



HAL
open science

Typologie des déterminants comptables de la valeur : Apports de l'approche économique de l'information dans la mesure de la valeur

Mohamed Sellami

► To cite this version:

Mohamed Sellami. Typologie des déterminants comptables de la valeur : Apports de l'approche économique de l'information dans la mesure de la valeur. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunis, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558252

HAL Id: halshs-00558252

<https://shs.hal.science/halshs-00558252>

Submitted on 21 Jan 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.

Typologie des déterminants comptables de la valeur : Apports de l'approche économique de l'information dans la mesure de la valeur **

Mohamed SELLAMI

Doctorant – ATER CNAM/ INTEC Paris

Groupe de Recherche en Economie et Gestion (GREG)

Centre de Recherche en Comptabilité (CRC)

Adresse : 40 rue des Jeûneurs, 4^{ème} étage, Bureau B 440, 75002 Paris

Téléphone : 01 40 27 21 73 Fax : 01 40 27 28 63

Email : mohamed.sellami@cnam.fr

Version : avril 2006

Résumé

L'objet de cet article est de réaliser une revue des études empiriques d'évaluation conduisant à la proposition d'une typologie permettant de retracer les différentes orientations de mesure de la valeur à partir des déterminants comptables. La recherche d'un « soubassement théorique » aux modèles de mesure de la valeur a été mise en avant suite aux critiques adressées à l'approche utilitaire de l'information (décalage entre les événements comptables et économiques, comportement de prudence, cadre méthodologique « flou », etc.). Notre analyse met en exergue, suite aux travaux pionniers de Ohlson et Feltham et Ohlson, les apports de l'approche économique de l'information dans l'étude de la pertinence des déterminants comptables de la valeur. La réconciliation de l'approche économique de l'information avec l'approche utilitaire de l'information semble dégager la recherche comptable de l'impasse d'un « soubassement théorique » de mesure de la valeur.

Mots clés: mesure de la valeur, déterminants comptables, approche utilitaire de l'information comptable, approche économique de l'information.

Abstract

The aim of this paper is to present a detailed literature review of the empirical accounting valuation studies and propose a market-based accounting research's taxonomy of the different orientations of value's measure. Since critical sight that challenges the market-based accounting approach (lack of timeliness between accounting and economic events, restrained methodological frames, etc.), the search of a « theoretical base » of the value has been undertaken by the financial information value approach. Our analysis has highlighted the contributions of the economic information approach's in search of the relevance of the value's accounting determinants models, since the Ohlson and the Feltham and Ohlson theoretical studies. One of the main concerns of this approach is to bring out the financial accounting research from theoretical framework deadlock.

Key words: value measure, accounting data, economic information approach, market-based accounting research.

** L'auteur remercie les deux rapporteurs anonymes de l'article pour leurs commentaires pertinents.

Introduction

L'étude de la pertinence des déterminants comptables dans la mesure du contenu informationnel de la valeur (appelée dans la suite approche utilitaire de l'information comptable) a suscité une attention particulière des chercheurs en comptabilité depuis les travaux de Ficher (1911). Cet article propose une typologie des déterminants comptables de la valeur. Notre objectif est de cerner, à partir d'une revue de la littérature, les enjeux des déterminants comptables dans l'évaluation des entreprises afin de mettre en exergue les apports de l'approche économique de l'information dans l'élaboration des modèles théoriques de mesure de la valeur.

Inspiré des travaux de Lev et Ohlson (1982), Kothari (2001), Dumontier et Raffournier (2002) et Richardson et Tinaikar (2004), nous avons élaboré une taxonomie retraçant les différentes orientations empiriques (appelées dans la suite de notre analyse approches) des études de la valeur. Deux approches ont été énumérées, à savoir : l'approche de mesure par les résultats comptables et l'approche de mesure globale de la valeur financière.

La recherche d'un « soubassement théorique » de la valeur a émergé depuis les travaux de Feltham (1968), Butterworth (1972) et Ohlson (1979). Les critiques adressées à l'approche utilitaire de l'information comptable, suite aux résultats peu pertinents des études empiriques, a remis en avant l'utilité de l'approche économique de l'information dans la recherche d'un modèle « économique-comptable »¹ de mesure de la valeur (Walker, 1997). En ce sens, le rapprochement de l'approche utilitaire de l'information comptable avec l'approche économique de l'information a permis de dégager les recherches empiriques d'évaluation de l'impasse d'un « soubassement théorique » de mesure de la valeur.

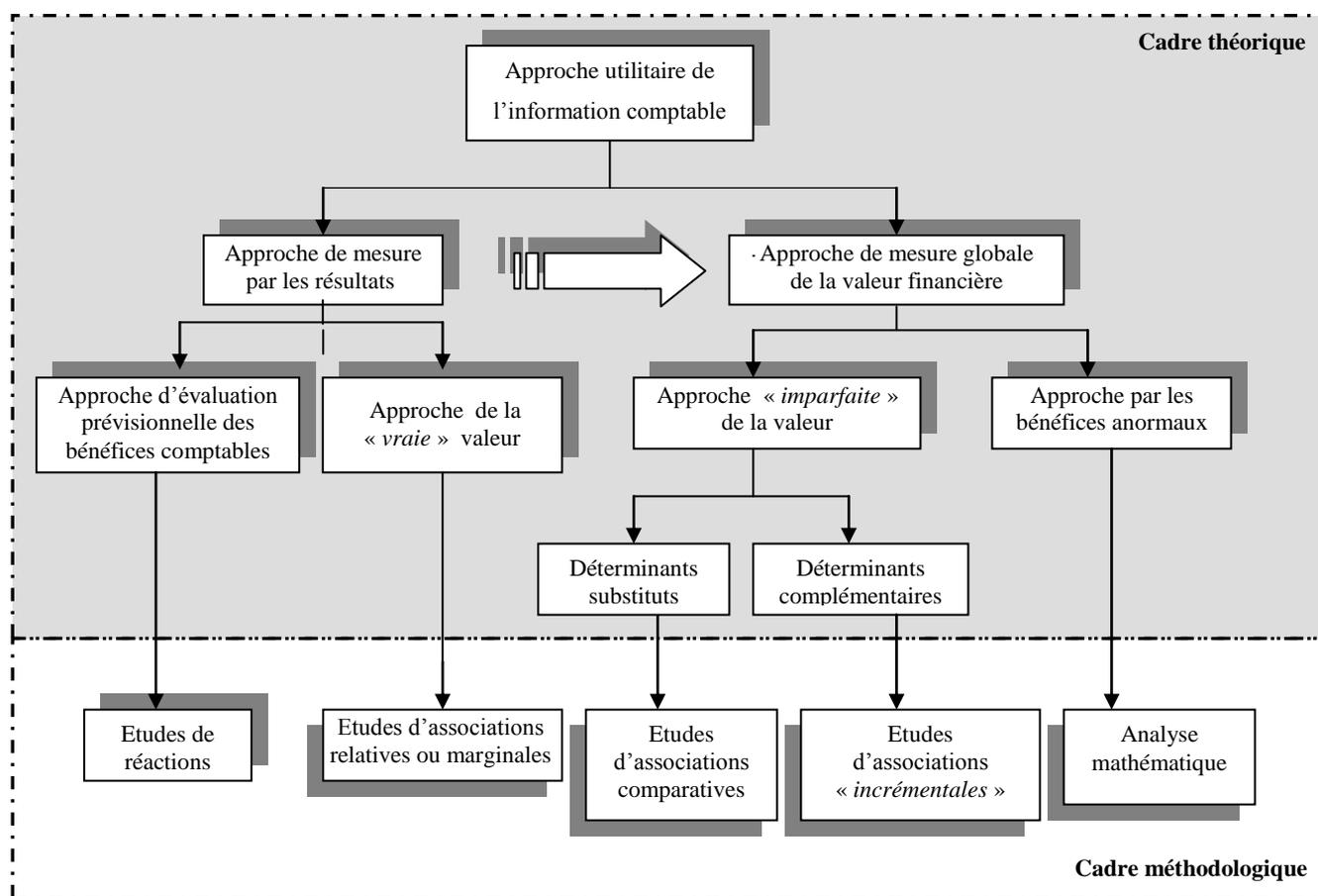
¹ Le modèle « économique-comptable » de mesure de la valeur est considéré comme étant un prolongement des travaux empiriques de l'approche utilitaire de l'information comptable. La mesure de la pertinence des données comptables se base, désormais, sur la méthodologie initiée par l'approche économique de l'information que nous présenterons à la suite de notre analyse.

La suite de notre article sera présentée dans trois sections. La première s'intéresse, à partir d'une revue de la littérature, à la présentation d'une typologie des déterminants comptables de la valeur (cadres théorique et méthodologique). Suite à la remise en cause de ces approches, la deuxième section essaye de déterminer les causes de ses échecs dans la mesure de la valeur. Enfin, la troisième section s'interroge sur l'utilité de l'approche économique de l'information dans la recherche comptable.

1- Une taxonomie des déterminants comptables de la valeur

En réponse aux travaux de Beaver (1968) et Ball et Brown (1968), de nombreuses recherches empiriques mesurant la pertinence des déterminants comptables de la valeur ont vu le jour. Une revue de la littérature sera détaillée afin de dégager les principaux constats empiriques. La figure 01 schématise la typologie dégagée à partir de ces études.

FIGURE 01 : Typologie des déterminants comptables de la valeur



1-1 Approche de mesure par les résultats comptables : « proxy » de la valeur économique

L'approche de mesure par les résultats considère les bénéfices comptables comme un « proxy » de la valeur financière de l'entreprise. Les adeptes de cette approche soutiennent l'idée que le résultat comptable est la seule et l'unique déterminant pertinent de la valeur. En effet, les études empiriques, analysant la pertinence du résultat comptable, ont été considérablement influencés par les travaux économiques de Fisher (1911), Lindhall (1933) et Hicks (1946)². En effet, Fisher (1911) a proposé une définition purement économique au concept de bénéfice³. Ce dernier est associé au profit (revenu) psychique qui traduit « ... *les satisfactions finales qui en résultent dans l'esprit humain...* » (p 204), de la consommation d'un bien ou d'un service. Il est mesuré par le profil réel (objectif) qui représente les dépenses monétaires nécessaires pour acquérir le bien ou le service en question (profit monétaire). Lindhall (1933), considère le profit comme « *une appréciation de la valeur du capital par rapport au facteur temps* ». Hicks (1946) propose, quand à lui, une définition économique plus explicite de la notion du bénéfice, reprise dans l'ouvrage de Edwards et Bell (1965, p 24)⁴ et traduite de l'anglais par Belkaoui (1984, p 227) comme « *le montant maximum qu'une personne peut dépenser durant une semaine en étant aussi riche à la fin du semaine qu'elle ne l'était au début* ». La définition de Hicks (1946) devenait le concept classique de résultat en économie et elle influençait la recherche en comptabilité au cours des années 60 (Belkaoui, 1984). Le résultat comptable est synonyme de création de richesses, qui peut être distribué ou mis en réserve, sans affecter le patrimoine de l'entreprise.

² Cité par Edwards et Bell (1965)

³ Dans l'ouvrage de Fisher (1911), traduit de l'anglais par Bouyssy, le concept « *income* » est synonyme de « revenu ». Belkaoui (1984) fait référence au concept de « profit ». Le glossaire des praticiens en microfinance (2003) précise que le choix de la traduction est fonction du contexte ou du terme auquel « *income* » est associé. Il peut être traduit aussi bien par « revenu ou produit » que par « bénéfice ou résultat ». Dans la suite de notre analyse, nous faisons référence au concept de résultat ou de bénéfice.

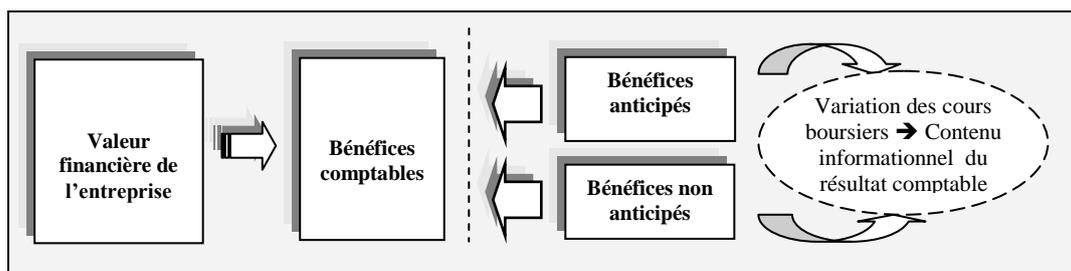
⁴ « ... *a person's income is what he can consume during a week and still expect to be as well off at the end of week as he was at the beginning* ».

Dans le cadre de notre analyse, deux approches ont été identifiées par rapport à deux démarches méthodologiques distinctes.

1-1-1 Approche d'évaluation prévisionnelle par les résultats comptables

Les premières études empiriques visant à déterminer l'utilité de l'information comptable pour asseoir la décision des investisseurs sur le marché financier, comme le précisent Easton et al. (1992), se sont intéressées à l'évaluation du contenu informationnel prévisionnel du résultat comptable. Cette approche, qualifiée d'approche traditionnelle de la valeur, avait pour objectif d'étudier la réaction des cours boursiers⁵ suite à l'annonce du résultat comptable. La majorité des études empiriques ont adopté une méthodologie dite « études de réactions » ou « études d'événements » (voir figure 02 ci-dessous).

FIGURE 02 : Approche d'évaluation prévisionnelle des bénéfices comptables



Pour apprécier l'utilité informationnelle du résultat comptable, les partisans de cette approche adoptent, comme l'expliquent Tremblay et al. (1994), la démarche suivante : [1] estimer les bénéfices comptables attendus par le marché financier, juste avant la publication de l'information comptable, [2] déterminer la différence entre la valeur des bénéfices comptables annoncés par l'entreprise et les bénéfices anticipés, enfin [3] cette différence représente la contribution informationnelle du résultat comptable sur le marché financier.

L'étude de Ball et Brown (1968) est parmi les premières études empiriques qui a tenté de montrer si le contenu informationnel du résultat comptable est un déterminant de la valeur. Ball et Brown concluent à l'utilité de l'information contenue dans les bénéfices comptables. Beaver (1968), quant à lui, a étudié l'influence de l'annonce des bénéfices comptables sur le

⁵ Mesurée principalement par la variation de la rentabilité boursière.

comportement des investisseurs sur le marché. Selon Beaver, la faible relation constatée par Ball et Brown est due à une analyse exhaustive de la réaction du marché. Une analyse spécifique du volume des transactions sur le marché financier éclaircira davantage cette relation. L'étude dégage une réaction de la variation du volume des transactions autour de l'annonce du résultat. De façon similaire, Kiger (1972), Foster (1973), Morse (1981) et Bamber (1986) ont confirmé les résultats de Beaver (1968). Patell (1976) a examiné l'influence de la publication volontaire des bénéfices comptables anticipés par action sur la variation des cours boursiers suite aux recommandations de la SEC (*Securities and Exchange Commission*). L'analyse de 336 entreprises montre que la variation des cours boursiers est statistiquement significative durant la semaine de la publication volontaire des bénéfices comptables anticipés. Brown et Kennelly (1972) ont montré, dans le cadre d'un marché efficient, que le contenu informationnel des bénéfices comptables trimestriels par action prédit le taux de rentabilité boursière anormal de 100 entreprises américaines. Beaver et Duckes (1972) ont réorienté leur étude, à l'instar de Ball et Brown, vers l'analyse des différentes mesures attribuées à la variable bénéfices comptables⁶ et ses influences sur l'indice de performance anormale. Sous l'hypothèse d'un marché efficient, les bénéfices reportés représentent un degré de pertinence plus élevé que les autres déterminants de l'analyse. Grant (1980), quant à lui, attribue la faiblesse du contenu informationnel du résultat comptable aux quantités d'informations intermédiaires publiées au cours d'un exercice comptable. Le résultat de son analyse montre la supériorité informationnelle des entreprises de l'*OTC (Over-The-Counter)*. Ces constats empiriques ont été confirmés précédemment par Kiger (1972, p.125) et May (1971). Or, l'étude de McNichols et Manegolds (1982) a abouti à des constats inverses. Ces auteurs affirment que le contenu

⁶ A savoir les bénéfices reportés, les bénéfices non-reportés, la variation des bénéfices reportés, la variation des bénéfices non-reportés et les *cash-flows*.

informationnel des bénéfices comptables annuels n'est pas affecté par la publication d'états financiers intermédiaires.

En France, deux études d'événements ont été menées. Gajewski et Quéré (2001) ont montré que le contenu des bénéfices comptables annuels est plus informatif que le contenu des bénéfices comptables semestriels et trimestriels entre 1994 et 1996. De même, Elleuch (2003) a dévoilé que les investisseurs réagissent aussi bien à la publication des résultats comptables semestriels qu'à la publication des résultats comptables annuels. Toutefois, la publication des états financiers n'a aucun effet significatif sur les cours boursiers de 259 entreprises entre 1996 et 1998.

L'approche d'évaluation prévisionnelle des bénéfices comptables est une approche implicite de mesure de la valeur. Elle s'intéresse à la réaction des investisseurs sur le marché financier suite à l'annonce du résultat comptable. La pertinence du résultat comptable est dépendante de la réaction des cours boursiers autour de la publication du résultat comptable. Kothari (2001) indique que la variation des cours boursiers suite à l'annonce du résultat comptable permet certes de se prononcer sur le contenu informationnel des résultats comptables, toutefois, elle ne l'associe pas directement avec la valeur financière de l'entreprise.

1-1-2 Approche de mesure de la « vraie » valeur

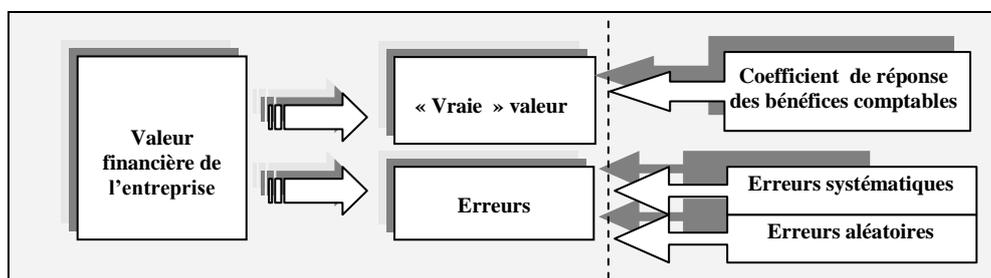
L'approche de mesure de la « vraie » valeur est centrée sur une méthodologie dite « études d'associations ». L'objet de cette approche, comme le notent Beaver et al. (1980, 1989) et Collins et Kothari (1989) est de réduire la marge d'erreurs des modèles analysant la corrélation entre le résultat comptable et la valeur boursière⁷. En effet, les études d'associations décortiquent la valeur de l'entreprise en trois composantes : [1] la « vraie » valeur qui constitue la mesure parfaite/idéale correspondante au phénomène étudié (représentée par le coefficient de réponse des bénéfices comptables⁸), [2] l'erreur systématique provenant d'un biais de l'instrument de mesure ainsi que des facteurs sous-

⁷ Désignée dans la littérature par le terme « *Drift term* ».

⁸ Désignée dans la littérature par le terme « *Earnings response coefficient* ».

jacents non identifiés par les variables explicatives et [3] l'erreur aléatoire représentant les aléas contextuels qui biaisent la mesure de la valeur.

FIGURE 03 : Approche de mesure de la « vraie » valeur du résultat comptable



D'après Holthausen et Watts (2001), les travaux empiriques appartenant à cette approche se basent sur des études d'associations appelées « études d'associations relatives » (*Relative association studies*). Ces études visent, d'une part, à améliorer la pertinence des modèles testés (mesurée par le R^2 et le R^2 ajusté) et, d'autre part, à chercher une mesure fiable et valide du résultat comptable (comparer deux positions de mesure du résultat). Les différentes études empiriques peuvent être résumées dans le tableau 01.

Tableau 01 : Synthèse des travaux empiriques /approche de mesure par la « vraie » valeur

Auteur	Période	Contexte	Echantillon	R^2
1. Foster (1975)	1964 – 1972	Etats-Unis	73 entreprises	14 % < R^2 < 16%
2. Beaver et al. (1979)	1965 – 1974	Etats-Unis	2 760 observations	12% < R^2 < 30 %
3. Beaver et al. (1980)	1958 – 1976	Etats-Unis	11 525 observations	R^2 (moyenne)=7%
4. Fried et Givoli (1982)	1969 – 1979	Etats-Unis	1247 entreprises	27 % < R^2 < 33 %
5. Lustgarden (1982)	1976 – 1977	Etats-Unis	624 entreprises	2% < R^2 < 8 %
6. Beaver et al. (1982)	1976 – 1978	Etats-Unis	1 069 entreprises	2% < R^2 < 9 %
7. Hagerman et al. (1984)	1974 – 1976	Etats-Unis	215 entreprises	2% < R^2 < 5 %
8. Ajinkya et Gift (1984)	1970 – 1977	Etats-Unis	359 entreprises	5% < R^2 < 17 %
9. Imhoff et Lobo (1984)	1970 - 1978	Etats-Unis	1 002 observations	-----
10. Bublitz et al. (1985)	1979 – 1983	Etats-Unis	3 465 observations	2% < R^2 < 17 %
11. Bamber (1986)	1977 – 1979	Etats-Unis	397 entreprises	0.2 % < R^2 < 9%
12. Beaver et al. (1987)	1965 – 1983	Etats-Unis	11 888 observations	6 % < R^2 < 10 %
13. Kormendi et Lipe (1987)	1947 – 1980	Etats-Unis	145 entreprises	-----
14. Collins et al. (1987)	1968 – 1980	Etats-Unis	7 955 observations	6 % < R^2 < 22%
15. Freeman (1987)	1966 – 1982	Etats-Unis	2 263 observations	-----
16. Lev (1989)	1982 - 1987	Etats-Unis	194 entreprises	1 % < R^2 < 4 %
17. Easton et Zmijewski (1989)	1975 – 1980	Etats-Unis	206 entreprises	-----
18. Ali et Zarowin (1992)	1973 – 1988	Etats-Unis	374 entreprises	-----
19. Strong (1993)	1969 – 1989	Grande Bretagne	477 entreprises	9% < R^2 < 15 %
20. Harris et al. (1994)	1982 - 1991	Allemagne Etats-Unis	2 371 observations (Allemagne) 2 022 observations (Etats-Unis)	6% < R^2 Alle < 20 % 7% < R^2 USA < 40 %
21. Vafeas et al. (1998)	1985 – 1994	Chypre	260 observations	R^2 = 18 %
22. Plenborg (1998)	1985 - 1991	Denmark Etats-Unis	1 022 observations (Denmark) 899 observations (Etats-Unis)	11% < R^2 Den < 44% 6% < R^2 USA < 25%
23. Dumontier et Labelle (1998)	1981 - 1990	France	117 entreprises	47 % < R^2 < 72%

24. Easton et al. (2000)	1959 – 1997	Etats-Unis	132 940 observations	5% <R ² < 25 %
--------------------------	-------------	------------	----------------------	---------------------------

1-2 Approche de mesure globale de la valeur financière : résultat comptable un indicateur de mesure de la valeur

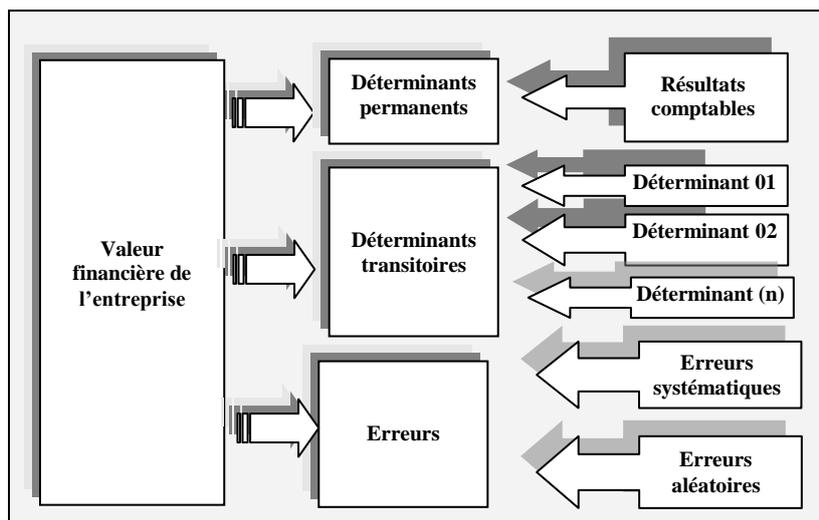
La dualité et la complémentarité entre les divers déterminants de la valeur a fait l'objet de plusieurs travaux de recherche au milieu des années 80. C'est grâce aux travaux de Ohlson (1995) et Feltham et Ohlson (1995) que les académiciens sont parvenus à faire renaître l'approche par les bénéfices anormaux (revenus résiduels) initiée par Preinreich (1938).

1-2-1 Approche de mesure « imparfaite » de la valeur

En dépit des améliorations méthodologiques apportées par l'approche de mesure par le résultat comptable à la relation entre les cours boursiers et les données comptables, certains obstacles restent à franchir. Le contenu informationnel peu élevé des bénéfices comptables (déterminants permanents de la valeur) dans les différents contextes d'études était parmi les raisons qui ont amené les chercheurs en comptabilité à identifier d'autres déterminants comptables de la valeur (Dumontier et Raffournier, 2002). Les études empiriques, s'insérant dans le cadre de cette approche, comme le soulignent Walker (1997), rejettent l'idée d'une approche de mesure par le résultat et considèrent que celui-ci comme une mesure parmi d'autres permettant d'expliquer le contenu informationnel de la valeur.

FIGURE 04 : Approche de mesure « *imparfaite* » de la valeur





Deux orientations ont été recensées. La première s'est penchée vers la recherche des déterminants substitués aux bénéfices comptables (déterminants transitoires de la valeur). La méthodologie empruntée se base sur les « études d'associations comparatives ». Cette démarche consiste à comparer les divers déterminants comptables avec le résultat comptable. Le contenu informatif de ces déterminants est déterminé potentiellement par la qualité de représentation des équations de régression.

La deuxième orientation juge que ce n'est pas aux seuls bénéfices comptables d'étayer le contenu informationnel des cours boursiers, mais il existe d'autres déterminants comptables qui permettent d'éclaircir davantage le contenu informatif de la valeur. Selon les tenants de cette approche, le résultat comptable n'arrive pas à intégrer la totalité des informations dans la valeur de l'entreprise, ce qui laisse penser que les autres composantes des états financiers peuvent aussi fournir un contenu informatif « incrémental » (additionnel) à cette valeur. Les travaux empiriques liés à la recherche des déterminants comptables complémentaires de la valeur ont opté pour la méthodologie dite des « études d'associations incrémentales ». Cette démarche consiste à associer les bénéfices comptables avec les autres identifiants comptables afin de déceler la variation additionnelle des coefficients de détermination des modèles testés. Dans ce cas, nous pouvons se prononcer sur le contenu informatif « incrémental » des

déterminants comptables de la valeur financière. Une synthèse des études empiriques est présentée dans le tableau 02.

Tableau 02 : Synthèse des travaux empiriques /approche de mesure « imparfaite » de la valeur

Auteur	Période	Contexte	Echantillon	R ²	Autres déterminants comptables
➔ Déterminants comptables : mesures complémentaires au résultat comptable					
1. Sepe (1982)	1968 – 1976	Etats-Unis	195 entreprises	R ² < 9%	- Ratio <i>cash flow</i> / total dette, ratio résultat comptable net/ total actif, ratio total dette / total actif, ratio fond de roulement/ total actif, ratio capitaux courant/ passif exigible.
2. Easton (1985)	1962 – 1980	Etats-Unis	349 entreprises	14% < R ² < 64%	- Dividende.
3. Broad et Walker (1990)	1963 – 1985	Grande Bretagne	199 entreprises	R ² = 61%	- Valeur comptable des fonds propres.
4. Lipe (1986)	1947 – 1980	Etats-Unis	81 entreprises	-----	- Marge brute sur ventes, frais administratifs liés aux ventes, impôts sur les bénéfices, charges d'intérêts, autres « items », dotations aux amortissements.
5. Hoskin et al. (1986)	1979 – 1981	Etats-Unis	676 entreprises	5% < R ² < 12%	- Charges et produits extraordinaires, charges et produits exceptionnels, charges et produits financiers, opérations discontinuées, « <i>LIFO liquidation or adoption</i> », dépenses d'investissement, niveaux de production, dividendes à payer, nombre de commandes, actions gratuites, ajustements comptables.
6. Wilson (1986)	1981 – 1982	Etats-Unis	322 entreprises	2% < R ² < 5%	- <i>Accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation, dépenses d'investissement, vente au comptant.
7. Wilson (1987)	1981 – 1982	Etats-Unis	300 entreprises	0% < R ² < 9%	- <i>Accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation.
8. Rayburn (1986)	1962 – 1982	Etats-Unis	175 entreprises	- 0.02% < R ² < 28%	- <i>Accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation, variation du fond de roulement, impôts différés, variation des impôts différés, dotation aux amortissements, actif circulant, dettes à court terme.
9. Jacobson (1987)	1963 – 1982	Etats-Unis	241 entreprises	2% < R ² < 5%	- Valeur comptable des fonds propres, retour sur investissement (ROI).
10. Bowen et al. (1987)	1971 – 1982	Etats-Unis	98 entreprises	2% < R ² < 16%	- <i>Accruals</i> , fond de roulement, <i>cash flow</i> , variation de stocks, variation impôts sur les bénéfices, variation comptes clients, variation comptes fournisseurs, variation dettes à court terme.
11. Ou et Penman (1989)	1973 – 1983	Etats-Unis	26936 observations	-----	- Ratio de liquidité générale, ratio de liquidité immédiate, rotation des stocks, variation chiffre d'affaires, amortissements, dividendes par action, rentabilité des fonds propres, ratio dettes/fonds propres, ratio fonds propres/ actifs immobilisés, ratio vente/ total actif, rentabilité des fonds propres, marge commerciale, marge sur bénéfices nets, ratio vente/disponibilité, ratio vente/stocks, ratio vente/ fonds de roulement, ratio vente/ actifs immobilisés, variation de la production, variation des frais de R&D, ratio <i>cash flow</i> / totale dette, ratio fond de roulement/ total actif, ratio résultat d'exploitation/ total actif, variation dettes à long terme, etc. (68 déterminants)
12. Ou et Penman (1989 a)	1973 – 1983	Etats-Unis	18 659 observations	0% < R ² < 14%	- <i>Idem</i> que l'étude Ou et Penman (1989) : (68 déterminants).
13. Livnat et Zarowin (1990)	1974 – 1996	Etats-Unis	434 entreprises	9% < R ² < 16%	- Dividendes, total <i>cash flow</i> , dettes, <i>accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation, <i>cash flow</i> d'investissement, <i>cash flow</i> de financement, subventions d'investissement, acquisition d'immobilisation, stocks.
14. Dechow (1994)	1960 – 1989	Etats-Unis	28 647 observations	1% < R ² < 16%	- <i>Cash flow</i> , <i>accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation, ratio fonds de roulement/nombres des actions, <i>accruals</i> d'exploitation, variation des disponibilités.
15. Subramanyan (1996)	1973 – 1993	Etats-Unis	21 135 observations	2% < R ² < 6%	- Gestion du résultat comptables (<i>accruals</i> discrétionnaires), <i>cash flow</i> d'exploitation, <i>accruals</i> non discrétionnaires.
16. Farfield et al. (1996)	1981 – 1990	Etats-Unis	33 334 observations	42% < R ² < 56%	- Marge brute, chiffre d'affaires, dépenses administratives, amortissements, charges d'intérêt, impôts sur les bénéfices, éléments (items) extraordinaires, opérations discontinuées, éléments (items) exceptionnels.

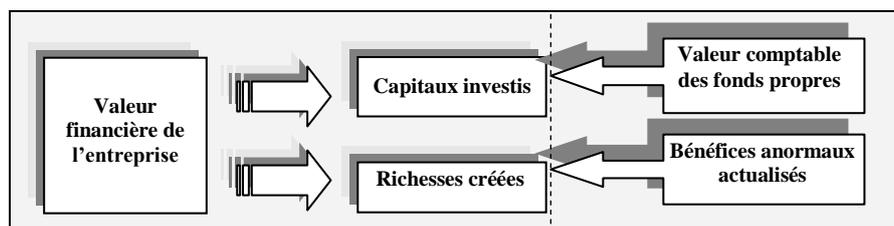
17. Beaver et al. (1997)	1973 – 1991	Etats-Unis	2 466 observations	3% < R ² < 68%	- Rentabilité des fonds propres, rentabilité des actifs, rentabilité des revenus, variation total actif, variation totale dette (%), variation emprunts(%), variation prêts(%), variation produits financiers (%), variation total produit (%), variation charges d'exploitation (%), variation charges sociales (%), ratio valeur boursière/ valeur comptable, ratio bénéfices comptables/ cours boursiers, ratio <i>cash flow</i> / totale dette.
18. Collins et al. (1997)	1954 – 1994	Etats-Unis	115 154 observations	3% < R ² < 68% (RN) 48% < R ² < 76% (FP)	- Valeur comptable des fonds propres.
19. Francis et Shipper (1999)	1954 – 1994	Etats-Unis	Entre 393 et 4 811 entreprises	R ² moyenne = 22% (RN) R ² moyenne = 41% (FP) R ² moyenne = 62% (RN+FP)	- Valeur comptable des fonds propres.
→ Déterminants comptables : mesures substitués au résultat comptable					
20. Hoopwood et McKeown (1985)	1962- 1979	Etats-Unis	238 entreprises	R ² < 4%	- Vente par action, dépenses par action, bénéfices par actions.
21. Board and Day (1989)	1962 – 1977	Etats-Unis	39 entreprises	2% < R ² < 16 %	- Ratio résultat comptable/ valeur comptable des fonds propres, ratio résultat comptable/ valeur boursière.
22. Easton et Harris (1991)	1969 – 1986	Etats-Unis	20 188 observations	3% < R ² < 23 %	- Valeur comptable des fonds propres.
23. Lev et Zarowin (1999)	1978 – 1996	Etats-Unis	6 800 entreprises	4% < R ² < 24 %	- Frais de <i>R&D</i> , <i>accruals</i> , <i>cash flow</i> d'exploitation, valeur comptable des fonds propres.
24. Dhaliwal et al. (1999)	1994 – 1995	Etats-Unis	11 348 observations	2% < R ² < 16 %	- <i>Cash flow</i> , « <i>comprehensive income</i> ».
25. Janin (2002)	1993 – 1998	France	673 observations	1% < R ² < 20 %	- Engagements calculés, engagements décalés, variation du besoin en fonds de roulement, excédent de trésorerie globale, capacité d'autofinancement.

RN : résultats comptables FP : valeur comptable des fonds propres

1-2-2 Approche d'évaluation par les bénéfices anormaux (revenus résiduels)

Les travaux théoriques de Ohlson (1995) ainsi que de Feltham et Ohlson (1995) partent d'une logique fondée sur la distribution de richesses (modèle des dividendes actualisés) pour orienter leur analyse vers la mesure de la création de richesses à partir du modèle des bénéfices anormaux actualisés⁹. Selon Lee (1999), la mesure de la valeur d'une entreprise par le biais des bénéfices anormaux émane des travaux empiriques en économie financière de Preinreich (1938) – repris par la suite dans les travaux de recherche de Edwards et Bell (1961)¹⁰ et Peasnell (1982). De façon générale, ce modèle exprime la valeur d'une entreprise par la somme des capitaux investis et des richesses créées futures de l'entreprise. Traduit en termes comptables, le modèle devient égal à la somme de la valeur comptable des fonds propres et des bénéfices anormaux actualisés¹¹.

FIGURE 05 : Approche de mesure par les bénéfices anormaux



Bernard (1995) explique que l'approche d'évaluation par les bénéfices anormaux est considérée comme une approche « *mixte* » de la valeur du fait qu'elle englobe des informations provenant du bilan et du compte de résultat. Du point de vue théorique, l'approche d'évaluation par les bénéfices anormaux s'insère dans le cadre d'une approche d'évaluation financière globale des richesses créées par l'entreprise. Néanmoins, elle adopte une méthodologie spécifique par rapport aux autres approches d'évaluation. En effet, comme

⁹ Le modèle des bénéfices anormaux actualisés s'appuie sur la combinaison entre trois relations, à savoir : [1] la méthode du résultat globale (*clean surplus accounting*), [2] le modèle des dividendes actualisés et [3] les « bénéfices anormaux ».

¹⁰ Cité par Lee (1999).

¹¹ Les bénéfices anormaux sont générés à partir de la différence entre les bénéfices nets comptables et le coût de réalisation de ces bénéfices. Ce coût de réalisation est exprimé en fonction de la valeur comptable des fonds propres et d'un taux d'actualisation appelé « *coût du capital* ».

l'affirme Preinreich (1938), le modèle des bénéfices anormaux emprunte ses origines de la théorie économique d'évaluation. Un des rôles assignés à cette théorie est d'apprécier la valeur d'usage d'une unité de production sur la base d'une analyse mathématique. La valeur d'usage est égale à la somme des flux futurs actualisés incluant sa valeur résiduelle. Cette dernière, appelée « surprofit » (*excess earnings/income*) dans les travaux de Preinreich (1936) et Peasnell (1982), représente la différence entre les ventes et le coût de réalisation de ces ventes, majorée de charges financières de l'unité de production correspondante. L'apport de Preinreich était de transposer la démarche développée par la théorie économique d'évaluation, par unité de production, vers une démarche comptable plus synthétique de la valeur. De façon générale, les études empiriques s'insérant dans le cadre de l'approche de mesure de la valeur par les bénéfices résiduels parvenaient à expliquer le contenu informationnel des cours boursiers d'une façon plus pertinente que les autres modèles (modèles des dividendes et modèles des flux de trésoreries). La qualité d'ajustement des modèles d'évaluation atteint un maximum de 90 %. Le tableau 03, présenté ci-dessous, illustre ces propos :

Tableau 03 : Synthèse des travaux empiriques/ approche de mesure « résiduel » de la valeur

Auteur	Période	Contexte	Echantillon	R ²
1. Bernard (1995)	1978-1993	Etats-Unis	Entre 670 et 712 entreprises par année	R ² = 29% (MDA) R ² = 68% (MRR)
2. Frankel et Lee (1996)	1987 – 1994	20 pays : -Anglosaxonnes -Francophones -Asiatiques	12 026 observations (Etats-Unis) 12 883 observations (19 autres pays)	70% <R ² < 90%
3. Penman et Sougiannis (1998)	1973 – 1990	Etats-Unis	4 192 entreprises (en moyenne par année)	-----
4. Frankel et Lee (1998)	1976 – 1993	Etats-Unis	18 162 observations	1% <R ² < 15% (CI) R ² = 7% (PN)
5. Gragham et King (1998)	1987 - 1996	6 pays asiatiques	3 655 observations	16% < R ² < 90 %
6. Dechow et al. (1999)	1976 – 1995	Etats-Unis	50 133 observations	8% < R ² < 40%
7. Liu et Thomas (2000)	1981 – 1994	Etats-Unis	7 708 observations	22% < R ² < 32%
8. Courteau et al. (2000)	1992 – 1996	Etats-Unis	2 110 observations	R ² = na (MDA) R ² = 63% (MFT) R ² = 82% (MRR)
9. Abukari et McConomy (2000)	1992 – 1996	Canada	2 090 observations	53% < R ² < 68%
10. Francis et al. (2000)	1989 – 1993	Etats-Unis	2 907 observations	57% <R ² < 84 % (MDA) 32% <R ² < 77% (MFT) 74% <R ² < 90% (MRR)
11. Shores et Bowen (2002)	1976 – 1997	Etats-Unis	222 observations	52 % < R ² < 76 % (DE) 26% < R ² < 39% (DC)
12. Ali et al. (2003)	1976 – 1997	Etats-Unis	20 133 observations	1% < R ² < 22%

MDA: modèle des dividendes actualisés

DC : déterminants comptables

PN : panel

MFT: modèle des flux de trésorerie actualisés

DE : déterminants économiques

MRR: modèle des revenus résiduels

CI : coupe instantanée

2- Remise en cause de l'approche utilitaire de l'information comptable

Au vu de la littérature évoquée ci-dessus, nous constatons que le contenu informationnel des déterminants comptables de la valeur est faible. Le coefficient de détermination dépasse rarement 30% - à l'exception de l'approche d'évaluation par les revenus résiduels. L'approche utilitaire de l'information comptable a été longtemps remise en cause dans l'explication du contenu informationnel de la valeur.

2-1 Principes comptables : handicaps à l'explication de la valeur

2-1-1 Décalage entre la réalité économique et la réalité comptable

Dechow (1994), Collins et al. (1994) et Dumontier et Raffournier (2002) expliquent que le décalage entre l'enregistrement comptable des événements économiques et la prise en compte de ces événements par le marché financier affecte la décision des investisseurs (*lack*

of *timeliness*). Beaver et al. (1980, 1989) Kothari et Sloan (1992) et Kothari (1992, 2001) évoquent le terme de « *prices lead earnings* », ce qui signifie aussi que le marché financier intègre des facteurs dans l'évaluation d'un titre que la comptabilité n'arrive pas à intégrer et vice-versa. L'étude de Kothari (1992) enseigne que le biais relatif au coefficient de réponse est atténué en présence de « *prices lead earnings* ». Beaver et al. (1987, 1997), de leur côté, expriment implicitement cette notion. Ces auteurs introduisent une variable retard « *lagged variable* » pour expliquer le décalage entre les événements économiques et comptables. Easton et al. (2000) évoquent la notion de « *accounting recording lag* ». Dans le contexte français, Janin (2002, p.77) évoque dans son analyse la « *déconnexion entre le marché et le système comptable* ». En Suisse, Cormier et al. (2000) ont démontré que le décalage comptable devient moins important entre les bénéfices comptables et les rendements boursiers lorsque les bénéfices comptables de l'exercice comptable précédent et futur sont introduit dans les modèles d'évaluation (le R² augmente de 37% à 52%). Collins et al. (1994) ont montré, dans le cadre d'une analyse sectorielle de 136 entreprises américaines, que la relation faible entre les bénéfices comptables et les cours boursiers est expliquée par le décalage entre la prise en compte d'un événement par le marché et la comptabilité. De leur côté, Warfield et Wild (1992) ont examiné l'influence du principe de reconnaissance des revenus sur la pertinence du contenu informationnel des bénéfices comptables. Ils ont montré que le contenu informationnel additionnel des bénéfices comptables futurs varient inversement par rapport à la date de publication des résultats comptables. Par ailleurs, Jacobson et Aaker (1993) estiment, dans le cadre d'une étude comparative entre des entreprises américaines et japonaises, que la discordance entre les événements comptables et économiques est tributaire de la vision stratégique et managériale des entreprises. Le marché financier possède une vision à court terme de la mesure de la performance, tandis que les dirigeants, au Japon par exemple, ont une vision ayant pour attrait d'entreprendre une stratégie à long terme. Dans la même lignée, Kothari et Sloan (1992) estime que la

déconnexion entre le marché financier et la comptabilité a pour cause essentielle la manipulation des résultats comptables puisque la variation des cours boursiers futurs entraîne la variation des résultats comptables anticipés. Enfin, certains auteurs attribuent la médiocrité des conclusions empiriques à la variabilité de la période d'étude des événements choisis dans l'analyse, sans pour autant donner une explication logique à ce choix. En fait, plus la fenêtre d'étude est grande et plus le contenu informationnel du résultat comptable est élevé. Ceci est démontré dans les études de Lev (1989), Warfield et Wild (1992), Easton et al. (1992) et Dumontier et Labelle (1998) et plus particulièrement par Shroff (2002)¹².

2-1-2 Comportement « prudent » des dirigeants

Hayn (1995), Basu (1997) et Holthausen et Watts (2001) expliquent que l'enregistrement de certains événements comptables, tels que la plus value latente sur les valeurs mobilières liquides (SICAV), provision pour risques et charges, etc. privilégient les mauvaises nouvelles plutôt que les bonnes. La comptabilité reflète, dans ce cas, une image erronée de la situation financière de l'entreprise durant un exercice comptable. Basu (1997) confirme que les bénéfices comptables sont plus en accord avec les mauvaises nouvelles. Cette idée est reprise en partie, dans le contexte français, par les travaux de Janin (2000). Certains auteurs comme Kothari (2001) et Ball et al. (2000) associent l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires aux pratiques prudentes des entreprises américaines. Dans une étude antérieure, réalisée en 1992, Kothari (p. 199) explique aussi que le lien peu élevé entre les déterminants comptables et la rentabilité boursière peut être attribué aux qualités de l'information comptable (l'objectivité, la neutralité, la fiabilité, etc.) et au comportement prudent des entreprises américaines.

¹² Shroff (2002) explique que la variation de la « *survaleur économique* » non-comptabilisée (différence entre la valeur financière et la valeur comptable d'un titre) reflète l'ensemble des informations pertinentes affectant la valeur de l'entreprise. Traduit en terme statistique, le R^2 devient dépendant, ainsi, d'un effet de : [1] la variance des résultats comptables et [2] la covariance entre le résultat comptable et la « *survaleur économique* ».

D'autres études, comme celles de Pope et Walker (1999) et Ball et al. (2000), estiment que la discordance entre les événements économiques et la comptabilité peut être expliquée par les pratiques comptables courantes. Ball et al. (2000) ont conduit une étude comparative entre 6 pays¹³ de 1985 à 1995. Ils prouvent, à cet effet, que l'asymétrie informationnelle est moins présente dans les pays de « *Commun-Law* ». Ball et al (2000) associent, aussi, le décalage entre le marché financier et les systèmes comptables avec le comportement prudent des entreprises quant à l'enregistrement des événements économiques. Dans les pays de « *Code-Law* » (France, Japon et Allemagne) les bénéfices comptables sont intégrés moins rapidement dans la valeur boursière de l'entreprise que dans les pays de « *Commun-Law* » (Canada et Etats-Unis). Ces derniers sont moins circonspects dans l'enregistrement des mauvaises nouvelles économiques. Ces constats empiriques sont aussi démontrés dans les travaux de Pope et Walker (1999).

2-2 Facteurs liés à la qualité de représentation des modèles de mesure de la valeur

Certains chercheurs constatent que la non-pertinence des données comptables est expliquée par certains biais liés à des facteurs sous-jacents souvent omis dans la modélisation du contenu informationnel de la valeur. Ces facteurs agissent principalement sur le terme d'erreur.

A l'instar des études empiriques antérieures, nous distinguons deux types de facteurs affectant la qualité de représentation des modèles de mesure de la valeur :

1. Facteurs endogènes : représentent le choix des déterminants comptables à entreprendre par le chercheur afin d'asseoir la validité des modèles de mesure de la valeur. Ils influent directement la mesure du phénomène étudié (mesure de la valeur).
2. Facteurs exogènes : affectent indirectement la relation entre les données comptables et la valeur de l'entreprise. Ils englobent, généralement, la démarche méthodologique liée, par exemple, à la collecte des données, au choix et au répartition de

¹³ Australie, Canada, Etats-Unis, France, Allemagne, Japon et Grande Bretagne.

l'échantillon, à la mesure des variables, etc. Ces facteurs sont associés directement aux facteurs sous-jacents du phénomène étudié.

2-2-1 Facteurs endogènes liés aux déterminants comptables de la valeur

Comme le soulignent Lev et Thiagarajan (1993) le coefficient de réponse est tributaire des facteurs compromettant la qualité de représentation du résultat comptable (*quality of earnings*). Ils identifient, à cet effet, douze facteurs fondamentaux explicatifs de la persistance du résultat comptable.¹⁴ Warfield et Wild (1992) argumentent que certaines circonstances économiques affectent le contenu informationnel des bénéfices comptables. Ces circonstances sont dépendantes, principalement, du cycle d'exploitation des entreprises ainsi que de l'objectivité, la fiabilité et la pertinence des informations publiées. Collins et al. (1997) et Easton et al. (2000) montrent que les investissements incorporels, la réalisation d'un résultat négatif (perte) durant un exercice comptable ainsi que la présence des éléments extraordinaires et spéciaux (*special items*) affectent la fiabilité des coefficients de réponse. Suite aux travaux de Penman et Sougiannis (1998), Courteau et al. (2000), Francis et al. (2000) et Lundholm et O'Keefe (2001) se sont orientés vers la recherche des nuances présentes dans les modèles des flux de trésorerie actualisés et des revenus résiduels lors de l'estimation de la valeur financière de l'entreprise. Lundholm et O'Keefe remettent en cause la primauté informationnelle des bénéfices anormaux par rapport aux flux de trésorerie. Ils montrent que cette divergence est due à : [1] l'incohérence des prévisions sur le long terme, [2] l'inexactitude du taux d'actualisation (coût du capital) et [3] les flux de trésorerie manquants¹⁵.

¹⁴ Les stocks, les dépenses d'investissement et les frais de R&D, le compte clients, la marge brute sur les ventes, les dépenses administratives liées aux ventes, les provisions pour créances douteuses, le taux d'imposition effectif, les commandes en retard, la masse salariale et enfin deux variables binaires : 1 si l'entreprise opte pour la méthode LIFO, 0 sinon ; 1 si l'entreprise nomme un auditeur de qualité (parmi les grands cabinets d'audit), 0 sinon.

¹⁵ Incohérence entre le résultat comptable diminué des dividendes et la variation des capitaux propres.

Courteau et al. (2000), de leur côté, estiment que la discrétion opérée par les dirigeants et l'intensité des frais de *R&D* sont aussi des facteurs déterminants de cette divergence. Lev et Zarowin (1999) concluent aussi que le déclin de la pertinence des informations financières a pour origines : [1] la baisse des investissements corporels en faveur des investissements immatériels, [2] l'incapacité de la comptabilité financière à s'adapter aux changements plausibles du système économique et [3] l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans le cas français, Dumontier et Teller (2001, p 230) jugent que « ... *le caractère immatériel de plus en plus marqué des investissements, l'importance des éléments non-récurrents dans les résultats comptables et l'accumulation de résultats déficitaires militent en faveur d'une perte de pertinence du modèle comptable...* ». Ces constats sont vérifiés en partie dans les travaux de Hoarau (2000) qui montrent que la décadence des déterminants comptables de la valeur est essentiellement liée au capital immatériel des entreprises françaises (entreprises de haute technologie, du secteur des médias). A l'inverse, les données comptables restent relativement pertinentes pour les entreprises à coefficient de capital et intensité capitalistique élevés ou appartenant à des secteurs à croissance faible et à rentabilité peu élevée ou cyclique. Le tableau 04 propose une synthèse des études empiriques citées ci-dessus.

Tableau 04 : Facteurs endogènes liés aux déterminants comptables de la valeur

Etude empirique	Facteur endogène
Lev et Thiagarajan (1993)	Coefficients de réponse des variables explicatives
Lev et Thiagarajan (1993)	Persistence du résultat comptable
Warfield et Wild (1992)	Circonstance économique liée à la reconnaissance des revenus, qualité des informations disponibles
Collins et al. (1997), Easton et al. (2000)	Investissements incorporels, réalisation d'un résultat négatif, présence des éléments extraordinaires et spéciaux
Hoarau (2000)	Entreprises à fort contenu immatériel ou technologique, entreprises à intensité capitalistique élevé.
Courteau et al. (2000)	Discrétion opérée par les dirigeants (gestion du résultat), intensité des frais de <i>R&D</i>
Lev et et Zarowin (1999)	Investissements immatériels, changements plausibles du système économique, asymétrie informationnelle entre les dirigeants et investisseurs.
Lundholm et O'Keefe (2001)	Incohérence des prévisions sur le long terme, inexactitude du taux d'actualisation (coût du capital), flux de trésorerie manquants
Dumontier et Teller (2001)	Actif immatériel, élément non-recurrent intégré dans le résultat

2-2-2 Facteurs exogènes liés aux déterminants comptable de la valeur

Pour améliorer le contenu informationnel des cours boursiers, certains affinements méthodologiques sont à entreprendre dans le cadre de l'approche utilitaire de l'information comptable. Beaver et Demski (1979) argumentent que les données comptables, notamment les bénéfices comptables, ne rendent pas compte de tous les aspects liés aux mécanismes du marché. La recherche d'une mesure fondamentale de l'information comptable, sur un marché inefficace, est abandonnée en faveur d'une rationalisation des coûts de l'information financière.

Peasnell (1977) s'interroge sur l'utilité des bénéfices comptables dans la représentation de la valeur créée par l'entreprise. A cet égard, il présente le facteur risque et le coût du capital dans un environnement incertain, comme déterminants du contenu informationnel de la valeur. En conclusion, l'auteur argumente que les flux d'informations circulaires (entreprises/marchés financiers) représentent une boîte noire difficile à déchiffrer. Barton (1974) et Corbin (1962), pour leurs parts, mettent en évidence l'importance de la méthode du coût de remplacement comme substitut au coût historique. Cependant, Edward et Bell (1961), Snavely (1969) ainsi que Dickens et Blackburn (1964) montrent que l'approche indirecte évoquée par Barton et Corbin est une approche subjective de la valeur du fait qu'elle néglige certains facteurs explicatifs de la valeur tels que le coût du capital, la périodicité des résultats, etc. Les constats empiriques sont, toutefois, mitigés dans les études empiriques de Lustgarten (1982), Beaver et al. (1982) et Imhoff et Lobo (1984).

La plupart des études empiriques antérieures ont estimé le contenu informationnel des cours boursiers sans rendre compte de la spécification des échantillons à tester. Certes, une homogénéisation par portefeuille d'entreprise plutôt que par individu, par exemple, permet d'éliminer « le bruit des résidus » (*noise in earnings*) attaché aux déterminants comptables.

Ceci est démontré en partie dans les travaux de Beaver et al. (1980). Or, Collins et al. (1994) ont montré que le « bruit des résidus » n'affecte pas la valeur de l'entreprise.

Grant (1980) a démontré que la taille de l'entreprise, le nombre des actionnaires et le secteur industriel sont des déterminants de la variation de la rentabilité boursière. Firth (1981), Bamber (1986), Collins et al. (1987, 1997) et Freeman (1987), de leurs côtés, supposent que le facteur taille est aussi un déterminant de la valeur. Le contenu informationnel des bénéfices comptables anticipés est plus élevé pour les entreprises de petites tailles. Beaver (1968) et Firth (1981) considèrent que le volume de transactions ainsi que le nombre de contrats traités sur le marché sont des « *proxy* » du contenu informationnel des données comptables. De même, McNichols et Manegold (1982), Collins et Kothari (1989), Easton et Zmijewski (1989), Ou et Penman (1989), Hayn (1995) et Liu et Thomas (2000) estiment que le facteur risque, la taille de l'entreprise, les déterminants non-récurrents des états financiers, la spécificité sectorielle et le processus d'échantillonnage influencent le contenu informationnel des cours boursiers. En revanche, Francis et Shipper (1999) ont démontré que le secteur d'activité n'affecte pas le contenu informatif des cours boursiers. Collins et Kothari (1989) retiennent dans leur étude quatre facteurs contribuant à l'amélioration des coefficients de réponses: la persistance des bénéfices comptables, les opportunités de croissance économique, le taux d'intérêt sans risque et le risque systématique du marché. Brown et al. (1999) ont montré l'influence de « l'effet échelle » (*scale effect*) dans la mesure de la pertinence¹⁶ des modèles explicatifs de la valeur.

Dans le contexte suisse, Cormier et al. (2000) montrent que la taille de l'entreprise, la qualité du cabinet d'audit, la structure de propriété, le facteur risque, l'endettement et la nature d'informations¹⁷ sont, aussi, des déterminants de la valeur. Liu et Thomas (2000) affirment que le choix des bases de données (*I/B/E/S* et *Compustat*) est aussi un facteur déterminant de

¹⁶ La pertinence des modèles de la valeur est déterminée par le pouvoir explicatif des données comptables (R^2 et R^2 ajusté).

¹⁷ Les informations publiques par rapport aux informations privées.

l'analyse. Enfin, Dumontier et Raffournier (2002) estiment que les données comptables consolidées sont plus représentatives de la valeur que celles non-consolidées. Le tableau 05 récapitule les études empiriques qui se sont intéressées aux facteurs exogènes liés aux déterminants comptable de la valeur.

Tableau 05 : Facteurs exogènes liés aux déterminants comptables de la valeur

Etude empirique	Facteur exogène
Peasnell (1977)	Eléments des états financiers, facteur risque , coût du capital
Beaver et Demski (1979)	Rationalisation du coût de l'information , efficience des marchés, fonctionnement du marché financier
Barton (1974) , Corbin (1962)	Coût de remplacement, coût historique
Edward et Bell (1961), Snaveley (1969), Dickens et Blackburn (1964)	Coût du capital, périodicité des résultats
Beaver et al. (1980 et 1987)	Hétérogénéité de l'échantillon , secteurs d'activités
Grant (1980)	Taille de l'entreprise, nombre des actionnaires, appartenance à un secteur industriel
Sepe (1982), Broad et Walker (1990)	Indices d'inflation
Collins et Kothari (1989)	Persistance des bénéfices comptables, opportunités de croissance économique, taux d'intérêt sans risque , risque systématique du marché
Hayn (1995) , Liu et Thomas (2000)	Facteur risque, taille de l'entreprise, éléments non-récurrents, spécificité sectorielle
Firth (1981), Bamber (1986), Collins et al. (1987), Freeman (1987) , Collins al. (1997)	Taille de l'entreprise
McNichols et Manegold (1982), Collins et Kothari (1989), Easton et Zmijewski (1989), Ou et Penman (1989)	Risque systématique , facteur taille
Brown, Lys et Brown (1999)	Effet échelle (Scale Effect)
Beaver (1968), Firth (1981)	Volume des transactions, nombre de contrats traités sur le marché
Cormier et al. (2000)	Taille de l'entreprise, qualité du cabinet d'audit, structure de propriété, facteur risque, endettement , nature d'informations
Lui et Thomas (2000)	Choix des bases de données (<i>I/B/E/S par rapport Compustat</i>)
Dumontier et Raffournier (2002)	Données comptables consolidées et non-consolidées

2-3 Cadre méthodologique « flou »

Une partie de la faiblesse des résultats empiriques antérieures s'explique par un cadre méthodologique « flou ». En effet, l'approche utilitaire de l'information comptable se heurte à une panoplie de difficultés d'ordre empirique (méthodologique).

2-3-1 La dualité entre la linéarité et la non-linéarité des déterminants comptables de la valeur

La plupart des études antérieures (citées ci-dessus) ont opté pour une modélisation linéaire des déterminants comptables de la valeur. Or, dans la littérature certains auteurs comme Freeman et Tse (1992), Ali et Zarowin (1992), Basu (1997) et Janin (2000) ont montré la

supériorité informationnelle (pouvoir explicatif mesuré par le R^2) des modèles non-linéaires (arc-tangente) par rapport aux modèles linéaires. Beaver et al. (1980, 1987) ont opté pour la méthode de la régression inverse (*reverse regression*) pour lisser la variance entre les résidus. Néanmoins, cette supériorité reste non-significative dans le contexte anglo-saxon. Teets et Wasley (1996) pensent que l'estimation spécifique des coefficients de réponse par entreprise (*specific coefficient*) améliore le contenu informationnel des données comptables par rapport à celle en coupe instantanée. Cheng et al. (1992) affirment que la faiblesse du contenu informationnel des données comptables est due à la mauvaise spécification des tests de non-normalité et de non-linéarité. Abdel-Khalik (1990) a introduit, quant à lui, la méthode d'estimation non-linéaire de « Heckman-Lee ». Il évoque deux problèmes majeurs de spécification. Le premier est causé par les résidus prévisionnels actuels, substitut efficace aux bénéfices futurs anticipés. Le deuxième problème est dû au biais d'auto-sélection (*self-selection bias*) résultant du découpage des échantillons testés sous forme de sous-échantillons homogènes. Enfin, Abdel-Khalik ajoute que le contenu informationnel des bénéfices comptables sont sous-estimés dès que les bénéfices anticipés par le marché sont mesurés par les prévisions des analystes financiers. Das et Lev (1994), de leur côté, remettent en cause les modèles non-linéaires « arc-tangente » et « quadratique » en faveur d'une méthode non-linéaire appelée « *Locally Weighted Regression* »¹⁸. En effet, le test de comparaison de moyenne montre une différence entre les deux méthodes d'estimation. En effet, l'erreur de prévision déterminée à partir de la méthode « *Locally Weighted Regression* » est inférieure à celle déterminée par les méthodes « arc-tangente » et « quadratique ».

Subramanyam (1996a) précise que le degré de précision de la qualité de l'information publiée est sujet à l'incertitude contrairement à l'approche linéaire qui considère que le degré de précision est stationnaire à travers le temps. La qualité de l'information publiée est, donc, liée à des facteurs multiples. Certains de ces facteurs représentent des événements

¹⁸ Cette méthode consiste à lisser la pente de la droite à estimer.

spécifiques que le marché financier n'arrive pas à anticiper lors de l'annonce du résultat comptable. La modélisation non-linéaire est une issue qui permet de mieux refléter la réalité économique de l'entreprise. L'étude de Beneish et Harvey (1998) s'aligne avec les idées avancées par Abdel-Khalik (1990), Freeman et Tse (1992) et Das et Lev (1994). En effet, l'étude de Beneish et Harvey dégage un écart de la qualité d'ajustement, mesuré par le (R^2), de 24% entre les modèles *MCO* et non-linéaires (quadratique, arc-tangente, etc.). Enfin, Lipe et al. (1998) suggèrent que la modélisation non-linéaire (*MNL*) génère un estimateur non biaisé et un coefficient de détermination plus fiable que les modèles linéaires (*ML*) (le R^2 est de 0.8% et 14% respectivement pour le *ML* et le *MNL*). Néanmoins, les coefficients de réponse (*Earnings Response Coefficient*) doivent être spécifiés pour chaque entreprise.

Tableau 06: Modèles de spécification des déterminants comptables

Modèle	Etude empirique
✓ Modèles non-linéaires (Arc-tangente/ quadratique)	Freeman et Tse (1992), Ali et Zarowin (1992), Cheng et al. (1992), Teets et Wasley (1996), Basu (1997), Lipe et al (1998), Janin (2000)
✓ Modèles inverses (reverse regression)	Beaver et al. (1980), Beaver et al.(1987)
✓ Modèle « Heckman-Lee »	Abdel-Khalik (1990), Beneish et Harvey (1998)
✓ Modèle «Locally Weighted Regression»	Das et lev (1994), Beneish et Harvey (1998)

2-3-2 L'hypothèse d'efficacité du marché

La plupart des recherches antérieures étudiant les déterminants comptables de la valeur supposent que les informations comptables représentent un indicateur fiable et pertinent de la réalité économique de l'entreprise. Ball (1992) associe principalement, dans son article « *The earnings-price anomaly*», les anomalies des déterminants comptables de la valeur à l'inefficacité des marchés financiers et aux coûts de production de l'information comptable.

Certes, les données comptables sont des déterminants de la prise de décision des investisseurs sur le marché financier. Néanmoins, certaines interrogations méritent d'être mises en évidence. L'hypothèse de l'efficacité du marché, sous ses différentes formes est souvent difficile à vérifier dans le cadre de l'approche utilitaire de l'information (Walker,

1997). Les recherches empiriques, depuis les travaux de Ball et Brown (1968) et Beaver (1968), supposent que les agents économiques ont un comportement rationnels. Qu'en est-il de la validité de cette hypothèse, si on sait que la méthodologie mise en œuvre (les études d'associations) repose sur cette hypothèse? Est-ce que l'étude du comportement des producteurs et utilisateurs de l'information comptable contribue, dans ce sens, à dévoiler cette ambiguïté? Au vu des résultats empiriques dégagés, Dumontier et Raffournier (2002) recommandent d'abandonner la recherche de la pertinence des informations financières à partir de la valeur du marché en faveur d'autres « *benchmark* » d'évaluation. Cette approche est soutenue en partie par les travaux de recherche en finance comportementale. De même, Albouy et Charreaux (2005) propose de recourir au paradigme comportemental afin de mettre en place une théorie alternative plus représentative de la réalité économique. Ce courant de recherche, comme le précise Aftalion (2005), a pour objectif d'expliquer les comportements réels, non rationnels, des individus et en conséquence mettre en évidence, dans certaines situations observées, le fonctionnement inefficent des marchés.

3- Apports de l'approche économique de l'information dans la mesure de la valeur

L'approche économique de l'information suppose que l'information est un bien économique qui s'échange sur un marché. Son acquisition suppose, donc, une rationalité d'ordre économique. L'offre et la demande de l'information par un agent économique sont utilisées en vue de permettre un choix rationnel entre une panoplie de possibilités. Dans ce sens, chaque possibilité a une valeur espérée et l'agent économique (décideur) optera pour la possibilité qui lui permettra, bien évidemment, de maximiser son utilité. A ce stade d'analyse, l'information est introduite dans des modèles décisionnels. Ainsi, une information est pertinente qu'une autre si et seulement si sa mesure d'utilité espérée est plus supérieure (Salanie, 1994).

Si nous transposons la logique économique à la comptabilité, alors l'offre et la demande d'information comptable sont dépendantes des divers comportements hétérogènes des différents producteurs et utilisateurs de l'information comptable. Walker (1988) considère que l'approche économique de l'information apporte une vision « scientifique » à la comptabilité dans la mesure où elle contribue à résoudre la problématique soulevée, principalement, par les adeptes de la théorie positive de la comptabilité : « *pourquoi la comptabilité est ce qu'elle est, pourquoi les comptables font ce qu'ils font, et quels effets ces phénomènes ont sur les gens et sur l'allocation des ressources* » (Jensen 1976, p 11)¹⁹.

3-1 La recherche d'un soubassement théorique de la valeur

L'approche économique de l'information a commencé à émerger à la fin des années 60. Les premières tentatives de modélisation du lien entre les données comptables et la valeur ont été recensées par les chercheurs de l'Ecole de Californie suite aux travaux pionniers de Butterworth (1972), Feltham (1968) et Ohlson (1979). Ces travaux empiriques se sont démarqués par rapport aux académiciens de l'Ecole de Chicago (Ball et Brown 1968, Beaver 1968, Edwards et Bell 1961, etc.) par la mise en place d'une méthodologie centrée sur la présentation de la réalité comptable de l'entreprise sous forme analytique (techniques d'algèbres matricielles).

Au début des années 90, Ohlson (1990) souligne que l'échec des études antérieures, à montrer la pertinence des données comptables dans le processus décisionnel des investisseurs, découle de l'absence d'un « soubassement théorique » approprié à cette relation. Ohlson qualifie les travaux empiriques de l'approche utilitaire de l'information comptable, telles que les études de Beaver et al. (1980, 1982 et 1987) et Lustgarten (1982) d'« *empirisme brut* » (*brut empirisme*). En effet, les résultats dégagés jusqu'à lors se basent sur des modèles *ad-hoc* et incohérents de mesure de la pertinence de la valeur. Ces modèles ne retracent pas, d'une façon aussi rigoureuse, la réalité économique des entreprises. Les

¹⁹ Cité par Colasse (2000, p 1239).

premières réflexions sur la construction d'un modèle théorique à la relation entre les données comptables et la valeur boursière ont été mises en lumière dans les travaux empiriques de McNichols et Manegold (1982), Collins et Kothari (1989), Easton et Zmijewski (1989), Ohlson (1983, 1989, 1991 et 1992), Ali et Zarowin (1992), Kothari et Sloan (1992), Lev et Thiagarajan (1993), Ohlson et Buckman (1980, 1981) et Feltham et al. (1988).

Ce n'est qu'en 1995 que nous constatons, suite aux travaux théoriques de Ohlson (1995, 2001 et 2003) et Feltham et Ohlson (1995, 1996), une véritable recherche d'un « soubassement théorique » des déterminants comptables de la valeur. En générale, ces travaux font référence à l'approche économique de l'information, comme l'affirme Walker (1997), pour mettre en exergue un modèle théorique explicatif de la valeur ayant pour objectif de prédire l'intervalle et le sens des coefficients estimés des déterminants comptables de la valeur. En conclusion, nous définissons les modèles à « soubassement théorique » comme étant des modèles qui rendent compte [1] de la complexité de l'univers de l'entreprise dans le processus de modélisation de la valeur ainsi que [2] des facteurs sous-jacents non-identifiés par les données comptables. Ces modèles sont généralement caractérisés par des processus stochastiques.

3-2 Choix des méthodes comptables

Le deuxième apport de l'Ecole de Californie, comme le soulignent Feltham et al. (1988), consiste à examiner l'influence des alternatives du choix des différentes méthodes comptables sur la valeur de l'entreprise tout en empruntant les concepts économiques de l'information. Les événements économiques enregistrés comptablement sont incontestablement liés à des transactions incertaines et porteuses de risques. Dans cette perspective, les auteurs de cette approche ont élaboré des modèles décisionnels dans un environnement caractérisé par des décisions économiques prises dans l'incertitude. L'objectif de ces modèles est de révéler la pertinence de telles informations tout en tenant compte des comportements discrétionnaires des différents intervenants sur le marché.

Contrairement aux modèles comptables de la valeur qui traitent implicitement l'incertitude²⁰, cette dernière était au cœur des réflexions menées par les chercheurs en économie de l'information. En effet, les recherches qui s'insèrent dans le cadre de l'approche économique de l'information traitent l'incertitude d'une façon explicite par rapport à l'approche utilitaire de l'information.

3- 3 Asymétrie informationnelle

Le troisième axe de recherche dans le cadre de l'approche économique de l'information s'est centrée sur l'étude de l'asymétrie informationnelle entre dirigeants/investisseurs et investisseurs/ investisseurs (Walker 1988). De façon générale, l'information quelque soit sa nature est sujette à des déformations entre l'émetteur et le récepteur. Cette asymétrie est liée aux aspects contractuels entre les agents économiques. De même, au vu des conflits d'intérêts qui s'instaurent entre les divers contractants (Agent et Principal), dès la signature du contrat, chaque contractant essaye de maximiser son utilité afin de signaler sa bonne conduite envers l'autre partie. Ces conflits génèrent des comportements opportunistes quant à l'utilisation de l'information.

De point de vue comptable, l'asymétrie d'information a fait, aussi, l'objet de plusieurs études empiriques notamment dans le cadre de la théorie de l'agence repris par la suite par la théorie politico-contractuelle (théorie positive de la comptabilité), mais sous différents angles d'analyses.

Le seul but des parties contractantes est de maximiser leur utilité. Cette utilité, comme le précise Hoarau (2001), est fondée sur la rationalité microéconomique. Les conflits d'intérêt sont considérés comme un dysfonctionnement qui affecte la transparence de l'information comptable. La méthodologie mise en œuvre dans le cadre de cette théorie est centrée sur une modélisation classique (régression linéaire simple, régression logistique, tests univariés, etc.) de l'aspect contractuel de la comptabilité.

²⁰ L'incertitude est souvent prise en compte à travers les notions de prudence, d'éléments extraordinaires, etc.

D'un point de vue économique, l'analyse des comportements entre les parties contractantes sur le marché se base sur des modèles décisionnels. Le conflit d'intérêts est un des déterminants du contenu informationnel de la valeur. Dans la littérature, on identifie trois types de modèles décisionnels à savoir : le modèle des signaux, le modèle d'auto sélection et le modèle de l'aléa moral.

Conclusion

L'approche utilitaire de l'information comptable demeure le courant de recherche dominant en comptabilité dans l'étude de la pertinence des déterminants comptables de la valeur. Toutefois, la démarche empruntée jusqu'à lors reste tributaire d'un processus de modélisation *ad-hoc*. La plupart des études empiriques antérieures évoqués ci-dessous (section 01), se contentent d'estimer des coefficients de corrélation, entre les variables comptables et la valeur boursière, abstraction faite des divergences existantes entre les réalités comptables et économiques ainsi que de la complexité de l'univers des entreprises.

Dans cette perspective, l'approche économique de l'information vient soutenir les propositions théoriques avancées par les adeptes de l'approche utilitaire de l'information en mettant en œuvre une nouvelle méthodologie à la recherche comptable en matière d'évaluation. En partant de l'hypothèse de l'efficience informationnelle et de rationalité des agents économiques sur le marché financier, l'approche économique de l'information propose un « soubassement théorique » aux modèles de mesure de la valeur.

En effet, cette approche a permis de remédier aux insuffisances de l'approche utilitaire de l'information comptable. Les réflexions menées, depuis les travaux de Feltham (1968) et Butterworth (1972), sur un éventuel rapprochement entre l'approche économique de l'information et l'approche utilitaire de l'information, ont pour perspective de réconcilier entre la mesure des valeurs économiques et comptables de l'entreprise.

De même, l'orientation actuelle des normalisateurs comptables, suite à l'adoption en France des normes IAS/IFRS, vise à faire de la juste valeur (*Fair value*) une mesure de

référence de la valeur. Cette mesure s'intéresse principalement au processus de création des richesses pour une entreprise. Ce qui rejoint, en conséquence, la logique de modélisation proposée par les adeptes des modèles « économique-comptables » de mesure de la valeur. La question étant, donc, de savoir si les modèles d'évaluation proposées par les pionniers Feltham et Ohlson permettent de déterminer l'efficacité des données comptables et de proposer, en conséquence, une mesure théorique de la juste valeur .

Bibliographie

- Abdel-Khalik, A., R., (1990): « Specification problems with information content in earnings: revisions and rationality of expectations and self-selection bias », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 7, N° 1, pp 142 – 172.
- Abukari, K., et McConomy B., G., (2000) : « The role and the relative importance of financial statements in equity valuation », Working Paper, Vijay Jog, Carleton University, Wilfrid Laurier University, www.ssrn.com, pp 1-37.
- Aftalion, F., (2005) : « Le MEDAF et la finance comportementale », *Revue Française de Gestion*, Vol.31, n°57, pp 203 – 214.
- Ajinkya, B., B., et Gift M., J., (1984): « Corporate manager's earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, N° 2, autumn, pp 425 – 444.
- Albouy, M., et Charreaux, G., (2005) : « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? », *Revue Française de Gestion*, Vol.31, n°157, pp 140 – 143.
- Ali, A., et Zarowin, P., (1992): « The role of earnings levels in annual earnings-returns studies », *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, Issue 2, autumn, pp 286 –296.
- Ali, A., et Zarowin, P., (1992a): « Permanent versus transitory components of annual earnings and estimation error in earnings response coefficients », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp 249 – 264.
- Ali, A., Hwang, L., S., et Trombley, M., A., (2003) : « Residual income based valuation predicts future stock return: evidence on mispricing vs risk explanations », *The Accounting Review*, Vol. 78, N°2, april, pp 377 – 396.
- Ashton, R., H., (1977): « Objectivity of accounting measures: A multirule-multimeasurer Approach », *The Accounting Review*, Vol. LII, N°3, pp 567- 575.
- Ball, R., (1992): « The earnings-price anomaly », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Issue 2, pp 319 – 345.
- Ball, R., et Brown, P., (1968): « An empirical evaluation of accounting income numbers », *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp 159 – 177.
- Ball, R., Kothari, S., P., et Robin, A., (2000): « The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, Issue 1, pp 1 – 51.
- Bamber, L., S., (1986): « The information content of annual earnings releases: a trading volume approach », *Journal of Accounting Research*, Vol. 1, N° 1, spring, pp 40 – 57.
- Barton, A., D., (1974): « Expectations and achievements in income theory », *The Accounting Review*, October, pp 664 – 681.
- Basu, S., (1997): « The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Issue 1, pp 3 – 37.
- Beaver, W., H., (1968): « The information content of annual earnings announcements », *Journal of Accounting and Research*, Vol. 6, n°3, supplement, pp 67 – 92.
- Beaver, W., H., et Dukes R., E., (1972) « Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behaviour of security prices », *The Accounting Review*, April, pp 320 – 332.

- Beaver, W., H., Clarke, R., et Wright, W., F., (1979): « The Association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors », *Journal of Accounting Research*, Vol. 17, N°2, autumn, pp 316 – 340.
- Beaver, W., H., et Demski J., S., (1979) : « The nature of income measurement », *The Accounting Review*, Vol. LIV, N°1, January, pp 44 – 43.
- Beaver, W., H., Lambert, R., et Morse, D., (1980): « The information content of security prices », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 2, Issue 1, pp 3 – 28.
- Beaver, W., H., Griffin, P., A., et Landsman, W., R., (1982): « The incremental information content of replacement cost earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, Issue 1, pp 15 – 39.
- Beaver, W., H., Lambert, R., et Ryan S., G., (1987): « The information content of security prices, a second look », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, Issue 1, pp 139 – 157.
- Beaver, W., H., McAnally M., L., et Stinson, H., S., (1997): « The information content of earnings and prices: A simultaneous equations approach», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, N°1, pp 53 – 81.
- Beneish, M., S., et Harvey, C., R., (1998): « Measurement error and nonlinearity in the earnings-returns relation», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 11, N°3, pp 219 – 247.
- Bernard, V., L., (1995): « The Feltham-Ohlon framework: Implications for Empiricists», *Contemporary Accounting Research*, Vol.20, n°2, spring, pp 733 – 747.
- Belkaoui, A., (1984): *Théorie comptable*, Chapitre IX , “La comptabilité à la valeur actuelle”, Presses de l'Université du Québec, 2ième Editions, pp 224 – 251.
- Black, F., (1980): « The magic in earnings: economic earnings versus accounting earnings », *Financial Analysis Journal*, November- December, Vol. 36, Issue 6, pp 19 – 24.
- Board J., L., G., et Day, J., F., S., (1989): « The information content of cash flow figures », *Accounting and Business Research*, Vol. 20, N°77, pp 3 – 11.
- Board J., L., G., et Walker, M., (1990): « Intertemporal and cross sectional variation in the association between unexpected accounting rates of return and abnormal returns », *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, N°1, spring, pp 182 – 192.
- Bowen, R., M., Burgstahler, D., et Daley, L., A., (1987): « The incremental information content of accrual versus cash flows », *The Accounting Review*, Vol. LXII, N° 4, October, pp 723 – 747.
- Bromwich, M., (1977): « The use of present value valuation models in published accounting reports », *The Accounting Review*, Vol. LII, N° 3, jully, pp 587 – 596.
- Brown, P., et Kennelly, J., W., (1972): « The information content of quarterly earnings: an extension and same further evidence », *The Journal of Business*, Vol. 45, N° 3, juillet, pp 403 – 415.
- Brown, S., Lo, K., et Lys T., (1999) : « Use of R² in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades », *The Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, October, pp 83 – 115.
- Bublitz, B., Frecka, T., J., et McKeown J., C., (1985): « Market association tests and FASB Statement n° 33 Disclosures: a reexamination », *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, Supplement, pp 1 – 23.
- Butterworth, J., E., (1972) : « The accounting system as an information function», *Journal of Accounting Research*, Vol. 10, Issue 1, spring, pp 1 – 27.
- Cheng, C., S., A., Hopwood, W., S., et McKeown J., C., (1992): « Non-linearity and specification problems in unexpected earnings response regression model », *The Accounting Review*, Vol. 67, N°3, July, pp 579 – 598.
- Colasse, B., (2000): *Théories comptables*, Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit. Sous la direction de Colasse, B., Edition ECONOMICA, pp 1233 – 1244.
- Collins, D., W., et Kothari S., P., (1989): « An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, Issue 2-3, pp 143 – 181.
- Collins, D., W., Kothari S., P., et Rayburn J., D., (1987) : « Firm size and the information content of prices with respect to earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, Issue 2, pp 111 – 138.

- Collins, D., W., Maydew, E., L., et Weiss, I., S., (1997) : « Changes in the relevance of earnings and book values over the past forty years », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Issue 1, pp 39 – 67.
- Collins, D., W., Kothari S., P., Shanken, J., et Sloan, R., G., (1994): « Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Issue 2-3, pp 289 – 324.
- Corbin, D., A., (1962): « The revolution in accounting », *The Accounting Review*, Vol. 37, Issue 4, October, pp 626 - 636.
- Cormier, D., Magnan M., et Morard, B., (2000): « The contractual and value relevance of reported earnings in a dividend-focused environment », *The European Accounting Review*, volume 9, N°3, pp 387 – 417.
- Courteau, L., Kao, J., et Richardson, G., D., (2000): « The Equivalence of dividend, cash flows and residual earnings approaches to equity valuation employing ideal terminal value expressions», *Working Paper*, University of Laval, Quebec, University of Alberta, Edmonton, Alberta, University of Waterloo, Waterloo, Ontario, www.ssrn.com, pp 1 – 52.
- Das, S., et Lev, B., (1994): « Nonlinearity in the returns-earnings relation: tests of alternative specification and explanations », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, N°1, pp 353 – 379.
- Dechow, P., M., (1994): « Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, the role of accounting accruals», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Issue 1, pp 3 – 42.
- Dechow, P., M., Hutton, A., P., et Sloan, R., G., (1999): « An empirical assessment of the residual income valuation model», *Journal of accounting and Economics*, Vol. 26, Issue 1-3, pp 1 – 34.
- Dhaliwal, D., Subramanyam, K., R., et Trezevant, R., (1999): « Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance? », *Journal of accounting and Economics*, Vol. 26, Issue 1-3, pp 43 – 67.
- Dickens, R., L., et Blackburn, J., O., (1964): « Holding gains on fixed assets: an element of business Income? », *The Accounting Review*, Vol. 39, Issue 2, april, pp 312 – 330.
- Dumontier, P., et Labelle R., (1998): « Accounting earnings and firm valuation: the French case », *The European Accounting Review*, Vol. 7, N°2, pp 163 – 183.
- Dumontier, P., et Raffournier, B., (2002): « Accounting and capital markets: a survey of the European evidence », *The European Accounting Review*, volume 11, N°1, pp 119 – 151.
- Dumontier, P., et Teller R., (2001) : *Faire la recherche en comptabilité financière*, « Le modèle comptable de la valeur et la valeur du modèle comptable », Chapitre 14, Edition Vuilbert, pp 225 – 234.
- Easton, P., D., (1985): « Accounting Earnings and security valuation: empirical evidence of the fundamental links », *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, Supplement, pp 54 – 77.
- Easton, P., D., Harris, T., S., et Ohlson, J., A., (1992): « Aggregate accounting earnings can explain most of security returns, the cases on long return intervals », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Issue 2-3, pp 119 – 142.
- Easton, P., D., Shroff, P., et Taylor, G., (2000): « Permanent and transitory earnings, accounting recording lag and the earnings coefficient», *Review of Accounting Studies*, Vol. 5, N°4, pp 281 – 300.
- Easton, P., et Zmijewski, M., (1989): « Cross-sectional variation in the stock market response to the announcement of accounting earnings », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp 117–141.
- Easton, P., et Harris, T., (1991): « Earnings as an Explanatory Variable for Returns », *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, N°1, Spring, pp 19–36.
- Elleuch, S., (2003) : « L'impact des informations comptables sur les rendements boursiers », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, Tome 9, Volume 2, novembre, pp 137 – 150.
- Edwards, E., O., et Bell, P., W., (1965) : *The theory and measurement of business income*, University of Clifornia Press, third edition, pp 1 – 323.
- Fairfield, P., M., Sweeney, R., J., et Yohn, T., L., (1996): « Accounting classification and the predictive content of earnings», *The Accounting Review*, Vol. 71, N°3, july, pp 337 – 355.
- Feltham, G., A., (1968): « The value of information », *The Accounting Review*, October, Vol. 43, N°4, pp 684 –696.

- Feltham, G., A., Amershi, A., H., et Ziemba, W., T., (1988) : *Economic analysis of information and contracts, essays in honor of John E. Butterworth*, «John E. Butterworth pioneering contributions to the accounting and information economics literature», Kluwer Academic Publishers Boston.
- Feltham, G., A., et Ohlson J., A., (1995): « Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities », *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, N°2, Spring, p. 689 -731.
- Feltham G., A., et Ohlson J., A., (1996): «Uncertainly resolution and the theory of depreciation measurement », *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, Issue 2, autumn, pp 209 – 234.
- Firth, (1981): « The relative information content of the release of financial results data by firms », *Journal of Accounting Research*, Vol. 2, autumn, pp 522 – 529.
- Fischer, I., (1911): *De la nature du capital et du revenu*, traduit de l'anglais par Bouyssy S., publiée sous la direction de Bonnet A., GIARD & BRIERE LIBRAIRES-EDITEURS, Paris (5^e), pp 1- 475
- Foster, G., (1973): « Stock market reaction to estimates of earnings per share by company officials », *Journal of Accounting Research*, spring, pp 25 – 37.
- Foster, G., (1975): « Accounting earnings and stock prices of insurance companies », *The Accounting Review*, Vol. 15, Issue 4, October, pp 686 – 698.
- Francis, J., Olsson, P., et Oswald, D., R., (2000): « Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow and abnormal earnings equity value estimates », *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, N°1, spring, pp 45 – 70.
- Frankel, R., et Lee, C., M., C., (1998): « Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, Issue 3, pp 283 – 319.
- Frankel, R., et Lee, C., M., C., (1996): « Accounting diversity and international valuation », *Working Paper*, University of Michigan Business School et Johnson Graduate School of Management Cornell University, www.ssrn.com, pp 1 – 55.
- Francis, J., et Schipper, K., (1999) : « Have financial statements lost their relevance », *Journal of accounting Research*, Vol. 37, N°2, Autumn, pp 319 – 352.
- Freeman, R., N., (1983) : « Alternative measures of profit margin: an empirical study of the potential information content of current cost accounting », *Journal of Accounting Research*, Vol. 21, N°1, spring, pp 42 – 64.
- Freeman, R., N., (1987) : « The association between accounting earnings and security returns for large and small firms », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, Issue 2, pp 195 – 228.
- Freeman, R., N., et Tse, S., Y., (1992) : « A nonlinear model of security price responses to unexpected earnings », *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, N°2, autumn, pp 185 – 209.
- Fried, D., et Givoly, D., (1982) : « Financial analysts forecasts of earnings, a better surrogate for market expectations », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, Issue 2, pp 85 – 107.
- Gajewski, J., F., et Quééré, B., P., (2001):« The information content of earnings and turnover announcements in France », *The European Accounting Review*, Vol. 10, N°4, pp 679 – 704.
- Gragham, R., C., et King R., D., (1998):« The relation of firm market value with book values and residual accounting earnings in six Asian countries », *Working Paper*, Lundquist College of Business, College of Business, University of Oregon, www.ssrn.com, pp 1-35.
- Grant, E., B., (1980):« Market implications of differential amounts of interim information », *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, N°1, spring, pp 255 – 268.
- Hagerman, R., L., Zmijewski, M., et Shah, P., (1984): « The association between the magnitude of quarterly earnings forecast errors and risk-adjusted stock returns », *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, N°2, Autumn, pp 526 – 540.
- Harris, T., S., Lang, M., et Möller H., P., (1994): « The value relevance of German accounting measures: an empirical analysis », *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, N°2, autumn, pp 187 – 209.
- Hayn, C., (1995): « The information content of losses », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, Issue 2, September, pp 125 – 153.

- Hoarau, C., (2000): « Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire », *Papier de Recherche du GREGOR*, IAE de Paris, Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne, <http://panoramix.univ-paris.fr/GREGOR>, pp 1- 25.
- Hoarau, C., (2001) : *Faire la recherche en comptabilité financière*, « Normalisation et recherches comptables : enjeux, méthodes et perspectives critiques », Chapitre 3, Edition Vuilbert, pp 29– 44.
- Holthausen, R., W., et Watts, R., L., (2001) : «The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issue 1-3, pp 3 – 75.
- Hopwood, W., S., et McKeown, J., C., (1985): « The incremental informational content of interim expenses over interim sales », *Journal of Accounting Research*, Vol. 23, N°1, Spring, pp 161 – 174.
- Hoskin, R., E., Hughes, J., S., et Ricks, W., E., (1986): « Evidence on the incremental information content of additional firm disclosure made concurrently with earnings », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Issue 3, Supplement, pp 1 – 32.
- Hughes, J., S., et Ricks, W., E., (1987): « Associations between forecast errors and excess returns near to earnings announcements », *The Accounting Review*, Vol. LXII, N°1, January, pp 158 – 175.
- Imhoff, E., A., et Lobo, G., J., (1984): « Information content of analysts' composite forecast revisions », *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, N°2, Autumn, pp 541 – 554.
- Jacobson, R., (1987): « The validity ROI as a measure of business performance », *The American Economic Review*, Vol. 33, N° 3, June, pp 470 – 478.
- Jacobson, R., et Aaker, D., (1993): « Myopic management behaviour with efficient, but imperfect, financial markets: a comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, Issue 4, October, pp 383 – 405.
- Janin, R., (2000) : *Gestion des chiffres comptables, contenu informationnel du résultat net et mesure de la création de valeur*, thèse université Pierre Mendès France, Grenoble.
- Janin, R., (2002) : « Les contenus informationnels respectifs du résultat net et des indicateurs de flux de trésorerie dans le contexte français », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, Tome 8, Volume 2, novembre, pp 69 – 85.
- Kiger, J., E., (1972): « An empirical investigation of NYSE volume and price reactions to the announcement of quarterly earnings », *Journal of Accounting Research*, Issue N°1, spring, pp 113 – 128.
- Kormendi, R., et Lipe, R., (1987): « Earnings innovations, earnings persistence and stock returns », *The Journal of Business*, Vol. 60, N°3, July, pp 323 – 345.
- Kothari, S., P., (1992): «Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings, Earnings level versus change specifications and alternative deflators », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp 173 – 202.
- Kothari, S., P., (2001): « Capital markets research in accounting », *Journal of Accounting and Economics*, Vol31, Issue 1-3, September, pp 105 – 231.
- Kothari, S., P., et Sloan, R., G., (1992): « Information in prices about future earnings implications for earnings response coefficients », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Issue 2-3, June, pp 143 – 171.
- Lee, C., M., C., (1999): « Accounting-based valuation: impact on business practices and research », *Accounting Horizons*, Vol. 13, N° 4, pp 413 – 425.
- Lev, B., (1989): « On the usefulness of earnings: lessons and direction from two decades of empirical research », *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, supplement, pp 153 – 190.
- Lev, B., et Ohlson, J., A., (1982):« Market-based empirical research in accounting: a review interpretation and extension », *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, Supplement, pp 249 – 322.
- Lev, B., et Thiagarajan, S., R., (1993): « Fundamental information analysis », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, N° 2, Autumn, pp 190 – 215.
- Lev, B., et Zarowin, P., (1999): « The boundaries of financial reporting and how to extend them », *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, N° 2, Autumn, pp 353 – 385.

- Lipe, R., C., (1986): « The information contained in the components of earnings », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement, pp 37 – 64.
- Lipe, R., C., Bryant, L., et Widener, S., K., (1998): « Do nonlinearity, firm-specific coefficients, and losses represent distinct factors in the relation between stock returns and accounting earnings? », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, Issue 2, May, pp 195 – 214.
- Liu, J., et Thomas, J., (2000): « Stock returns and accounting earnings », *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, N°1, spring, pp 71 – 101.
- Livnat, J., et Zarowin, P., (1990): «The incremental information content of cash-flow components », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, Issue 1, May, pp 25 – 46.
- Lundholm, R., J., (1995): « A tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson models: answers to some frequently asked questions », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, N°2, spring, pp 749 – 761.
- Lundholm, R., J. et O' Keefe, T., (2001) : «Reconciling value estimates from the discounted cash flow model and the residual income model», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, N°2, summer, pp 311 – 335.
- Lustgarten, S., (1982): « The impact of replacement cost disclosure on security prices, new evidence », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, pp 121 – 141.
- Magliolo, J., (1986): « Capital market analysis of reserve recognition Accounting », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement, pp 69 – 108.
- May, R., G., (1971): « The influence of quarterly earnings announcement on investor decisions as reflected in common stock price changes », *Journal of Accounting Research*, Vol. Issue 3, supplement , pp 119 – 163.
- McNichols, M., et Manegold, J., G., (1983): « The effect of the information environment on the relationship between financial disclosure and security price variability », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp 49 – 74.
- Morse, D., (1981):« Price and trading volume reaction surrounding earnings announcements: a closer examination », *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, N°2, autumn, pp 374 – 383.
- Ohlson, J., A., (1979) : « On financial disclosure and the behavior of security prices », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 1, Issue 3, December, pp 211 – 232.
- Ohlson, J., A., (1983): « Price earnings ratio and earnings capitalisation under uncertainty», *Journal of Accounting Research*, Vol. 21, N°1, spring, pp 141 – 151.
- Ohlson, J., A., (1989): « Ungarbled earnings and dividends: an analysis and extension of the Beaver, Lambert, and Morse valuation model », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, Issue 2-3, July, pp 109 – 115.
- Ohlson, J., A., (1990): « A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows and earnings », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 6, N°2, Part 2, pp 648 – 676.
- Ohlson, J., A., (1991): « The theory of value and earnings and an introduction to the Ball-Brown analysis », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 8, N°1, pp 1 – 19.
- Ohlson, J., A., (1995): « Earnings, book values and dividends in equity valuation», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, N°2, spring, p. 661 – 687.
- Ohlson, J., A., et Buckman, A., G., (1980) : «Toward a theory of financial accounting », *Journal of Finance*, Vol. XXXV, N°2, May, pp 537 – 547.
- Ohlson, J., A., et Buckman, A., G., (1981) : «Toward a theory of financial accounting: Welfare and public information», *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, N°2, autumn, pp 399 – 433.
- Ohlson, J., A., et Shroff, P., K., (1992), « Changes versus levels in earnings as explanatory variables of returns: Some theoretical considerations », *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, N°2, autumn, pp 210 – 226.
- Ou, J., A., et Penman, S., H., (1989): « Financial statement analysis and the prediction of stock returns », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, Issue 4, November, pp 295 – 329.
- Ou, J., A., et Penman, S., H., (1989a): « Accounting measurement, price-earnings ratio and the information content of security prices », *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement, pp 111 – 144.

- Patell, J., M., (1976): « Corporate Forecasts of earnings per share and stock price behavior: empirical tests », *Journal of Accounting Research*, Issue 2, autumn, pp 246 – 276.
- Peasnell, K., V., (1982): « Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers », *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol., 9, N° 3, pp 361 – 381.
- Penman, S., H., et Sougiannis, T., (1998): « A comparison of dividend, Cash flow, and earnings approaches to equity valuation », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, N°3, Fall, pp 343 – 383.
- Plenborg, T., (1998): « A comparison of the information content of US and Danish earnings », *The European Accounting Review*, Vol. 7, N°1, pp 41 – 63.
- Popova, K., I., (2003) : « Applying the Ohlson and Feltham-Ohlson models for equity valuation : some accounting considerations », *Working paper*, Yokohama National University, www.ssrn.com , pp 1 – 36.
- Preinreich, G., A., D., (1936): «The fair value and yield of common stock», *The Accounting Review*, Vol. 11, Issue 2, pp 130 – 140.
- Preinreich, G., A., D., (1938): « Annual survey of economic theory: the theory of depreciation », *Econometrica*, Vol. 6, Issue 3, July, pp 219 – 241.
- Rayburn, J., (1986): « The association of operating cash flow and accruals with security returns », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement, pp 112 – 137.
- Saghroun, J., (2003) : « Le résultat comptable : conception par les normalisateurs et perception par les analystes financiers », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, Tome 9, Vol. 2, novembre, pp 81 – 108.
- Salanie, B., (1994): *Théorie des contrats*, Collection économie et statistique avancées , Edition Economica, pp 1 – 138.
- Sepe, J., (1982): « The impact of the FASB's 1974 GPL proposal on the security prices structure », *The Accounting Review*, Vol. LVII, N°3, July, pp 467 – 485.
- Shores, D., et Bowen, R., M., (2002) : « Determinants of economic and accounting components of residual income: an application to the pharmaceutical industry », *Working Paper*, University of Washington Business School, www.ssrn.com , pp 1 – 47.
- Shroff, P., K., (2002): « The relation between aggregate Earnings and security over long intervals », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, N°1, spring, pp 147 – 164.
- Strong, N., (1993): « The relation between returns and earnings: evidence for the UK », *Accounting and Business Research*, Vol. 24, N° 93, pp 67 – 77.
- Solomons, D., (1961): « Economic and accounting concepts of income », *The Accounting Review*, Vol. 36, Issue 3, July, pp 374 – 383.
- Snaveley H., J., (1969): « Current cost for long lived assets, a critical view », *The Accounting Review*, Vol. 44, Issue 2, April, pp 346 – 350.
- Subramanyam, K., R., (1996): « The pricing of discretionary accruals », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Issue 1-3, August, pp 249 – 281.
- Subramanyam, K., R., (1996 a): « Uncertain precision and price reactions to information », *The Accounting Review*, Vol. 71, N°2, April, pp 207 – 220.
- Teets, W., R., et Wasley, C., W., (1996): « Estimating earnings response coefficients: pooled versus firm-specific models », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, Issue 3, June, pp 279 – 295.
- Tremblay, D., Cormier, D., Magnan, M., (1994) : *Théorie et modèles comptables, développement et perspectives*, Presse de l'université du Québec.
- Vafeas, N., Trigeorgis, L., et Georgiou, X., (1998): « The usefulness of earnings in explaining stock returns in an emerging market: the case of Cyprus », *The European Accounting Review*, Vol. 7, N°1, pp 105 – 124.
- Walker, M., (1988): « The information economics approach financial reporting », *Accounting and Business Research*, Vol. 18, N°70, pp 170 – 182.
- Walker, M., (1997): « Clean surplus accounting models and market-based accounting research: a review », *Accounting and Business Research*, Vol. 27, N°4, pp 341 – 355.

Warfield, T., D., et Wild, J., J., (1992): « Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns », *The Accounting Review*, Vol. 67, N°4, October, pp 821 – 842.

Watts, R., L., et Zimmerman, J., L., (1986): *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs NJ, Prentice-Hall, pp 1 - 388

Wilson, G., P., (1986): « The relative information content of accruals and cash flows: combined evidence at the earnings announcement and annual report release date », *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement, pp 165 – 200.

Wilson, G., P., (1987): «The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings », *The Accounting Review*, Vol. LXII, N°2, April, pp 293 – 322.