

6<sup>èmes</sup>  
**États  
Généraux**  
DE LA RECHERCHE  
COMPTABLE

12 décembre 2016

[www.anc.gouv.fr](http://www.anc.gouv.fr)



AVEC LE SOUTIEN DE :



## **POLICY PAPER**

### **Evaluation à la valeur de marché ou mise sur le marché**

**Guillaume Plantin (Sciences Po) et Jean Tirole (TSE et IAST)**



# Évaluation à la valeur de marché ou mise sur le marché

## Document de synthèse

Guillaume Plantin Sciences Po

Jean Tirole TSE et IAST

2016

### Résumé

Le débat sur l'opportunité d'adopter des normes comptables fondées sur les « justes valeurs » fait rage depuis des années. Dans Plantin et Tirole (2015), nous proposons un cadre pour l'étude des évaluations comptables qui repose sur les composantes essentielles de l'économie de l'information (asymétries d'information). L'objectif du présent document est de fournir une description non technique des principaux points et observations de cette étude économique. L'étude Plantin et Tirole (2015) porte en particulier sur l'interaction entre l'utilisation individuellement optimale des données de marché par les entreprises et la liquidité à l'équilibre sur les marchés de leurs actifs. Cette approche fondée sur l'équilibre révèle un recours aux évaluations basées sur le marché qui est excessif sur le plan social, qui assèche la liquidité du marché et qui réduit la valeur informative des signaux de prix sur lesquels les entreprises s'appuient pour leur gouvernance. Inciter les entreprises à faire des données de marché une utilisation moins intensive que celle qu'elles jugeraient optimale à titre privé leur est bénéfique car cela réduit leur coût du capital. En pratique, des normes comptables limitant le recours aux données de marché aux éléments de bilan les plus liquides (par opposition à une utilisation aussi large que possible) iraient en ce sens.

## 1 Introduction

### Les évaluations comptables et l'économie de l'information

L'opportunité de la comptabilisation à la juste valeur fait l'objet d'un débat à l'échelle mondiale depuis des années. L'*International Accounting Standards Board* (IASB) définit la juste valeur comme étant « le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre des participants de marché à la date d'évaluation »<sup>1</sup>. Cette méthode contraste avec la comptabilisation au coût amorti dans laquelle, d'une façon générale, les éléments demeurent enregistrés à leur valeur initiale au lieu de refléter l'ensemble des données pertinentes provenant des marchés pour des éléments similaires. Les partisans de la comptabilisation à la valeur de marché (dont l'IASB) font valoir que ce mode d'évaluation donne une image plus exacte du bilan et empêche les distorsions résultant de transactions motivées par des gains (vente en cas de gains et conservation d'éléments comptabilisés au coût amorti en cas de perte). Les adversaires de la comptabilisation à la juste valeur invoquent au contraire la volatilité des valeurs de marché, les erreurs d'évaluation et la déstabilisation des bilans ; ils s'inquiètent en outre des répercussions macroéconomiques, notamment de la réalisation de ventes en catastrophe par des entités poussées à céder des actifs déjà dépréciés.

Bien que les économistes et les comptables opposent nettement la comptabilisation au coût amorti et la comptabilisation à la juste valeur, la distinction entre ces deux méthodes est plutôt une question de degré : la comptabilisation au coût amorti englobe un certain degré de comptabilisation à la juste valeur. Premièrement, la pratique consistant à vendre en cas de gains implique une probabilité plus forte pour que des investissements plus fructueux soient comptabilisés à la valeur de marché avant leur échéance. Deuxièmement, certaines règles relatives aux pertes de valeur sont susceptibles de tenir compte d'informations suffisamment négatives, notamment de signaux du marché, dans le cadre de la méthode du coût amorti.

Selon toute vraisemblance, la mesure dans laquelle les informations que les entreprises communiquent à leurs parties prenantes reposent sur des données de marché devrait avoir un impact considérable tant sur le gouvernement d'entreprise que sur les marchés des capitaux. Cependant, les recherches effectuées par les économistes sur cette question sont étonnamment peu abondantes. L'objectif de notre document « technique » est de prendre du recul dans un premier temps par rapport au débat technique et d'appliquer l'économie de l'information à l'étude des méthodes comptables d'évaluation. L'économie de l'information est la branche de l'économie qui a pour objet d'étudier l'impact des asymétries informationnelles sur les performances économiques. Les asymétries d'information correspondent d'une façon générale aux situations dans lesquelles les diverses parties impliquées dans une activité économique ne partagent pas un ensemble commun d'informations.

---

<sup>1</sup>-Voir la norme internationale d'information financière (IFRS) 13.

Certaines parties peuvent bénéficier à titre privé d'informations concernant certains paramètres clés de l'économie. Par exemple, les cadres dirigeants d'une entreprise détiennent sur les perspectives d'évolution de ses projets de recherche-développement en cours des informations privilégiées qu'il est difficile de communiquer de façon crédible (ou qu'ils ne souhaitent pas dévoiler) aux petits actionnaires. Une autre forme d'asymétrie informationnelle a trait aux cas dans lesquels les mesures prises par une partie ne sont pas observables par les autres parties. Par exemple, les cadres dirigeants d'une banque ne peuvent pas exercer un contrôle exhaustif sur les travaux de vérification préalable (due diligence) de ses chargés de prêts. Ils n'observent ces travaux qu'imparfaitement et rétrospectivement à travers l'examen des performances ultérieures des prêts. L'économie de l'information a pour but de concevoir des dispositifs institutionnels, des contrats, des modes de gouvernance et, d'une façon plus générale, des mécanismes qui atténuent les conséquences économiques défavorables de ces asymétries d'information.

Les évaluations comptables constituent la principale source d'informations certifiées que les entreprises communiquent à leurs parties prenantes (pourvoyeurs de capitaux, salariés, autorités publiques, clients, etc.). Étant donné que les asymétries informationnelles sont très répandues parmi ces parties prenantes, l'économie de l'information apparaît comme un outil approprié pour déterminer la conception et l'utilisation optimales des informations comptables par les entreprises. L'objectif de notre document « technique » est de concevoir un environnement suffisamment riche pour appréhender les arbitrages importants qui sont en jeu, mais néanmoins suffisamment simple pour se prêter à une analyse rigoureuse débouchant sur des réponses claires.

### Pourquoi évaluer les flux de trésorerie futurs ?

Le débat public sur les normes comptables a porté pour l'essentiel sur les *méthodes* d'évaluation des éléments du bilan des entreprises (évaluation au coût amorti ou à la valeur de marché, par exemple), tandis que les *raisons* pour lesquelles ces méthodes revêtent avant tout de l'importance sont souvent demeurées implicites. Par contraste, il est difficile de procéder à une analyse économique rigoureuse des *méthodes* d'évaluation des flux de trésorerie futurs des entreprises sans adopter une position précise et explicite sur les *raisons* pour lesquelles ces évaluations sont importantes. Par conséquent, pour jeter un éclairage sur le débat concernant les règles comptables, le cadre proposé doit aborder conjointement ces questions des *raisons* et des *méthodes*.

Plusieurs raisons pratiques expliquent pourquoi les évaluations comptables constituent un important facteur déterminant dans les décisions des entreprises. Premièrement, les règles d'évaluation et de consolidation influent sur les modalités d'interaction entre les entreprises et les autorités publiques, car les contraintes fiscales et réglementaires s'exercent principalement sur la base des évaluations comptables de l'activité des entreprises. Deuxièmement, comme les professionnels de la comptabilité et les théoriciens l'ont longtemps souligné, les conventions comptables prennent vie lorsqu'elles sont effectivement appliquées aux fins du gouvernement d'entreprise, soit de façon prospective (par exemple pour évaluer la solvabilité d'une entité ou la capacité de l'équipe de direction à gérer une entité), soit de façon rétrospective pour récompenser les performances. Nous mettons l'accent sur cette dernière utilisation des évaluations comptables en tant qu'indicateurs des performances économiques.

Nous étudions un environnement dans lequel les évaluations comptables servent de données d'entrée dans le cadre de systèmes de gouvernance basés sur les performances qui concilient les intérêts des diverses parties prenantes des entreprises. Ainsi, nous sommes en phase avec la théorie moderne de la finance d'entreprise, qui considère ces conflits d'intérêts entre les parties prenantes comme la principale problématique que la structure du capital, la gouvernance et les politiques de rémunération des entreprises visent à résoudre.

## Feuille de route

La suite du présent document de synthèse comprend deux sections. La section 2 donne tout d'abord une vue d'ensemble des principales composantes de notre modèle formel. Puis la section 3 est consacrée à l'examen des principaux résultats générés par ce modèle, de leurs interprétations pratiques et de leurs implications quant à la comptabilisation en juste valeur.

## 2 Aperçu du modèle

### Un gouvernement d'entreprise efficace

Notre point de départ est un modèle classique de financement d'entreprise fondé sur la théorie de l'agence, dans lequel une firme est décrite comme une interaction entre deux parties prenantes appelées « principal » et « agent » conformément à la terminologie économique standard. Le principal correspond aux outsiders, c'est-à-dire aux tiers ou aux groupes qui détiennent un intérêt financier dans l'entreprise qui mais n'exploitent pas ses actifs, tels que les petits actionnaires ou les obligataires (ci-après les « outsiders »). L'agent correspond aux insiders ou personnes initiées, c'est-à-dire aux parties prenantes qui dirigent l'entreprise ou qui surveillent étroitement ses activités, telles que les cadres dirigeants, les administrateurs et les actionnaires dominants (ci-après les « insiders »).

Les insiders sont chargés de définir la stratégie qui maximise la valeur totale de l'entreprise pour l'ensemble des parties prenantes. Selon le contexte, ce type de décision stratégique englobe l'allocation des actifs, l'entrée sur le marché ou le désengagement, les décisions en matière de gestion des risques, etc. Nous modélisons cette tâche comme un simple effort de prévision, par lequel l'agent recueille des informations confidentielles sur les flux de trésorerie futurs provenant des diverses options stratégiques de l'entreprise. Cet effort de prévision représente pour l'agent un coût privé qui croît en fonction de l'intensité de l'effort. Ce coût peut être interprété de diverses manières. Littéralement, il peut correspondre au temps et aux ressources que les insiders consacrent à la définition de la stratégie qui génère la plus forte valeur d'entreprise, au lieu de les dédier à des tâches qu'ils jugent plus gratifiantes (comme, par exemple, une fonction de direction plus gratifiante ou des projets de prédilection). Il peut également correspondre aux coûts que le manager supporte, en termes d'avantages personnels ou de plan de carrière, en choisissant la ligne de conduite la mieux adaptée à l'entreprise.

Nous posons l'hypothèse essentielle de l'existence d'une asymétrie d'information entre les insiders et les outsiders. Le principal ne peut pas observer l'intensité de l'effort de prévision accompli par l'agent. Il est impératif de faire concorder les mesures d'incitation de l'agent avec les intérêts du principal et, par conséquent, de subordonner les avantages que l'agent retire de sa participation aux activités de l'entreprise au résultat de la stratégie qu'il a choisie.

Supposons au contraire que l'agent soit, par exemple, un manager rémunéré par un salaire fixe. Dans ce cas, il pourrait ne pas être suffisamment motivé pour accomplir un effort de prévision : cela aurait un effet préjudiciable sur la valeur totale de l'entreprise et, d'une façon générale, ce serait inefficace. En revanche, le fait de récompenser les insiders lorsqu'il s'avère que la stratégie qu'ils ont choisie donne des résultats suffisamment bons et de les sanctionner en cas de mauvaises performances les incitent à intensifier leur effort de prévision parce qu'ils internalisent alors les effets de cet effort sur la valeur totale de l'entreprise. Cela requiert bien entendu une évaluation appropriée des « performances ».

Les « récompenses » et les « sanctions » peuvent revêtir bien des formes en pratique. Elles peuvent consister simplement en un transfert pécuniaire conditionnel du principal à l'agent : tel est le cas des rémunérations de cadres fondées sur les performances. Elles peuvent aussi consister à laisser les insiders récolter les dividendes de projets de croissance, d'investissements conséquents ou d'acquisitions qu'ils ont réalisés au lieu de restructurer l'entreprise et d'en réduire l'activité. À titre d'exemple, les clauses restrictives des contrats de prêt qui limitent les dépenses d'investissement, les versements ou les emprunts supplémentaires en cas de dégradation de la solvabilité et de la liquidité de l'entreprise emprunteuse font partie de ce type de système compatible avec les mesures d'incitation en faveur des insiders. Les mesures d'incitation découlent alors de lignes de conduite (pouvant se révéler inefficaces a posteriori) qui sont subordonnées aux performances évaluées de l'entreprise.

En résumé, nous retenons un environnement simple dans lequel un gouvernement d'entreprise optimal incite les insiders d'une entreprise à déployer des efforts suffisants pour identifier une stratégie qui maximise la valeur.

### **Un gouvernement d'entreprise basé sur des évaluations**

Idéalement, ce gouvernement d'entreprise compatible avec des mesures d'incitation devrait reposer sur l'observation de la séquence entière de flux de trésorerie générés par la stratégie adoptée initialement par les insiders. Cette séquence entière est le signal le plus exact que les outsiders peuvent recevoir quant à l'intensité de l'effort initial des insiders<sup>2</sup>. Toutefois, il peut s'avérer excessivement onéreux, en pratique, d'attendre la mise en œuvre de l'intégralité du projet.

Les projets dans les secteurs de l'énergie ou des infrastructures, les prêts à long terme, les portefeuilles d'assurance ou les projets de recherche-développement parviennent à maturité sur des horizons à long terme auxquels il est généralement impossible, en pratique, de reporter les récompenses ou les sanctions prévues pour les insiders. Ainsi, en l'absence de récompense basée sur des performances évaluées en amont, un cadre dirigeant devrait faire toute sa carrière dans la même entreprise pour récolter les fruits d'efforts accomplis dans le cadre de projets à long terme. Un engagement aussi extrême ne semble pas souhaitable, tant du point de vue du cadre que de celui de l'entreprise.

---

<sup>2</sup> Toutefois, ce signal n'est jamais parfaitement informatif car les performances des entreprises dépendent toujours de nombreux facteurs qu'il est impossible de prévoir parfaitement.

De même, en cas de besoins de liquidités ou de nouvelles occasions de projets, un actionnaire détenant le contrôle apprécierait de pouvoir négocier ses actions à un prix tenant compte de la valeur future qu'il a contribué à créer mais qui n'est pas encore comprise dans les flux de trésorerie actuels. Enfin, il est possible que les actionnaires ne puissent pas attendre pour décider s'il convient de maintenir l'équipe de direction en place ou de l'autoriser à investir dans de nouvelles entreprises. Dans ces cas, il est peut-être préférable d'opter pour un gouvernement d'entreprise fondé sur des indicateurs de performance moins précis que la séquence entière de flux de trésorerie réalisés associés à une stratégie, mais qui se concrétisent à un horizon plus court. Quels sont en pratique ces indicateurs de la valeur des flux de trésorerie futurs ? Nous pensons qu'ils peuvent relever de deux grandes catégories.

Premièrement, une entreprise donnée peut tenter de se référer à l'évaluation d'un élément de son bilan par des tiers informés, tels que les insiders du même secteur d'activité ou d'un secteur d'activité présentant des liens suffisamment étroits. Dans ce cas, la seule manière dont ce tiers envoie un signal crédible indiquant son point de vue consiste à joindre l'acte à la parole. Dans notre modèle simple, cela revient à vendre l'élément à évaluer à ce tiers. Il existe en pratique une large palette d'accords, hormis la vente pure et simple, qui permettent de s'assurer qu'un tiers propose une évaluation crédible des actifs ou des passifs d'une entreprise. On peut citer notamment les cessions partielles (coentreprises par exemple), les accords de partage des risques (tels que les traités de réassurance) ou les refinancements (mises en pension, par exemple). Nous faisons abstraction de ces considérations par souci de simplicité et désignons ce premier moyen d'obtenir un indicateur précoce des flux de trésorerie futurs par l'expression « *mise sur le marché* » (ci-après « MM »). Les coûts de la MM dépendent du degré de compétition entre les acquéreurs informés potentiels des actifs.

Deuxièmement, au lieu de mettre son propre bien sur le marché, une entreprise donnée peut se contenter d'observer les transactions conclues entre d'autres entreprises qui vendent des éléments suffisamment similaires et des tierces parties. Nous désignons cette approche par l'expression « *évaluation à la valeur de marché* » (ci-après « EVM »). Par rapport à la MM, l'EVM présente un avantage évident lié à sa gratuité, étant donné que l'entreprise exploite sans contrepartie les informations générées par les transactions d'autres entreprises sur le marché<sup>3</sup>. Toutefois, ces informations sont probablement moins précises que celles générées par la MM parce que les actifs mis en vente par d'autres entreprises peuvent différer de ceux appartenant à l'entreprise qui cherche à exploiter ces données, et parce que les prix des transactions ne sont pas parfaitement observés sur un grand nombre de marchés.

---

<sup>3</sup> En pratique, les services externes de tarification ou la détermination des justes valeurs peuvent engendrer un coût d'obtention de ce signal. Nous n'en tenons pas compte dans notre modèle car cela ne modifie pas fondamentalement l'analyse.

## Synthèse de la configuration du modèle

Avant d'examiner nos principaux résultats, il est utile de récapituler les composantes essentielles de notre modèle :

1. Nous présumons que l'évaluation des performances des entreprises constitue un outil de gouvernance essentiel. L'attribution de récompenses (primes, poursuite des contrats, promotions ou projets d'expansion) à la suite de bons résultats et l'application de sanctions (rétrogradations, licenciements, restructurations, prises de contrôle, etc.) en cas de mauvais résultats incitent les insiders à faire de leur mieux pour sélectionner ex ante les stratégies qui maximisent la valeur.
2. Idéalement, c'est lorsque l'incertitude qui entoure les décisions stratégiques est entièrement levée que les performances sont les mieux évaluées. En pratique, cela implique l'adoption d'un système de gouvernance fondé sur l'observation des flux de trésorerie liés à une stratégie donnée.
3. Pour les décisions stratégiques dont les conséquences sont trop éloignées par rapport à l'horizon des insiders, il peut s'avérer préférable de s'appuyer sur des évaluations précoces de ces flux de trésorerie futurs. Nous posons le postulat de base selon lequel ce type d'évaluation précoce doit impérativement reposer sur une forme de transaction réalisée sur le marché – soit une transaction portant sur l'élément de bilan à évaluer, soit une transaction portant sur un actif aux caractéristiques suffisamment similaires<sup>4</sup>. La MM correspond à une évaluation fondée sur la cession (partielle le cas échéant) des éléments à évaluer, et l'EVM à une évaluation fondée sur l'observation de transactions comparables conclues par d'autres entreprises.

Dans cet environnement, nous obtenons le dispositif de gouvernance optimal. Un dispositif optimal est un système de récompenses et de sanctions qui repose sur les flux de trésorerie réalisés des entreprises et sur leurs flux de trésorerie futurs déterminés sur la base de la MM et de l'EVM, afin d'inciter les insiders à sélectionner une stratégie qui maximise la valeur au coût le plus faible pour les outsiders. Autrement dit, nous obtenons un système de gouvernance qui minimise le coût des capitaux externes pour les entreprises.

---

<sup>4</sup> Il convient de noter que, même lorsque l'évaluation d'un élément pour lequel il n'existe pas de marché repose sur un modèle perfectionné, les données utilisées pour calibrer le modèle (facteurs d'actualisation, primes de risque, croissance attendue, etc.) proviennent encore de transactions observées sur le marché. La seule différence entre l'évaluation à la valeur de marché et l'évaluation à l'aide d'un modèle réside dans le fait que le lien entre les éléments faisant l'objet de transactions et l'élément à évaluer à l'aide d'un modèle est moins étroit, d'où la nécessité de formuler des hypothèses et de recourir à un modèle théorique. Cette distinction est d'ordre pratique plus que conceptuel.

### 3 Principaux résultats et implications pratiques

Le dispositif de gouvernance optimal ainsi obtenu a trois implications concrètes intéressantes, que nous décrivons une à une, aux fins d'évaluations comptables optimales.

#### Degré optimal d'évaluation à la valeur de marché

Premièrement, nous constatons qu'en règle générale, la méthode consistant à utiliser exclusivement les données de marché pour évaluer les performances et mettre en place la gouvernance n'est pas optimale pour les entreprises.

L'intuition conduit aux observations ci-après. Rappelons que la gouvernance peut reposer sur trois indicateurs de performance : les flux de trésorerie réels, les flux de trésorerie futurs évalués conformément au marché (EVM), ainsi que les profits ou les pertes réalisés lors de transactions portant sur ces flux de trésorerie futurs (MM). Ces trois indicateurs présentent des coûts et des avantages différents. Attendre la concrétisation des flux de trésorerie permet d'obtenir les signaux les plus exacts mais entraîne un coût lié au report de décisions. La MM implique de laisser les profits tirés de la vente aux acquéreurs des éléments à céder s'ils ne sont pas parfaitement concurrentiels. L'EVM implique de récompenser les insiders lorsque ces derniers sont chanceux. L'observation imparfaite de transactions portant sur des éléments semblables (mais pas parfaitement similaires) aux éléments à évaluer peut conduire à récompenser ou à sanctionner les insiders pour des facteurs qu'ils ne peuvent pas et ne sont pas censés prévoir en premier lieu puisque ces facteurs sont sans incidence sur la valeur créée par leurs stratégies. Cela ne permet pas d'élaborer des systèmes d'incitation appropriés.

D'une façon très générale, ces trois indicateurs de performance doivent tous contribuer à l'élaboration de systèmes d'incitation en fonction de leurs valeurs informatives respectives, et, dans le cas de flux de trésorerie à long terme, en fonction du coût associé au report des récompenses et des décisions stratégiques. *Cela signifie en particulier que les évaluations des flux de trésorerie futurs basées sur le marché ne devraient être utilisées pour la gouvernance que dans la mesure où elles renseignent sur la valeur générée par l'entreprise avec un niveau de confiance suffisamment élevé.* Dans un cas de figure extrême, pour les éléments qui se négocient sur des marchés très inefficients sur le plan de l'information, il est préférable de faire entièrement abstraction des données de marché et d'évaluer les performances sur la base des flux de trésorerie ou des plus-values réalisés. Cela revient à évaluer entièrement les performances selon la méthode du coût historique. À l'inverse, si le bilan d'une entité ne comprend que des éléments pour lesquels un prix du marché informatif peut être obtenu aisément – par exemple dans le cas d'un fonds commun de placement négociant uniquement de gros volumes d'actions cotées –, alors le recours exclusif aux indicateurs de performance basés sur le marché peut être optimal. Cela revient à mesurer les performances des entreprises à l'aide de données comptables évaluées à la valeur de marché.

Autrement dit, nous envisageons la comptabilité au coût historique (avec des transactions motivées par des gains) et le recours exclusif à la juste valeur comme deux cas extrêmes. Dans le cas général, nous définissons le « degré d'évaluation à la valeur de marché » d'un système de gouvernance comme étant la mesure dans laquelle ce système devrait dépendre d'évaluations fondées sur le marché. Ce degré est égal à 0 dans le cadre de la comptabilité au coût historique et à 1 dans le cadre de l'évaluation pure et simple à la valeur de marché. En général, nous montrons comment ce degré dépend des caractéristiques du marché des éléments du bilan d'une entreprise.

Il est intéressant de réexaminer à la lumière de notre théorie le débat concernant les conséquences non voulues des évaluations comptables sur les décisions réelles des entreprises. La comptabilité au coût historique a été accusée de provoquer la réalisation inutile et onéreuse de plus-values latentes (« *gains trading* » ou transactions conclues à des fins de gains) et la dissimulation tout aussi onéreuse de pertes latentes. L'évaluation à la valeur de marché a été accusée, notamment, d'introduire dans les bilans des entreprises une volatilité inappropriée liée aux marchés. Il est intéressant de noter que le modèle que nous proposons, dans lequel les évaluations comptables et les décisions réelles qu'elles régissent sont conçues conjointement et de façon optimale, intègre aussi bien la conclusion de transactions à des fins de gains que la récompense des insiders en cas de chance, dans le cadre d'un dispositif optimal.

### Modèle économique et évaluation des performances

Notre analyse met en outre en évidence un lien naturel entre le degré optimal d'évaluation à la valeur de marché auquel une entité devrait recourir et son modèle économique. Nous estimons qu'au fur et à mesure que l'horizon des projets d'une entreprise se raccourcit et se rapproche par conséquent de celui de ses insiders, alors, toutes choses étant égales par ailleurs :

- l'entreprise devrait négocier moins fréquemment ses actifs et attendre au contraire que leurs flux de trésorerie se concrétisent ;
- le système de gouvernance devrait comporter un degré inférieur d'évaluation à la valeur de marché.

Nous comprenons intuitivement qu'au fur et à mesure que les flux de trésorerie futurs se rapprochent, le coût lié à l'attente de leur concrétisation diminue par rapport aux coûts de la MM et de l'EVM.

Il existe un lien intéressant avec la norme comptable IFRS 9 publiée en 2014. Dans cette norme, le modèle économique utilisé par une entité pour la gestion d'un actif influe sur l'évaluation de cet actif. Le modèle économique basé sur la détention d'actifs et la collecte de leurs revenus, dans lequel les entreprises acquièrent des actifs afin d'en percevoir les flux de trésorerie jusqu'à l'échéance, est celui qui correspond au degré le plus faible d'évaluation à la valeur de marché. Par conséquent, nous prévoyons que les entreprises qui privilégient ce modèle devraient idéalement recourir à un degré moindre d'évaluation à la valeur de marché. Nous rationalisons ainsi ce lien entre « modèle économique » et méthode d'évaluation.

## Équilibre général, niveaux d'éléments endogènes et recours excessif à l'évaluation à la valeur de marché

Toutes les idées exposées ci-dessus reposent sur ce que les économistes appellent une analyse « d'équilibre partiel ». Autrement dit, a) le gouvernement d'entreprise est optimal du point de vue de l'entreprise, mais pas nécessairement du point de vue de la société, et b) l'environnement de l'entreprise est considéré comme exogène. Rappelons que les deux caractéristiques essentielles de l'environnement qui conditionnent la gouvernance optimale d'une entreprise sont ses coûts respectifs de l'EVM et de la MM. Le coût de la MM est l'écart attendu entre la valeur d'un actif dans l'hypothèse où l'entreprise le conserverait et le prix versé par l'acheteur informé qui l'acquiert. Le coût de l'EVM est la valeur attendue des rémunérations versées aux insiders uniquement en raison de leur « chance », ce qui se produit lorsque ces derniers bénéficient de données de marché qui sont très positives pour le type d'actifs qu'ils ont sélectionné mais qui ne correspondent pas réellement à une bonne performance de leurs propres actifs.

Dans la dernière partie du document, nous procédons à une « analyse d'équilibre général » dans laquelle nous ne considérons plus ces coûts comme étant exogènes. Nous examinons au contraire comment ces coûts résultent de l'agrégation des comportements individuels de chaque entreprise. Nous modélisons explicitement la demande pour les actifs que les entreprises mettent en vente à des fins de certification. À l'équilibre, la demande pour ces actifs répond à l'offre attendue des entreprises, qui dépend de la mesure dans laquelle leurs dispositifs de gouvernance reposent sur la MM. Chaque entreprise conçoit par conséquent son dispositif en fonction de sa perception de la liquidité du marché de ses actifs, autrement dit de la facilité avec laquelle les actifs se négocient et de la valeur informative des prix des transactions. Plus précisément, les coûts de la MM et de l'EVM sont déterminés comme suit à l'équilibre.

Premièrement, le coût de la MM dépend de la liquidité du marché des actifs de l'entreprise, qui est définie comme étant la facilité avec laquelle ces actifs peuvent être vendus. Cette liquidité est fonction à son tour de la profondeur du pool d'agents qui sont suffisamment bien informés pour présenter des offres informatives pour les actifs que les entreprises décident de mettre en vente. Un pool plus profond signifie davantage de concurrence entre les enchérisseurs, des offres plus agressives et, partant, une diminution du coût de la MM.

Deuxièmement, le coût de l'EVM dépend de la liquidité du marché des actifs des entreprises, définie comme étant l'efficacité informationnelle du prix, laquelle est également fonction de la profondeur du pool d'acquéreurs informés potentiels. Des acquéreurs plus compétitifs présentent des offres plus agressives pour les actifs, de sorte que le différentiel de prix entre des actifs de grande valeur et des actifs de faible valeur est plus important et plus informatif. Il s'ensuit qu'en observant les prix des transactions conclues par ses pairs, une entreprise donnée réduit le risque de récompenser les insiders pour leur chance.

Nous déterminons comme suit la profondeur du pool d'acquéreurs informés. Nous partons du principe selon lequel les acquéreurs potentiels des actifs d'entreprises encourent un coût pour recueillir des informations sur la valeur de ces actifs. Le nombre d'acquéreurs potentiels qui décident de payer un tel coût et de s'informer dépend des gains ultérieurs attendus provenant de l'offre d'actifs. Au fur et à mesure que le nombre d'enchérisseurs informés croît, la demande pour les actifs d'entreprises devient plus concurrentielle sur le marché. Les offres sont plus agressives, ce qui réduit le profit attendu de chaque enchérisseur, ainsi que les coûts de la MM et de l'EVM.

**Recours excessif à l'évaluation à la valeur de marché.** La principale conclusion de notre analyse d'équilibre général est que le laissez-faire, autrement dit la possibilité pour chaque entreprise d'adopter librement le système de gouvernance qu'elle juge optimal étant donné son environnement, conduit à un degré excessif d'évaluation à la valeur de marché par les entreprises. Le système de gouvernance de chaque entreprise repose de façon excessive sur les signaux du marché générés par les ventes d'autres entreprises. Par voie de conséquence, l'offre d'actifs mis en vente est trop faible, de sorte que les informations recueillies par les acquéreurs potentiels sont insuffisantes et cette insuffisance entraîne à son tour des coûts de MM et d'EVM trop élevés. Étant donné que chaque entreprise profite gratuitement de la liquidité créée par les ventes des autres entreprises, le marché des actifs d'entreprises est trop peu liquide. Autrement dit, les entreprises *n'internalisent* pas les effets de leurs systèmes d'évaluation sur la liquidité des éléments qu'elles cherchent à évaluer. Dans le cadre du laissez-faire, les entreprises s'appuient trop sur les transactions conclues par d'autres entités. Elles vendent leurs propres actifs trop rarement, et avec de fortes décotes lorsqu'elles le font. Une réglementation qui limiterait l'évaluation de leurs actifs à la valeur de marché réduirait leur coût du capital en encourageant l'entrée d'acquéreurs informés sur le marché. La mise sur le marché serait plus efficace parce que les reventes d'actifs seraient conclues à des prix plus élevés. Il en irait de même pour l'évaluation à la valeur de marché parce que les prix de revente seraient plus informatifs.

**L'inefficacité des normes fondées sur l'évaluation à la valeur de marché et la juste valeur intégrale.** Cette conclusion concernant l'inefficacité des normes incite à penser que l'intervention du régulateur dans le but de réduire l'utilisation des données de marché par les entreprises est peut-être souhaitable. *Nous pensons que la mesure dans laquelle une norme comptable repose sur les justes valeurs peut permettre de maîtriser le degré d'évaluation à la valeur de marché auquel les entreprises ont recours en pratique.* Certes, les entreprises sont toujours libres d'utiliser les informations qu'elles jugent appropriées lors de la conclusion de contrats, indépendamment de la norme comptable en vigueur. Nous pensons néanmoins que le recours plus ou moins intensif à la juste valeur dans les normes comptables peut avoir un impact sur la mesure dans laquelle le gouvernement d'entreprise repose sur les données de marché. Il en va ainsi parce que les évaluations comptables couramment utilisées sont plus faciles à appréhender en pratique que les variables sur mesure retenues aux fins de la conclusion de contrats privés entre des agents informés de façon hétérogène (dans les clauses des emprunts obligataires, par exemple), parce qu'elles sont connues, gratuites, certifiées et plus faciles à vérifier devant les tribunaux.

## 4 Conclusion

Nous présentons dans notre étude un modèle standard de gouvernement d'entreprise optimal basé sur la théorie de l'agence auquel nous ajoutons des problèmes d'évaluation. Nous proposons une théorie d'évaluations comptables optimales sur le plan privé et social dans un environnement dans lequel les relations contractuelles entre les parties prenantes des entreprises et la liquidité du marché des actifs d'entreprises sont le résultat endogène de comportements d'optimisation.

Les transactions motivées par des gains (mise sur le marché) interviennent naturellement en tant que substitut à l'utilisation de données de marché (évaluation à la valeur de marché). Les contributions respectives de ces deux approches à la mise en place de systèmes d'incitation dépendent de manière intuitive de la valeur informative des données de marché et de la décote attendue lors de la mise en vente des actifs.

Notre principale conclusion est que le laissez-faire aboutit de façon générique à un degré d'évaluation à la valeur de marché qui est excessif sur le plan social. Lorsque les entreprises peuvent fixer librement le degré d'évaluation à la valeur de marché de leur système de gouvernance, l'équilibre révèle une forme excessive de bootstrapping. C'est inefficace parce que les entreprises n'internalisent pas les externalités négatives en termes de liquidité qu'elles créent les unes pour les autres en s'appuyant de façon excessive sur les transactions conclues par d'autres entités et insuffisamment sur leurs propres transactions. Un degré plus faible d'évaluation à la valeur de marché permettrait aux entreprises de négocier leurs actifs à un moindre coût, et améliorerait la qualité des données de marché.