicateurs : intensité d'investissement, ratio de capitalisation, risque économique et financier. Le premier facteur regroupe les variables reflétant les dépenses en investissement ; l'indicateur intensité d'investissement est défini selon les années par l'un des deux ratios investissement sur actifs ou chiffre d'affaires ou conjointement par les deux ratios. Le deuxième facteur caractérise les ratios de capitalisation ; il s'exprime selon les années, au travers du ratio de capitalisation des actifs ou/ et du ratio de capitalisation des bénéfices. Le troisième facteur permettant de définir les opportunités de croissance est le risque économique et financier. Selon les années, cet indicateur est formé des seuls risques économiques - risque économique réduit et/ou large – ou également du risque financier.

⁴ « The investment opportunity set is unobservable and no consensus has emerged in the accounting and finance literatures concerning an appropriate proxy variable. », p130, GAVER et GAVER (1993)

TABLEAU N°2 : VARIABLES SUBROGATOIRES DES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

VARIABLES	MESURES	ITEMS THOMSON ANALYTICS	SENS	POSITION RELATIVE DES VARIABLES SELON LES OC	
				OC	∅ OC
Ratio de capitalisation	<ul style="list-style-type: none"> • Ratio de capitalisation des actifs (MBA) • Ratio de capitalisation des bénéfices 	<ul style="list-style-type: none"> • Price to book ratio close • PER ratio close 	Mesure basée sur les différences d'appréciation de la valeur entre la comptabilité et le marché. L'écart entre les deux estimations peut illustrer les opportunités de croissance.	+	-
Intensité de l'activité d'investissement	<ul style="list-style-type: none"> • Investissement (en immo.) par ventes • Investissement (en immo.) par actifs 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital expenditure / sales • Capital expenditure / total assets 	Condition de l'acquisition de nouvelles opportunités d'investissement, le poids des dépenses en investissement illustre la capacité et les moyens pour développer les opportunités de croissance.	+	-
Risque ⁽¹⁾	<ul style="list-style-type: none"> • Risque économique large • Risque économique réduit • Risque financier 	<ul style="list-style-type: none"> • (return on assets) • (return on invested capital) • (return on equity) 	En toute logique, à une augmentation de rentabilité est associée une augmentation de risque. On peut donc penser que les opportunités de croissance sont associées à une augmentation du risque de l'entreprise.	+	-
Performances prévisionnelles⁽²⁾	Prévision du taux de rentabilité financière moyen	ib. ROE mean curr FYR1	Plutôt que de se baser sur les informations passées ou présentes, on considère une information sur l'évolution future qui renseigne sur les opportunités de croissance à venir.	+	-

(1) L'écart type est calculé sur une période de 6 ans : l'année d'étude et les cinq années précédentes.

(2) Les performances prévisionnelles sont fournies par IBES et sont récoltées dans la base de données de Thomson Analytics. Cette variable a par la suite été écartée, car nous ne disposons pas assez d'informations pour celle-ci.

OC : L'entreprise bénéficie d'opportunités de croissance inversement \emptyset OC

2.2.3 Classification : définition des groupes d'entreprises selon les opportunités de croissance

L'échantillon d'étude est segmenté selon le bénéfice ou non d'opportunités de croissance. Pour ce faire, sont définies les médianes de chacun des scores factoriels des trois indicateurs. Nous proposons, ensuite, deux segmentations. Selon une segmentation stricte, les entreprises dont les scores factoriels des trois indicateurs des opportunités de croissance sont supérieures à la médiane sont supposées bénéficier d'opportunités de croissance, inversement si les scores factoriels sont inférieurs. Selon une segmentation moins stricte, on admet qu'une entreprise bénéficie d'opportunités de croissance si les scores factoriels de deux indicateurs des opportunités de croissance sont supérieurs à la médiane ; de même, on considère qu'une entreprise ne bénéficie pas d'opportunités de croissance si les scores factoriels de deux indicateurs d'opportunités de croissance sont inférieurs à la médiane. Le tableau n°4 synthétise la manière de définir si les entreprises bénéficient ou non d'opportunités de croissance.

TABLEAU N°3 : ELEMENTS DE MISE EN ŒUVRE DE L'ANALYSE FACTORIELLE PERMETTANT DE DEFINIR LES INDICATEURS DES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

Contraintes	Méthodes et critères	
Choix de la méthode d'analyse factorielle	<ul style="list-style-type: none"> • Etude de l'objectif de l'analyse 	<ul style="list-style-type: none"> • Application de l'Analyse en Composante Principale (ACP) permettant de résumer les critères
Conditions d'application propres aux variables et indicateurs statistiques à respecter ⁵	<ul style="list-style-type: none"> • Nombre d'observations supérieur de 30 à 50 au nombre de variables • Matrice de corrélation • Test de sphéricité de BARTLETT • Test de KAISER, MEYER et OLKIN 	<ul style="list-style-type: none"> • 2 200 entreprises - année en moyenne > 7 variables définissant les opportunités de croissance • Coefficients satisfaisants • Signification : 0,000 • Indice KMO > 0,5
Détermination du nombre de facteurs à retenir ⁶	<ul style="list-style-type: none"> • Règle de KAISER • Courbe des valeurs propres • Restitution minimum 	<ul style="list-style-type: none"> • Valeur propre > 1 → 3 facteurs • Screen test → 3 facteurs • Variance expliquée > 50 % → 3 facteurs
Structure des facteurs ⁷	<ul style="list-style-type: none"> • Qualité de représentation des variables • Rotation des axes 	<ul style="list-style-type: none"> • Coefficient d'extraction > 0,5 – Vérifiée le plus souvent • Varimax
Interprétation ⁸	<ul style="list-style-type: none"> • Etude des scores factoriels • Etude de la composition des facteurs et de la signification des facteurs 	<ul style="list-style-type: none"> • Scores factoriels > 0,5 – très significatifs • Définition de <i>trois facteurs</i> : <ul style="list-style-type: none"> - Intensité d'investissement - Ratio de capitalisation - Risque économique et financier
Validité	<ul style="list-style-type: none"> • Validité interne, qualité globale, qualité propre à chaque variable • Validité externe 	<ul style="list-style-type: none"> • Respect des conditions et test statistiques • Cohérence des facteurs obtenus (littérature)

⁵ Les conditions sont respectées pour chacune des années étudiées

⁶ Le nombre de facteurs déterminés est le même pour chacune des années étudiées.

⁷ La structure des facteurs est identique pour chacune des années étudiées.

⁸ On retrouve les mêmes facteurs pour chacune des années étudiées ; la composition des facteurs n'est néanmoins pas toujours identique.

TABLEAU N°4 : DEFINITION DES GROUPES D'ENTREPRISES SELON LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

Position des scores factoriels	Définition stricte	Définition large
Scores factoriels des 3 indicateurs supérieures à leurs médianes	OC	OC
Scores factoriels de 2 des indicateurs supérieurs à leurs médianes	Indéfini	OC
Scores factoriels des 3 indicateurs inférieures à leurs médianes	OC	OC
Scores factoriels de 2 des indicateurs inférieurs à leurs médianes	Indéfini	OC

OC : Entreprise bénéficiant d'opportunités de croissance ; Ø OC : entreprise ne bénéficiant pas d'opportunités de croissance

La première définition (définition stricte) présente l'avantage d'être plus précise que l'autre définition, néanmoins, environ 70 % de l'échantillon n'est pas catégorisé. Quelle que soit la définition adoptée, les groupes OC et Ø OC sont homogènes en terme d'effectifs.

L'étude de la stabilité des groupes, qui consiste à apprécier le pourcentage d'entreprises identiques pour chacun des groupes entre le début et la fin de la période, indique une faible stabilité ; le bénéfice d'opportunités de croissance fluctue dans le temps.

2.3 Etude d'association selon les opportunités de croissance de l'entreprise

Nous effectuons une étude d'association entre le résultat et la variation du résultat, normés par le prix des titres et la valeur de l'entreprise, représentée par la rentabilité boursière selon le bénéfice d'opportunités de croissance des entreprises. Nous examinons la régression suivante :

$$R_{i,t} = a_0 + a_1 \frac{RN_{i,t}}{P_{i,t-1}} + a_2 \frac{RN_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$

Avec $R_{i,t}$: rentabilités boursières des actions calculées sur l'année fiscale,

$$\text{soit } R_{i,t} = (P_{i,t} + DIV_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

$P_{i,t}$: le prix de l'action i à la fin de l'année fiscale t, ajusté des éventuelles opérations sur capital

$DIV_{i,t}$: les dividendes versés par l'entreprise i durant l'année fiscale t, ajustés des éventuelles opérations sur capital

$P_{i,t-1}$: le prix de l'action i à la fin de l'année fiscale t-1, ajusté des éventuelles opérations sur capital

$\frac{RN_{i,t}}{P_{i,t-1}}$: le résultat net de l'entreprise i sur la période t, normé par le prix de l'action à la fin de la période t-1

$\frac{RN_{i,t}}{P_{i,t-1}}$: la variation du résultat net de l'entreprise i sur la période t, normé par le prix de l'action à la fin de la période t-1

Le tableau n° 5 précise la définition des différentes variables de la régression. La régression est effectuée en coupe transversale sur la période 1993 / 2001, selon que l'entreprise bénéficie d'opportunités de croissance.

TABLEAU N° 5 : VARIABLES DE LA REGRESSION

Variables	Définitions Thomson Analytics
Prix de l'action à la fin de l'année fiscale ajusté	Price close
Rentabilité boursière des actions calculées sur l'année fiscale	$(\text{Return index}_t - \text{Return index}_{t-1}) / \text{Return index}_{t-1}$
Résultat net par titre	$(\text{Net income} / \text{common share outstanding}) / \text{Adjustment Factor}$

Les résultats de la régression, reportés dans le tableau n°6, montrent une différence de pertinence selon le bénéfice ou non d'opportunités de croissance pour les entreprises. En effet, quelle que soit la définition des opportunités de croissance, il apparaît que le résultat et la variation du résultat présentent un contenu informatif inférieur pour expliquer la valeur des entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance. Le résultat et la variation du résultat apportent pour l'ensemble de la période, sauf pour les années 2000 et 2001, très peu d'informations sur la valeur pour les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance. Selon les définitions, les coefficients de déterminations ajustés varient entre environ - 3 % et 3,5 % et entre 0 % et 2 % sur la période 1993-1999. La relation d'évaluation comptable est meilleure pour les années 2000 et 2001, puisque les coefficients de détermination sont de 9 % à 28 %, selon la définition des opportunités de croissance. On peut penser cependant que c'est davantage le benchmark qui s'est ajusté durant ces années. Le marché, valorisant fortement les opportunités de croissance au début de la période de la nouvelle économie, réestime les opportunités de croissance, après les déboires de nombreuses entreprises et une visibilité plus grande de l'économie. De ce fait, chiffres comptables et rentabilité seraient davantage reliés. Les coefficients de réponse du résultat sont positifs et dans l'ensemble significatifs (plus particulièrement pour la définition large des opportunités de croissance) alors que la variation du résultat n'est, sauf pour une année, jamais significative pour expliquer la valeur des entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance.

Concernant les entreprises ne bénéficiant pas d'opportunités de croissance, il apparaît que la relation d'évaluation comptable est meilleure. Les coefficients de détermination varient sur la période entre 2 % et 29 % et entre 0 % et 21 % environ, selon la définition des opportunités de croissance. Le résultat présente des coefficients de réponse positifs et significatifs sur l'ensemble de la période ; la variation du résultat n'est par contre pas significative.

Quelles que soient les opportunités de croissance, seul le résultat est significatif pour expliquer la valeur de l'entreprise. Comme nous l'avons supposé, la relation est plus forte pour les entreprises sans opportunités de croissance que pour les entreprises en bénéficiant (coefficient de détermination supérieur en grande partie). Le résultat est donc plus pertinent pour expliquer la valeur de l'entreprise, lorsque l'entreprise est sans opportunités de croissance.

Ainsi, nous pouvons conclure qu'il est intéressant de considérer le niveau d'opportunités de croissance de l'entreprise afin d'apprécier la valeur de l'entreprise, à partir des chiffres comptables. Si on considère des entreprises ne bénéficiant pas d'opportunités de croissance, le résultat apparaît comme une variable pertinente d'évaluation de l'entreprise. Au contraire, le résultat n'est pas pertinent pour évaluer des entreprises de croissance. Dans un second temps,

nous étudions si les différences de pertinence liées au bénéfice d'opportunités de croissance s'expliquent par l'approche comptable définissant le résultat.

TABLEAU N°6 : CONTENUS INFORMATIONNELS DU RESULTAT NET ET DE LA VARIATION DU RESULTAT NET
SUR LA PERIODE 1993 – 2001 DES ENTREPRISES SELON LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

$$- R_{i,t} = a_0 + a_1 \text{RN}_{i,t} / P_{i,t-1} + a_2 \text{RN}_{i,t} / P_{i,t-1} + \dots$$

	Années	OC					Ø OC				
		n	a0	a1	a2	R2	n	a0	a1	a2	R2
Définition stricte des OC	1993	58	0,49 (4,76)	1,00 (0,81)	-0,01 (-0,15)	-2,37%	84	0,42 (7,78)	0,92 (1,49)	0,02 (3,66)	17,13%
	1994	166	0,13 (3,92)	0,59 (2,02)	0,00 (-0,27)	1,48%	206	0,05 (1,78)	1,13 (4,42)	-0,02 (-1,11)	9,44%
	1995	95	0,11 (1,82)	1,12 (2,03)	0,00 (-0,19)	2,22%	148	-0,04 (-1,65)	0,71 (2,22)	0,01 (1,10)	2,68%
	1996	253	0,43 (8,31)	0,58 (0,86)	0,01 (0,20)	-0,50%	255	0,16 (5,71)	0,44 (2,41)	0,01 (1,36)	2,31%
	1997	134	0,36 (5,83)	0,67 (0,84)	0,02 (0,55)	-0,66%	115	-0,07 (-1,32)	3,11 (6,69)	-0,02 (-1,05)	29,06%
	1998	186	0,15 (2,59)	0,17 (0,26)	0,00 (1,03)	-0,45%	201	0,00 (-0,13)	0,79 (2,00)	0,00 (0,72)	1,74%
	1999	216	0,47 (5,61)	1,28 (1,21)	0,11 (2,69)	3,54%	216	-0,02 (-0,46)	1,23 (3,73)	0,01 (1,05)	5,64%
	2000	229	-0,11 (-3,50)	3,49 (8,09)	0,01 (0,82)	22,05%	233	-0,10 (-3,01)	1,58 (5,38)	0,00 (-0,02)	10,43%
	2001	152	-0,23 (-6,40)	4,67 (7,76)	0,03 (0,96)	27,92%	161	-0,18 (-5,24)	2,46 (8,16)	0,02 (0,74)	29,24%
	Définition large des OC	1993	532	0,51 (16,98)	0,88 (3,61)	-0,02 (-3,27)	4,07%	557	0,47 (18,76)	0,70 (3,43)	0,01 (1,50)
1994		415	0,11 (5,05)	0,61 (2,96)	0,00 (-0,30)	1,64%	497	0,02 (1,32)	0,97 (6,32)	-0,01 (-0,99)	7,51%
1995		427	0,06 (3,06)	0,44 (2,59)	0,00 (0,33)	1,09%	454	-0,01 (-0,55)	0,50 (3,05)	0,00 (0,15)	1,59%
1996		476	0,40 (11,59)	0,87 (2,18)	0,03 (1,64)	1,01%	539	0,14 (7,54)	0,78 (5,88)	0,01 (1,43)	6,13%
1997		626	0,28 (9,35)	1,33 (3,82)	-0,02 (-1,09)	2,10%	585	0,18 (7,32)	0,94 (4,78)	0,00 (0,93)	3,48%
1998		655	0,14 (5,46)	0,36 (1,40)	0,00 (1,19)	0,25%	639	0,07 (2,68)	0,22 (0,82)	0,00 (1,04)	-0,01%
1999		718	0,41 (9,89)	1,12 (2,81)	0,01 (1,06)	0,98%	698	0,08 (2,91)	1,07 (4,42)	0,01 (0,67)	2,56%
2000		711	-0,08 (-4,13)	1,93 (8,75)	0,00 (-0,68)	9,52%	692	-0,06 (-3,30)	1,16 (6,42)	0,00 (0,47)	5,42%
2001		621	-0,16 (-9,05)	2,37 (10,70)	0,00 (0,06)	15,35%	651	-0,17 (-9,33)	2,29 (13,17)	0,00 (-0,19)	21,16%

Les coefficients significatifs au seuil minimal de 5 % sont en gras.

RN : le résultat net à la fin de l'exercice comptable ;

ΔRN : la variation du résultat net ;

P : le prix du titre de l'entreprise à la fin de l'exercice comptable

R : les rentabilités boursières relatives à l'exercice comptable

R² : coefficient de détermination

OC : Entreprise bénéficiant d'opportunités de croissance

Ø OC : entreprise ne bénéficiant pas d'opportunités de croissance

2.4 Prise en compte du principe de prudence

La faiblesse de la pertinence des chiffres comptables des entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance suggère que le résultat parvient difficilement à les incorporer.

Dans une approche comptable traditionnelle, le principe de prudence est appliqué. Contrairement à une approche en juste valeur, le résultat n'intègre pas ou avec un certain retard toutes les informations susceptibles d'affecter la valeur de l'entreprise. Le principe de prudence, en effet, induit que les événements futurs favorables ne soient pas enregistrés tant qu'ils ne se sont pas réalisés. De ce fait, selon l'application du principe de prudence, la comptabilité a plus ou moins de difficultés à appréhender les entreprises disposant d'opportunités de croissance. Nous proposons donc d'apprécier le degré de prudence des chiffres comptables des entreprises afin d'examiner si ce biais comptable ne permettrait pas d'expliquer la faiblesse de la pertinence des chiffres comptables. Le degré de prudence correspond à la plus ou grande affectation de la pertinence des chiffres comptables induite par le principe de prudence.

2.4.1 Définition du degré de prudence

Le principe de prudence introduit un décalage entre les informations prises en compte par la comptabilité et les informations intégrées dans la valeur de l'entreprise. Aussi, afin d'apprécier si le principe de prudence affecte les chiffres, nous pouvons examiner la relation entre les chiffres comptables présents et futurs et la valeur de l'entreprise présente. En effet, si la comptabilité met un certain temps à intégrer les événements futurs susceptibles d'affecter la valeur, ce sont les chiffres comptables postérieurs aux événements qui permettent davantage d'expliquer la valeur présente. Ceci revient à étudier la relation suivante :

$$R_{i,t} = a_0 + a_1 RN_{i,t} / P_{i,t-1} + a_2 RN_{i,t+1} / P_{i,t} + \dots + a_n RN_{i,t+(n-1)} / P_{i,t+n} + \epsilon_{i,t}$$

Avec $R_{i,t}$: rentabilités boursières des actions calculées sur l'année fiscale

$P_{i,t}$: le prix de l'action i à la fin de l'année fiscale t , ajusté des éventuelles opérations sur capital

$RN_{i,t} / P_{i,t-1}$: le résultat net de l'entreprise i sur la période t , normé par le prix de l'action à la fin de la période $t-1$

Si le principe de prudence n'affecte pas le résultat, $a_2 \dots a_n$ ne sont pas significatifs et le résultat présent suffit à expliquer la valeur de l'entreprise. Au contraire, si le principe de prudence affecte le résultat, $a_2 \dots a_n$ sont significatifs et les résultats futurs sont nécessaires pour expliquer la valeur de l'entreprise.

Afin d'apprécier le degré de prudence, la littérature préconise plutôt d'étudier la *régression inverse*. La régression inverse consiste à apprécier le lien entre le résultat présent et les rentabilités passées⁹. La régression inverse consiste alors à examiner la relation suivante :

⁹ BEAVER et al. (1980) indique que la régression inverse est préférable à la relation envisagée précédemment (relation 1) car une relation est mieux spécifiée quand la variable supérieure en contenu informationnel, ici la rentabilité, est considérée comme variable indépendante et l'autre variable, ici le résultat, comme dépendante.

$$RN_{i,t} / P_{i,t-1} = a_0 + a_1 R_{i,t} + a_2 R_{i,t-1} + \dots + a_n R_{i,t-(n-1)} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec $R_{i,t}$: rentabilités boursières des actions calculées sur l'année fiscale

$P_{i,t}$: le prix de l'action i à la fin de l'année fiscale t , ajusté des éventuelles opérations sur capital

$RN_{i,t} / P_{i,t-1}$: le résultat net de l'entreprise i sur la période t , normé par le prix de l'action à la fin de la période $t-1$

Si le principe de prudence n'affecte pas les chiffres comptables, $a_2 \dots a_n$ ne sont pas significatifs et le résultat en t est lié simplement à la rentabilité en t . Au contraire, si le principe de prudence affecte le contenu informationnel du résultat, $a_2 \dots a_n$ sont significatifs et le résultat en t est lié à la rentabilité en t et aux rentabilités précédentes. Plus le degré de prudence est élevé, plus les coefficients $a_2 \dots a_n$ sont significatifs et élevés.

Comme l'indiquent DUMONTIER et RAFFOURNIER (2002), les études précédentes considèrent généralement que le marché anticipe les événements futurs au maximum trois années avant qu'ils ne soient intégrés dans les chiffres comptables. Nous étudions, alors, la relation suivante, afin d'apprécier le degré de prudence :

$$RN_{i,t} / P_{i,t-1} = a_0 + a_1 R_{i,t} + a_2 R_{i,t-1} + a_3 R_{i,t-2} + a_4 RN_{i,t-3} + \varepsilon_{i,t}$$

2.4.2 Impact du principe de prudence selon les opportunités de croissance des entreprises

Nous examinons le degré de prudence du résultat selon la part d'opportunités de croissance des entreprises. Pour ce faire, nous apprécions la relation de la régression inverse,

$RN_{i,t} / P_{i,t-1} = a_0 + a_1 R_{i,t} + a_2 R_{i,t-1} + a_3 R_{i,t-2} + a_4 RN_{i,t-3} + \varepsilon_{i,t}$, sur les sous-échantillons d'entreprises selon le bénéfice d'opportunités de croissance. Il est attendu que le degré de prudence soit plus élevé pour les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance et pour lesquelles, nous l'avons montré, les chiffres comptables sont moins pertinents.

Le tableau n°7 expose les résultats de la régression inverse selon la disposition d'opportunités de croissance.

Quelle que soit la définition et le niveau des opportunités de croissance, la régression inverse n'est pas de bonne qualité ni stable sur la période étudiée. Les coefficients de détermination ajustés sont compris entre - 1 % et 30 %.

Concernant les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance, les coefficients de détermination ajustés sont relativement faibles, soit de l'ordre de - 1 % à 5 % sauf pour les années 2000 et 2001 où les coefficients de détermination ajustés sont compris entre 11 % et 30 %. La relation ne fait pas apparaître un fort degré de prudence des chiffres comptables des entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance. C'est la rentabilité en t qui est davantage significative et reliée avec le résultat en t . Pour quelques années (une à deux années), les rentabilités des années antérieures sont également significatives mais pas davantage que pour les entreprises sans opportunités de croissance.

Cette régression est moins affectée que la régression (1) par des problèmes de multicolinéarité. Les rentabilités sont supposées non liées dans le temps, le marché étant efficient

Les entreprises ne bénéficiant pas d'opportunités de croissance affichent une relation de meilleure qualité. Les coefficients de détermination ajustés sont compris entre 1 % et 27 % environ, selon la définition des opportunités de croissance et les années observées. Cependant, tout comme les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance, c'est la rentabilité en t qui est majoritairement significative dans la régression inverse. Les rentabilités des années précédentes apparaissent pour quelques années significatives.

TABLEAU N°7 : DEGRE DE PRUDENCE DU RESULTAT NET ET DE LA VARIATION DU RESULTAT NET SUR LA PERIODE 1993 – 2001 DES ENTREPRISES SELON LES OPPORTUNITES DE CROISSANCE

$$-RN_{i,t} / P_{i,t-1} = a_0 + a_1 R_{i,t} + a_2 R_{i,t-1} + a_3 R_{i,t-2} + a_4 RN_{i,t-3} + \dots$$

	Années	OC							Ø OC						
		n	a0	a1	a2	a3	a4	R2	n	a0	a1	a2	a3	a4	R2
Définition stricte des OC	1996	206	0,05	0,01	-0,03	0,01	0,00	3,06%	231	0,05	0,04	-0,01	0,02	0,03	2,44%
			(8,56)	(1,17)	(-3,07)	(0,46)	(0,09)			(3,87)	(1,70)	(-0,25)	(0,57)	(2,03)	
	1997	112	0,06	0,01	-0,01	-0,01	0,00	-1,02%	101	0,06	0,10	-0,01	0,02	0,03	33,48%
			(6,83)	(0,49)	(-1,14)	(-0,87)	(0,01)			(8,30)	(6,95)	(-0,60)	(0,82)	(1,72)	
	1998	142	0,07	0,01	0,00	-0,01	-0,04	2,91%	172	0,07	0,03	0,00	0,00	0,04	7,49%
			(8,08)	(0,61)	(-0,04)	(-0,66)	(-2,64)			(12,14)	(2,01)	(-0,33)	(-0,28)	(3,50)	
	1999	123	0,04	0,01	-0,02	0,00	0,00	0,65%	180	0,08	0,04	-0,01	0,01	0,00	2,32%
			(3,81)	(1,85)	(-1,16)	(0,09)	(0,15)			(10,49)	(2,75)	(-0,60)	(0,46)	(-0,04)	
	2000	137	0,05	0,07	0,00	-0,01	0,00	22,66%	201	0,10	0,08	-0,01	-0,01	0,00	13,52%
			(8,22)	(5,59)	(-1,20)	(-0,68)	(-0,28)			(17,97)	(5,49)	(-1,12)	(-0,97)	(0,32)	
2001	107	0,03	0,08	0,01	0,00	0,01	30,54%	147	0,09	0,11	0,02	-0,01	-0,02	26,69%	
		(6,41)	(7,05)	(0,96)	(1,18)	(0,98)			(20,02)	(6,75)	(1,37)	(-0,86)	(-1,72)		
Définition large des OC	1996	396	0,05	0,01	-0,01	0,01	0,00	0,82%	487	0,05	0,07	0,00	0,00	0,01	4,96%
			(10,55)	(2,32)	(-1,06)	(0,90)	(-0,57)			(7,25)	(5,27)	(0,13)	(0,04)	(0,77)	
	1997	503	0,06	0,02	-0,01	0,00	0,00	2,01%	481	0,07	0,04	0,00	-0,01	0,03	4,33%
			(16,15)	(3,24)	(-1,76)	(-1,35)	(-0,18)			(12,36)	(4,34)	(-0,52)	(-0,49)	(2,55)	
	1998	506	0,07	0,02	0,00	-0,01	-0,02	2,14%	512	0,08	0,02	0,00	-0,02	0,01	1,69%
			(14,04)	(1,92)	(1,86)	(-1,77)	(-1,98)			(20,76)	(1,82)	(-0,76)	(-2,56)	(1,86)	
	1999	489	0,07	0,02	-0,03	0,00	-0,02	5,04%	570	0,08	0,02	-0,01	0,00	-0,01	1,46%
			(11,95)	(3,27)	(-3,50)	(0,16)	(-2,31)			(19,74)	(2,95)	(-0,67)	(1,17)	(-1,54)	
	2000	489	0,07	0,05	0,00	-0,02	0,00	11,00%	582	0,09	0,05	-0,01	-0,01	0,00	6,90%
			(18,77)	(5,76)	(-2,10)	(-3,32)	(0,55)			(26,63)	(5,24)	(-2,27)	(-2,46)	(-0,63)	
2001	483	0,06	0,07	0,01	0,00	-0,01	14,16%	569	0,08	0,08	-0,01	0,00	-0,02	20,73%	
		(16,77)	(8,64)	(1,45)	(0,54)	(-1,15)			(33,62)	(10,68)	(-1,80)	(-1,58)	(-3,26)		

Les coefficients significatifs au seuil minimal de 5 % sont en gras.

RN : le résultat net à la fin de l'exercice comptable

ΔRN : la variation du résultat net

P : le prix du titre de l'entreprise à la fin de l'exercice comptable

R : les rentabilités boursières relatives à l'exercice comptable

R² : coefficient de détermination ajustée

OC : Entreprise bénéficiant d'opportunités de croissance et inversement Ø OC

L'étude de la régression inverse, quelles que soient les dispositions d'opportunités de croissance, ne démontre pas un grand degré de prudence : le résultat est principalement lié à la rentabilité en t. On note, néanmoins, si on considère la définition stricte de l'opportunité de

croissance, que le résultat en t est davantage significatif pour les entreprises sans opportunités de croissance, et que les rentabilités des années précédentes apparaissent moins significatives comparativement aux entreprises avec opportunités de croissance. Cependant, ceci ne se vérifie pas, si on appréhende les opportunités de croissance, à partir d'une définition plus large.

Il n'y a pas de différences majeures entre le degré de prudence des entreprises bénéficiant ou non d'opportunités de croissance qui pourraient expliquer la moindre pertinence des chiffres comptables pour les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance.

Conclusion

Le résultat est une variable essentielle parmi l'ensemble des chiffres comptables produits, il constitue un élément fondamental dans l'évaluation et la communication financière de l'entreprise. Aussi, il nous apparaît intéressant d'apprécier la qualité de cette information comptable et d'examiner l'intérêt des différentes normalisations comptables relativement à la pertinence du résultat.

En effet, les différentes voies de normalisation : approche comptable dite traditionnelle, basée sur le coût historique et le principe de prudence et approche comptable en juste valeur conditionnent la définition du résultat et donc sa pertinence.

Notre étude présente différents apports. D'un point de vue scientifique, nous montrons que la qualité des études d'association est à reconsidérer en intégrant des améliorations économétriques mais aussi en repensant les conditions d'études de la pertinence des chiffres comptables. En outre, l'approche contextuelle se présente comme une voie riche d'approfondissement. De plus, au travers de cette étude, nous voulons souligner dans quel cas il est intéressant de porter une réflexion sur l'impact des normalisations comptables. D'un point de vue managérial, nous visons à offrir une démarche permettant de considérer l'entreprise dans son ensemble et de définir les variables comptables pertinentes selon les opportunités de croissance de l'entreprise. D'autre part, nous montrons dans quel cadre il convient de se soucier plus particulièrement de l'impact des normalisations comptables.

Nous montrons que les chiffres comptables sont moins pertinents lorsque les entreprises bénéficient d'opportunités de croissance. Nous pensons alors que l'intérêt des différentes normalisations comptables est davantage à examiner pour ces entreprises.

Une des différences entre les deux voies de normalisation et qui est susceptible d'affecter les entreprises bénéficiant d'opportunités de croissance est le principe de prudence. Nous mesurons alors le degré de prudence du résultat selon le poids des opportunités de croissance. Il apparaît que quel que soit le niveau des opportunités de croissance, les entreprises ne se distinguent pas par des degrés de prudence différents qui auraient pu altérer la pertinence des chiffres comptables.

Ce résultat réduirait alors l'intérêt d'étudier l'impact des différentes normalisations sur la pertinence des chiffres comptables en matière d'évaluation. Il conviendrait, sinon, d'apprécier d'autres éléments qui pourraient expliquer les différences de pertinence et qui dépendraient des normalisations comptables, telles l'inertie ou la complétude des chiffres comptables.

Cette recherche pourrait donc être poursuivie en considérant ces éléments. Une autre voie de recherche serait d'examiner directement la pertinence des chiffres comptables selon les approches comptables appliquées ; les éléments contextuels peuvent, en effet recouvrir d'autres influences indépendantes des normalisations comptables.

Enfin, l'approche contextuelle ne saurait se limiter à la considération des opportunités de croissance. En outre, le secteur, le niveau technologique, la taille, la phase du cycle de vie... sont susceptibles de conditionner l'influence des opportunités de croissance et se présentent également comme des éléments susceptibles d'influencer la pertinence des chiffres comptables.

Références bibliographiques

- Ball, R. et P. Brown, (1968), « An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers », *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, n° 2, pp. 159-178
- Barth, M., et W. Landsman, (1995), "Fundamental issues related to using fair value accounting for financial reporting", *Accounting Horizons*, Vol. 9, n° 4, pp. 97-107
- Beaver, W. H., R. Lambert et D. Morse, (1980), « The information content of security prices », *Journal of Accounting and Economics*, March, pp. 3-28
- Bernheim Y. (2001), « Juste valeur et mesure de la performance financière de l'entreprise » dans *Juste valeur, Enjeux techniques et politiques*, collection gestion, ed. Economica, Paris, pp. 47-56
- Burgsthaler, D. C. et I. D. Dichev, (1997), « Earnings, Adaptation, and Equity Value », *The Accounting Review*, Vol. 72, n° 2, (April), pp. 187-216
- Casta J.F. et B. Colasse, (2001), *Juste valeur, Enjeux techniques et politiques*, collection gestion, ed. Economica, Paris, 323 p.
- Dumontier P. et Raffournier (2002), « Accounting and capital markets : a survey of the european evidence », *The European Accounting Review*, Vol. 11, n° 1, mars, pp. 119 – 151
- Dumontier P., (1999), « Information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas », *Revue française de gestion* , pp. 99-105
- Feltham G. et J. Ohlson, (1995), « Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities » , *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, n°2, (Spring), pp. 689-731
- Gaver J.J et K. M Gaver, (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 127-160
- Landsman W. et E. Maydew, (1999), « Beaver (1968) Revisited : Has the Information Content of Annual Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades ? », Working paper, University of North Carolina
- Lev. B., (1989), « On the usefulness of earnings and earnings research : lessons and directives from two decades of empirical research », *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement, pp. 153-201
- Myers S.C., (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, p. 147-175
- Ohlson J.A., (1995), « Earnings, book values, and dividends in equity valuation », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, n° 2, (Spring), pp. 661-687
- Sterling, R., (1968), " The going concern: An examination", *The Accounting Review*, pp. 481-502