

**Le concept de la juste valeur : quel apport à la théorie de
l'efficience informationnelle des marchés financiers ?**

**The concept of fair value toward the theory of the
information efficiency of financial markets**

Aouatif Boudiaf

Doctorante au Groupe ISCAE

Pr. Rachid M'RABET

Directeur du CEDOC en Gestion

Groupe ISCAE

Abstract :

Defined for the first time by US accounting standards, the notion of fair value has become in recent years an increasingly important part of the international normative arsenal. Thought initially as an accounting concept, it quickly becomes a cornerstone of a new economic paradigm in which the investor is considered as the preferred recipient of accounting information. The aim of the accounting system in this regard, is to provide relevant information in order to make the optimal allocation of resources in the financial market. Thus, the ultimate goal of fair value is to enrich the informational content of accounting information delivered to the market in order to minimize information asymmetry between managers and investors. This paper, which aims to highlight the impact of fair value accounting on reducing the asymmetry of information in the financial market, will focus on the analysis of the conceptual framework of international standards and the synthesis of the results of the main empirical research on this specific issue.

Key words : Fair value, informational efficiency, market price, financial performance, accounting reporting.

Résumé :

Définie la première fois par les normes comptables américaines, la notion de juste valeur prend ces dernières années une place de plus en plus importante dans l'arsenal normatif international. Pensée initialement comme un concept comptable, elle devient très vite une pierre angulaire d'un nouveau paradigme économique dans lequel l'investisseur est le destinataire privilégié de l'information comptable. Le système comptable devient un moyen d'information au service de l'allocation des ressources sur le marché financier. D'ailleurs, le but ultime recherché par la juste valeur est de renforcer le contenu informatif de l'information à destination du marché afin de réduire au maximum l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs. L'objectif du présent papier est de mettre en exergue l'impact de l'utilisation de la juste valeur sur la réduction de l'asymétrie d'information sur le marché financier et ce, à travers l'analyse du cadre conceptuel des normes internationales et la synthèse des résultats des principales recherches empiriques ayant traité le sujet.

Mots clés : juste valeur, efficacité informationnelle, prix de marché, performance financière, reporting comptable.

Introduction

Appeared in December 1975 in FASB Standard FAS 12, the concept of fair value was introduced in the accounting language following international harmonization. It is the Anglo-Saxon translation of "fair value" which, literally, corresponds more to "sincere value" or "loyal". Fair value was first defined by the US FASB standards before being adopted by IASB standards and subsequently developed in the standards for financial instruments (FASB and IASB standards). Since 2002, these standard-setting organizations have worked together to provide common rules for fair value accounting. In September 2006, the FASB issued FAS 157 "Fair Value Measurement" and the IASB issued an Exposure Draft on the same subject. In addition, IFRS 9 should replace IAS 39 on the valuation of financial instruments. This standard, which has introduced a major change in the fair value of financial instruments, will be mandatory starting from January 1, 2018.

The advent of the concept of fair value and the fast growth that it knows is concomitant with the evolution of the business world due mainly to the effects of the globalization of the markets and the increasing financialization of the latter. Before being an accounting concept, fair value is a way of seeing the company as a value creating entity. The assessment of the financial performance of firms then becomes the ultimate goal of accounting standards, and for good reason! The investor rely on the accounting information to make his arbitrations on the market, he must be able to appreciate the real value of a company without having to go through endless reprocessing. The relevant information needed by the investor have to be presented to him as close as possible to his perspective, that is exactly the goal of international accounting standards through the application of fair value. Thus, the accounting information becomes a tool in the service of the reduction of the costs related to asymmetric information on the financial market. The investor is ranked first as the main recipient of the accounting information. In this perspective, it seems that the ultimate objective of the accounting system is to facilitate the use of accounting information by the investor by minimizing the adjustments needed to move from accounting information to financial one. In fact, the application of the fair value assumes that even the unrealized gains are to be taken into account within the framework of an "expanded" income statement.

The purpose of this paper is to highlight the link between the application of fair value and the improvement of the informational efficiency of the market through the strengthening of the information content provided to the investor. To do this, we will, firstly, study the contribution of international accounting reporting standards before establishing the link between this reporting and the concept of fair value. We will also identify the different recipients of the accounting information according to the conceptual framework of the international standards, then we will try to determine the existence of an implicit hierarchy of these recipients favoring a more financial than accounting perspective. In a second step, we will focus on the contribution of fair value to the theory of the informational efficiency of the financial markets by first defining the main assumptions and limits of this theoretical hypothesis, then presenting the link between the application of fair value and the reduction of market information asymmetry. Finally, we will present a summary of the results of the main empirical research dealing with the link between fair value information and investors' decisions that are materialized in the evolution of securities prices on the market.

1. Role of fair value application in improving reporting of financial performance

The introduction of fair value in accounting involves a change in the assessment of the financial performance of an enterprise since, in addition to the net result, comprehensive income includes a number of changes in equity not caused by shareholder transactions. The reporting method thus affects readers' perceptions of the financial performance of the company and determines, on the way, "the distribution of international investments through various economic mechanisms, such as the impact on the asymmetry of information between managers and investors "(Ball 1995, Bushman & Smith 2001).

1.1. The conceptual foundations of reporting financial performance in international standards

The need to harmonize accounting standards and practices to "facilitate the understanding of financial statements, produce reliable information, participate in the stability of markets, economies and corporate financing" is one of the conclusions of the report of the work chaired by Daniel Bouton and sponsored by the MEDEF in 2002 on listed companies. These goals of intelligibility and comparability of performance are clearly enunciated by the conceptual framework. However, the concept of performance is not clearly defined in the texts. In fact, defining the notion of performance is a prerequisite for "reporting" because its definition determines its content, as well as the elements that represent it. As far as financial performance is concerned, financial performance is assimilated to the profit made by the company within the framework of capital and valuation convention used. Based on the normative theory, the conceptual framework of the IAS / IFRS standards, as well as that of the US GAAP, is based on the assumption that the respect of the rules enacted by the international reference, confers the qualities required to the information contained in the financial statements and in particular "intelligibility and comparability". These two qualities are among the four qualitative characteristics (intelligibility, relevance, reliability, comparability) defined as "the attributes that make the information provided in the financial statements useful to users". The choice to focus on these two concepts more particularly is explained by the international dimension of the harmonization of standards. Indeed, although relevance and reliability are essential characteristics of the accounting information, they are regardless of the reference concerned. The goal of an international standard is to allow the comparability of the financial statements and thus the performance of companies around the world. Obviously, this comparability is only possible if the information is intelligible.

1.2. Recipients of accounting reporting of financial performance in international standards

Fair value accounting is akin to the value theory in which the result concept measures the return on investment for shareholders and results in an expanded performance reporting, close to the concept of comprehensive income. As S. Giordano and M. Lacroix say, "In a financial investment logic, it is the maintenance of the purchasing power of invested capital that prevails over any other approach to performance. As a result, unrealized gains, which measure a potential increase in the general purchasing power of the funds invested by shareholders, are

sources of profit". In this context, the difference in the revaluation of assets, notably through the use of the market or the estimation of future cash flows, appears in the accounts and is integrated as an element of the company's performance. Likewise, value creation for the shareholder would be measured through the comprehensive income that includes, in addition to the after-tax operating and financial results, the impact of the revaluation of certain assets or liabilities. In this perspective, the profit and loss account responds more to the needs of the shareholder by measuring the variation of the equity invested by him in the company, and is inevitably removed from the stated needs in terms of performance reporting by other actors and partners of the company, which asserts the presumption of primacy granted to the investor as a prioritized user of the financial statements.

Some authors state that "implicitly, fair value and comprehensive income refer to the theory of value. The concept of financial capital is close to that of market capitalization for companies to which international standards are addressed ". Otherwise, this view of market-oriented performance reflects a willingness to converge accounting with the market and vice versa, which implies that markets are not efficient because, if at all In this case, the prices on the market would systematically translate all the information relating to a given asset. Nevertheless, fair value accounting assumes the existence of an efficient market, which is likely to create a sort of amalgam between the conditions of the fair value use and the results of its application. In other words, the market efficiency assumption is perceived, at the same time, as implicit condition justifying the use of fair value and also as a consequence of that use. Thus, the constraints on fair value are heavy both theoretically and practically. Indeed, we cannot talk about conceptual accounting frameworks without considering, in advance, a conception of the firm and its mode of governance. Nevertheless, one should also admit the contributions of the fair value in terms of reducing asymmetric information on the market by improving the quality of financial reporting.

1.3. The impact of fair value on the quality of accounting reporting of financial performance

Given the goal of comparability displayed by the standard setter, fair value accounting is required to provide the recipients of the financial statements with the necessary tools for decision-making. In this context, the information provided must be reliable and relevant. By reference to the agency theory, the objective assigned to financial reporting is to reduce the asymmetry of information between managers and shareholders in a world dominated by uncertainty. Indeed, as the assumption of informational efficiency of the market is far from being empirically verified, it is crucial to provide the investor with complete and reliable information in order to enable him to make the required trade-offs. Thus, the allocation of resources on the market depends on the information available and its perception by the user. In this context, it should be noted that fair value accounting reflects forward-looking and therefore more factual information and takes into account market variables. Moreover, historical cost accounting produces information that reflects past events measured according to the variables available at the transaction completion date. The conceptual frameworks (IFRS and FASB) mentioned the required qualities of accounting information: referring to

paragraph 26 of the IASB's Conceptual Accounting Framework, relevance is defined as "an essential quality of the information contained in financial statements (or accounts) which is likely to influence the economic decisions that users are required to make by assisting them in assessing the financial implications of past, present and future operations and facts, or allowing them to confirm or correct past assessments¹. This definition presents the fundamental factors of relevance, namely:

- Forecasting value: it is a quality of financial information that helps those to whom it is intended to predict what will result from past, present and future events.
- Confirmation Value: This is a quality of financial information that helps investors confirm or correct past valuations.
- and the timeliness of publishing financial information that refers to the fact that information reaches users at a time when it is still likely to influence their decisions

Given these determinants of relevance, the application of fair value systematically involves strengthening the informative content of accounting and financial information. This is precisely what the FASB has confirmed in its SFAS 107² (§, 40): "the fair value information of financial instruments is intended to help users of financial information to make their own forecasts and to confirm or correct their previous estimates". In the same context, the FASB states that "fair value is the most relevant method of valuing financial instruments because it offers users of financial statements the opportunity to appreciate the consequences of the investment and financing strategies decided upon by a firm "(SFAS 107, § 41). Similarly, JWGSS³ (2000: 151) states that "fair value is able to provide relevant information about financial instruments because it allows for the timely reflection of events and business conditions of the enterprise and provide a good basis for the analysis and forecasting of future cash flows". Nevertheless, it would be risky to categorically conclude the relevance of the information in fair value. Indeed, several empirical studies have attempted to analyze the usefulness of fair value information in investor decision-making. The results of these studies remain mitigated and refer to the negative externalities of the notion of fair value, notably the subjectivity that prevails in its determination when we use internal evaluation models.

2. Contribution of fair value to the theory of informational efficiency of financial markets

Starting from the idea that any asset has an intrinsic value that once, on the market, gives rise to a price; the information efficiency assumption assumes the market's ability to continually determine the fair price of a financial asset.

2.1. Definition and postulates

The theory of informational efficiency is at the heart of modern finance: it is one of the fundamental conditions of several financial models, particularly as regards the valuation of

¹ Dictionary of Accounting and Financial Management, p. 621

² Statement of Financial Accounting Standards No.107: Disclosures about Fair Value of Financial Instruments.

³ Joint Working Group of Standard Setters, un groupe de dix normalisateurs comptables (dont l'IASB).

financial assets. The first milestones of this theory were laid at the beginning of the 20th century, with researches postulating the unpredictability of prices. However, it was actually formalized by the American economist Samuelson in the 1960s. Then, in the 1970s, Fama has slightly refined by proposing three forms of efficiency. He has also produced a series of empirical studies analyzing the price behavior of different financial assets, but his main contribution is to have developed statistical methods to test the efficiency hypothesis. Indeed, E. Fama (1965) states that the price observed on the market constitutes at all times a good estimator of the fair value of an asset, at all times, as it instantly reflects all available information related to this asset. Thus, the only relevant variable for determining the price of assets is then the information available and not the personal opinions of agents or their expectations disconnected from the rational.

Information efficiency is defined by Fama (1970) as follows: "A market in which information is always efficient". Thus, in an information-efficient market, prices reflect instantly and fully all available information. It is assumed from this definition that a market is efficient if prices are consistent with the intrinsic or fundamental value of the assets. Moreover, Fama (1965) gave a similar definition when he writes: "in an efficient market, the price of a security will be, at any time, a good estimator of its intrinsic value". From there, price changes can be explained by the occurrence of new information. Stock prices change according to the information available which itself varies randomly, this situation leads to the unpredictability of the stock prices. This reasoning is known as "random walk", a concept developed from the thesis of the French mathematician Louis Bachelier⁴ then developed by Fama in 1965.

Once the new information becomes available, it will be instantly used and incorporated into the prices because of the rationality of the agents who react immediately and adequately to the occurrence of any new information. In such a scheme, information is considered free and transaction costs are not taken into account. Even when investors are irrational, the efficiency assumption is verified. Indeed, even if an irrational investor buys (sells) overvalued (undervalued) assets, if the irrational investor estimates are not correlated, they offset each other and the price stays close to the fundamental value. Otherwise, if the irrational investor estimates are correlated, the speculative behavior of fundamentalist investors reduces the price to its fundamental value in case of over / undervaluation and thus, eliminates irrational investors (Friedman 1953, Schleifer 2000). In this regard, the definition of the concept of informational efficiency does not create unanimity within the research community. Indeed, Jensen (1978) believes that a market is efficient, conditional on a set of information, if it is impossible to make abnormal profits by speculating on the basis of this set of information. Malkiel (2003) states that efficient financial markets do not allow investors to make above-average gains without accepting higher-than-average risks.

⁴ Thesis on the behavior of stock prices published in Paris in 1900.

The theory of informational efficiency supposes the existence of three types of rationalities:

- Fundamentalist rationality

In a financial market, the actors use the available information to rationally anticipate price changes, including the statistical distribution of future dividends. Thus, if all the actors are rational, efficiency prevails since each one is being able to correctly evaluate the securities, nobody deviates from the appropriate price⁵.

- Financial rationality

The choices of the actors depend not only on the rational anticipation of the fundamentals, but also on possible trade-offs on the financial markets. Indeed, if fundamentalist rationality was the only efficiency situation considered by the theory of information efficiency, this theory would not be very interesting since it would not open the opportunity to arbitration. The aim is to maximize the utility expectancy of wealth (Von Neumann & Morgenstern).

- Strategic Rationality

Numerous researches, particularly under the impulse of cognitive psychology, have shown that individual behavior towards risk often deviates from rationality. Actually, neoclassical finance insists on the fact that it does not require an extended rationality of the actors. As argued by Malkiel and Ross, “Markets can be efficient even if many markets participants are quite irrational”, the researchers go further by emphasizing: “The central themes of neoclassical finance are not based on the rationality of the average person”. However, even if one accepts the existence of irrational behaviors, efficiency always prevails since these are neutralized. To understand this situation, we must distinguish two configurations. A first situation of irrationality compatible with efficiency occurs when irrational behavior is the result of independent choices. In this first case, irrational behaviors that are not correlated compensate each other and cancel out their effects without the need for active intervention by rational investors. This first situation is not the most interesting, indeed, even if the estimations of the irrational investors are correlated, it is possible that the efficiency prevails due to the impact of the arbitration that is considered as the key concept of the neoclassical framework. It is the rational investor who, by buying on undervalued securities and selling on overvalued securities, forbid prices to deviate from fundamental values. To this first reason must be added the classic argument proposed by Friedman (1953) that the irrational buying overvalued securities and selling undervalued securities are necessarily brought to term to disappear from the market since they lose money. Ultimately, arbitration and selection combine together to ensure that efficiency prevails. These analyzes are summarized by Shleifer (2000): “It's hard not to be impressed by the breadth and power of the theoretical arguments for market efficiency. When individuals are rational, markets are efficient by definition. When some individuals are irrational, all or a large part of their trade goes on

⁵ This result can be deduced from the fact that neoclassical finance considers that there is only one relevant estimate of the fundamental value given the information available. This is deduced from his assumptions regarding future returns. For more details, see Orléan (2005).

between them so that they have only a limited influence on prices, even in the absence of compensatory exchange by rational investors. However, such compensatory exchanges do exist and act in such a way as to bring prices closer to fundamental values. Competition between investors for better returns ensures that price adjustment to fundamental values will be very fast. Finally, insofar as irrational investors transact at different prices from fundamental values, they can only hurt themselves and cause their own loss. Not only the rationality of the investors, but also the market forces themselves lead to the efficiency of the financial markets "Shleifer (2000, 4-5).

2.2. Main limitations of the theory of the informational efficiency of the market

The assumptions of the theory of informational efficiency of the financial markets assume the absence of information costs and neglect the impact of the actors' expectations in the determination of market prices. In addition, several empirical studies have questioned the assumption of informational efficiency of the financial markets.

An absence of exchanges

An efficient market is one in which prices reflect all available information and agents have rational behavior and expectations. However, if prices reflect all available information and agents act rationally, the market disappears. Indeed, under these conditions, there will be no exchange since all agents will want to sell the securities whose price will fall and buy those whose price will grow. Without trade, the market cannot exist. Thus we see here a contradiction within the definition of efficiency: if the market is efficient, the agents - who form their decisions on the basis of information - have no interest in seeking to obtain such or such information. Thus, if markets are informally efficient, research and information acquisition are a waste of time. Therefore, how to solve this dilemma and especially how to rehabilitate the market? The solution would then be to postulate that the agents behave as if the market were not efficient ... A second possible interpretation consists in supposing that we do not trade any more, at a time t , because we are at the balance. In equilibrium, there is no more "speculative" motivation to exchange.

In a second time, at the $t + 1$ date, there will be information revelation, trial and error and new update. In this case, an efficient market does not lead to a lack of trade.

Asymmetries and information costs

Free information underlies the fact that prices reflect all the information. Of course, this seems highly unrealistic and the existence of acquisition and information processing costs has a very strong impact on efficiency, as shown by Grossman [1976, 1978] and Grossman and Stiglitz [1980]. The latter develop a model in which two categories of agents coexist: informed agents who acquire information at a certain cost and uninformed agents who observe only prices. If there is no noise in the market and agents become more and more informed, all the information is passed on to uninformed agents through prices. In an efficient market, with prices reflecting all the available information, each informed agent thinks that he

can stop paying the information and do as well as an uninformed agent who pays nothing and simply observes the information at through prices. It follows a lack of interest in investing in the acquisition of information. If all informed agents do the same, they will try to infer the information from the price system that will no longer contain any information. There is thus no competitive equilibrium and Grossman and Stiglitz [1980] show that free information is not only a sufficient condition for the validity of informational efficiency, but is also a necessary condition. In fact, fair value seems to be as one of the ways to bring the market price closer to the real value of the company by integrating all available information on both the results achieved and the latent results.

Rational bubbles, self-referential rationality (Orlean)

A bubble can be defined as the consequence of a phenomenon of self-validation of beliefs through the expectations of the actors on the market. The price deviates from the fundamental value and translates more a common convention around the anticipations of each actor. Generally, the presence of a bubble leads to an increasingly greater divergence between the observed price and its fundamental value, until its "burst" which causes a collapse of prices called crash. Classical financial theory has been confronted with the explanation of these anomalies and inefficiencies that are not due to changes in fundamentals, but rather to "behavioral" elements. These studies, which focus on taking into account the real behaviors observed, are known as behavioral finance.

Thus, behavioral finance has challenged two key assumptions of the theory of informational efficiency: first the rationality of investors and then the opportunity for arbitrage. Indeed, cognitive psychology has shown that investor behavior is not always rational: their demand for risky financial assets is affected by their beliefs or emotions, which are obviously not fully justified by the economic "fundamentals". . As for arbitrage, the activity to which the second category of investors, who are themselves fully rational, should be engaged, it is a non-risk-free activity (structural and institutional constraints) and whose effectiveness is, by therefore limited. Therefore, it is not excluded that individual or collective irrational behavior may persist and have a lasting effect on market prices. In the same context, fair value, as thought and presented by the standard setter, appears as a means of countering the limits formulated toward the theory of informational efficiency by contributing to the improvement of transparency on the market and the reduction of the costs of access to information.

2.3. The role of fair value in enhancing informational efficiency

Fair value was thought by the standard setter as a means of providing the investor with relevant information to assist him in his decision-making process. Thus, the additional informational content provided by the fair value is presumed to improve the efficiency of the financial market by making the actors better informed on the fundamentals of the securities both in terms of value creation (actual results) and on the prospective plan (latent results). This design presents accounting information not as a regulatory requirement but as a real decision support tool. Moreover, the application of fair value also implies a wide communication around the principles used and the conventions taken into account in the

determination of fair value. This information, once exclusive to executives, has become shared data with all readers of the financial statements. This wide distribution does not eliminate the risk of managers' discretion over published information, but at least guarantees a broader level of information shared with stakeholders. In addition, the reduction in information asymmetry should mitigate the risk of adverse selection that arises from the fact that less informed investors are in contact with other, better informed investors. Thus, increased transparency in the marketplace should encourage investors to engage in market transactions and make better allocation of resources. In addition, the improvement of accounting reporting standards should reduce the risk associated with the estimation of future cash flows, which implies a reduction in the rate of return required by the shareholders as well as the risk premium required by shareholders. A better presentation will also facilitate the steering by financial analysts and institutional investors which indirectly improves market discipline by penalizing companies that opt for riskier investments and, at the same time, by encouraging companies to manage the risks properly and to estimate flows more accurately.

According to this view, fair value would be a means of countering the empirical limits of the informational efficiency hypothesis as long as the provided additional informational content is relevant to the investor.

3. Synthesis of empirical studies on the relevance of the fair value valuation model for the market

The hypothesis implicitly formulated in the foregoing assumes that fair value makes it possible to go beyond the limits of informational efficiency theory by improving the information content directed to the market. This hypothesis needs to be corroborated by empirical studies. The accounting literature has paid particular attention to the study of the relevance of fair value to other valuation models⁶. Indeed, several authors have been set up a link between the stock market price of a company and the fair value valuation. The results of these studies do not settle in a precise way, on the nature of this link and to present rather "mixed" results.

Empirical studies on the relevance of fair value include the following cases reported in particular by Badreddine HAMDI and Houda ELABIDI in their research article entitled "Fair value accounting information: what is useful for investors?".

- Barth (1994) has examined the relevance for the valuation of fair value information on investment securities held by US banks. From 1971 to 1990, the banks presented in their annual reports additional information on the fair value of their investment

⁶ In the accounting literature, the most frequently used methodology for testing the relevance of fair value information is to determine how this information is reflected in share prices (Holthausen and Watts, 2001). In other words, it consists of looking for the impact of fair value accounting on the stock market value of a sample of companies. Therefore, by establishing meaningful statistical relationships between fair value information and stock market price movements, researchers can infer the informative value, or relevance, of the fair value information.

portfolios. The author has established that this information on the fair value is reflected in the stock price value.

- Petroni and Wahlen (1995) have noticed that, in a sample of insurers of property and liability, the fair value of American Treasury bonds is relevant. However, the fair value of municipal bonds and corporate bonds is not. The authors argued that the liquidity of municipal and corporate bond transactions may be too weak to allow markets to produce estimates of relevant fair values.
- Ahmed and Takeda (1995), for their part, found that realized gains and losses (unrealized gains and losses) on investment securities have a direct impact on equity accounts.
- The same finding was announced by Park et al. (1999) that have shown that the gains and losses associated with the securities market are statistically associated with the stock market performance model.
- Botosan et al. (2005) have noticed that above mentioned studies present a sampling biased vision because all the companies involved belong to the banking sector. Their research has shown the relevance of the fair value of certain banks' financial instruments, but the extension of these results beyond financial institutions remains an open question.
- In response to such a question, Simko (1998) sought to assess the informational content of fair value for non-financial firms. Based on the business valuation model developed by Feltham and Ohlson (1995), the author has analyzed the association between, on the one hand, the sum of historical cost adjustments of SFAS assets and liabilities, and the market value of the business' equity. The tests are carried out on 1067 observations over the period 1992-1995. The study mainly focused on the impact of an assessment of financial debt at fair value, since this item undergoes the most significant adjustments: 7, 7% of total assets on average. The results showed that the fair value of the debt has an informative content different from the fair value of financial assets and derivatives.
- In the same regard, and focusing only on the relevance of the fair value of derivative instruments, Wong (2000) conducted a study of 145 Fortune 500 companies over the 1994-1996 period. The results of this study have shown that the change in the fair value of certain derivative instruments, such as swaps and futures contracts, is statistically associated with the foreign exchange position that the authors use as a risk measure.
- Despite the importance of the results found by these studies, they are plagued by methodological biases. Indeed, the non-generalization of fair value to all balance sheet items poses the problem of variables omitted in the estimation model. To overcome this problem, Carroll, Linsmeier and Petroni (2003) conducted an in-depth study of a sample of 143 closed-end investment funds (SICAFs) whose balance sheets and profit and loss accounts are almost fully disclosed at fair value. This study confirmed the existence of a strong correlation between stock prices and the fair values of all securities, as well as between unrealized results and stock market returns. These

findings confirm the hypothesis that the inconsistency of the results of the previous researches is explained by the non-generalization of the fair value accounting to all balance sheet items in other types of companies, such as banks and insurance companies.

- Nissim (2003) relies on the accounting data of 157 US banks for the years 1994 and 1995 to perform its tests. It demonstrates that banks, especially those that suffer from adverse financial situations, introduce discretionary elements in the assessment of the fair value of loans. They overvalue them to improve the market's appreciation of their risks and future performance.
- Following the same logic, the results of the study led by Dietrich, Harris and Muller (2001) indicate that managers exercise their discretion to amplify the fair values of investment properties in order to hide accounting results before the issue of new debts. In addition, this study shows the improvement in the reliability of the fair values of real estate investments when they are measured by external appraisers and when they are audited by large international audit firms. Nevertheless, the study conducted by Barth and Clinch (1998), on a sample of Australian firms, does not corroborate this finding; the authors show that the reliability of the fair values of intangible assets is the same regardless of the source of fair value (internal or external valuers).

In the end, and as Hamdi and Elabidi conclude, "although all the studies mentioned undeniably conclude that the fair value of investment securities is relevant, the relevance of the fair value of other assets and liabilities remains mixed. One of the main explanations for these results is the lack of methodological coherence inherent, for example, to the use of inappropriate evaluation models for business, or to statistical problems, such as the omission of relevant variables for the evaluation following the partial application of the fair value, or even the weakness of the logic behind the research methodology of relevance".

Thus, if the analysis of the concept of fair value from an empirical point of view enriches the debate on the relevance of this concept, it provides few clarifications to the theoretical models of the fair value namely the theory of informational efficiency of the market. In other words: what is the real practical contribution of fair value to this theory? indeed, if we must judge the relevance of this concept, it is against the theoretical pillars that are at the origin of its implementation: does the fair value allow to reduce the information asymmetry between the principals and agents? Does it bring a more relevant explanation to the evolution of market prices? the answer given by the empirical studies quoted above does not settle on this subject, it is to say the complexity of financial markets which are, above all, cognitive machines nourished by the anticipation of the actors.

Conclusion

Accounting is above all a social system that evolves according to its environment and changes in the business world. Indeed, being a technical language, accounting only transcribes economic realities from events that arise daily in the life of organizations. Thus, the increasing globalization of economic exchanges has redesigned the mode of corporate

governance and hence the models of value creation: in this context, fair value has gradually replaced the conventional convention of historical cost making obsolete the models used until then for determining the value of a company. The boom in the concept of fair value reflects first of all the complexity of this notion but also the will of the international standard setter to make it a universal model through the generalization of IFRS. These international standards advocate comparability as a strong argument allowing investors to achieve the best arbitrage on the market. Thus, accounting becomes a considerable tool of decision-making and its informative content becomes more and more rich and relevant. From now on, the value of a company includes not only the economic results realized but also the latent results which are often the consequence of complex evaluation models and sometimes inducing a great subjectivity.

The introduction of fair value is implicitly based on a central idea: the more informative content sent to the market is rich and relevant, the more the investor will be able to make the best trade-offs, which presupposes the existence of a close link between the information available on a given security and its price on the market. As a result, fair value would be a way to mitigate the asymmetry of financial market information by requiring executives to incorporate in the accounting information all economic data whether related to actual results or to come up one. This hypothetical acceptance has aroused the interest of several researchers who have tried to corroborate it through empirical studies. Ultimately, they were unable to make a final determination of the investor's relevance of the fair value valuation model. Indeed, this relevance is sometimes linked to cultural or even behavioral considerations that justify the evolution of prices on the market. It is undeniable that the fair value brings a plus in term of information but the question which arises is the possibility to establish a model of predictability of the market prices through the accounting information. This idea supposes the construction of a statistical model that best explains the variable "market price" through several explanatory variables. While it is certain that fair value would be one of the explanatory variables, it is uncertain whether it is sufficient to predict, alone, market prices.

At this level, the main issue that arises is the following: in a practical sense, do the accounting standards really influence the behavior of the actors on the financial market? and to what extent these accounting standards could be used to promote the market, improve its liquidity or avoid crisis-generating anomalies ...?. In this context, one could cite the contribution of behavioral finance in terms of explanation the actors' behavior on the market. In reality, behavioral finance is much more than an alternative theory to classical finance. It is a revolutionary way to understand the decision-making process that every human must constantly perform. This paradigm aims to understand the functioning of markets and price formation under the assumption of not perfectly rational behavior and from a perspective of cognitive psychology. Thus, as the empirical tests invalidate the predictions of the informational efficiency model, several researches have focused on behavioral finance to shed light on the formation of the choices made by the actors on the market.

Introduction

Apparue en décembre 1975 dans la norme FAS 12 du FASB, la notion de juste valeur a été introduite dans le langage comptable suite à l'harmonisation internationale. Elle est la traduction anglo-saxonne de « fair value » qui, littéralement, correspond plus à celle de « valeur sincère » ou « loyale ». La juste valeur a été définie la première fois par les normes américaines du FASB avant d'être reprise par les normes de l'IASB et développée, ensuite, dans les normes relatives aux instruments financiers (normes du FASB et de l'IASB). Depuis 2002, les deux organisations normalisatrices ont travaillé de concert afin de fournir des règles communes à l'évaluation comptable à la juste valeur. Le FASB a publié en septembre 2006 la norme FAS 157 « Fair value measurement » et l'IASB un exposé-sondage sur le même sujet. En outre, la norme IFRS 9 devrait se substituer à la norme IAS 39 sur l'évaluation des instruments financiers. Cette norme qui apporté un changement majeur en matière de juste valeur des instruments financiers, sera d'application obligatoire à partir du 1^{er} janvier 2018.

L'avènement du concept de la juste valeur et l'essor croissant qu'il connaît est concomitant à l'évolution du monde des affaires dû principalement aux effets de la globalisation des marchés et la financiarisation croissante de ces derniers. Avant d'être un concept comptable, la juste valeur se présente comme une façon de voir l'entreprise en tant qu'entité créatrice de valeur. L'appréciation de la performance financière des firmes devient alors l'objectif ultime des normes comptables, et pour cause ! L'investisseur se base sur l'information comptable pour effectuer ses arbitrages sur le marché, il doit être en mesure d'apprécier la valeur réelle d'une entreprise dans devoir passer par d'interminables retraitements. L'information pertinente dont il a besoin doit lui être présentée de la façon la plus proche possible à sa perspective, tel est l'objectif affiché par les normes comptables internationales à travers l'application de la juste valeur. Ainsi, l'information comptable devient un outil au service de la réduction des coûts liés à l'asymétrie d'information sur le marché financier. L'investisseur est placé au premier rang en tant que destinataire privilégié de l'information comptable. On dirait que l'objectif ultime du système comptable est de faciliter l'utilisation de l'information comptable par l'investisseur en réduisant au maximum les retraitements nécessaires pour passer d'une information comptable à une information financière. En effet, l'application de la juste valeur suppose entre autres la prise en comptes des plus-values même latente dans le cadre d'un compte de résultat plus « élargi ».

L'objectif du présent article est de mettre en exergue le lien entre l'application de la juste valeur et l'amélioration de l'efficacité informationnelle du marché à travers le renforcement

du contenu informatif fourni à l'investisseur. Pour ce faire, nous allons, dans un premier lieu, étudier l'apport des normes internationales en matière de reporting comptable avant d'établir le lien entre ce reporting et le concept de la juste valeur. Nous allons identifier également les différents destinataires de l'information comptable selon le cadre conceptuel des normes internationale avant d'essayer de déterminer l'existence d'une hiérarchisation implicite de ces destinataires favorisant une perspective plus financière que comptable. Dans un second temps, nous nous attarderons sur l'apport de la juste valeur à la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers à travers d'abord la définition des principaux postulats et limites de cette hypothèse théorique, ensuite nous présenterons le lien entre l'application de la juste valeur et la réduction de l'asymétrie informationnelle sur le marché en faisant référence à la fois à la théorie en question et au cadre comptable des normes internationales. Enfin, nous allons présenter une synthèse des résultats des principales recherches empiriques ayant traité le lien entre l'information en juste valeur et les décisions des investisseurs se matérialisant par l'évolution des prix des titres sur le marché.

1. L'amélioration du reporting de la performance financière par l'application de la juste valeur

L'introduction de la juste valeur en comptabilité implique un changement dans l'évaluation des performances financières d'une entreprise puisqu'en plus du résultat net, le résultat global « comprehensive income » comprend un certain nombre de variations de capitaux propres non occasionnées par des transactions avec les actionnaires. La méthode de reporting affecte, ainsi, la perception des lecteurs quant à la performance financière de l'entreprise et conditionne, chemin faisant, « *la répartition des investissements internationaux par le jeu de divers mécanismes économiques, comme l'impact sur l'asymétrie d'information entre les managers et les investisseurs* » (Ball, 1995; Bushman & Smith, 2001).

1.1. Les fondements conceptuels du reporting de la performance financière dans les normes internationales

La nécessité d'harmoniser les normes et pratiques comptables pour « faciliter la compréhension des états financiers, produire une information digne de confiance, participer à la stabilité des marchés, des économies et du financement des entreprises » est une des conclusions du rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton et commandité par le MEDEF en 2002 sur les entreprises cotées. Ces objectifs d'intelligibilité et de comparabilité de la performance sont clairement édictés par le cadre conceptuel. Cependant, le concept de performance n'est pas clairement défini dans les textes. Or, définir la notion de performance, est un préalable incontournable à « son reporting », car sa définition détermine son contenu, ainsi que les éléments qui la représentent. S'agissant ici de performance financière, elle est assimilée au profit réalisé par l'entreprise et de fait étroitement liée au concept de capital et convention d'évaluation retenus. Du maintien de la dualité des concepts de capital au sein du cadre conceptuel naît l'ambiguïté. L'intelligibilité et la comparabilité de la performance seront présentées préalablement aux concepts de capital et conventions d'évaluation.

S'appuyant sur la théorie normative, le cadre conceptuel des normes IAS/IFRS, tout autant que celui des US GAAP, part du postulat que le respect des règles édictées par le référentiel international, confère les qualités requises à l'information contenue dans les états financiers et notamment « intelligibilité et comparabilité ». Ces deux qualités figurent parmi les quatre caractéristiques qualitatives (intelligibilité, pertinence, fiabilité, comparabilité) définies comme « les attributs qui rendent utile pour les utilisateurs l'information fournie dans les états financiers ». Le choix d'approfondir plus particulièrement ces deux notions s'explique par la

dimension internationale de l'harmonisation des normes. En effet, bien que la pertinence et la fiabilité soient des caractéristiques primordiales de l'information comptable, elles le sont quel que soit le référentiel concerné. La particularité d'une norme internationale est de permettre la comparabilité des états financiers et donc de la performance des entreprises à travers le monde. Cette comparabilité n'est évidemment possible que si l'information est intelligible.

1.2. Les destinataires du reporting comptable de la performance financière dans les normes internationales

La comptabilité en juste valeur s'apparente à la théorie de la valeur dans laquelle le concept de résultat mesure le retour sur investissement pour les actionnaires et se traduit par un reporting élargi de la performance, proche du concept de comprehensive income. Comme l'affirme S. Giordano et M. Lacroix, « *Dans une logique de placement financier, c'est le maintien du pouvoir d'achat du capital investi qui prévaut sur toute autre approche de la performance. En conséquence, les plus values latentes, qui mesurent une augmentation potentielle du pouvoir d'achat général des fonds investis par les actionnaires, sont sources de profit.* ».

Dans ce contexte, l'écart de la réévaluation des actifs notamment par le recours au marché ou l'estimation des flux futurs apparaît dans les comptes et, est intégré comme un élément de la performance de l'entreprise. De même, la création de valeur pour l'actionnaire serait mesurée à travers le comprehensive income qui comprend outre les résultats opérationnel et financier après impôts, les incidences de la réévaluation de certains actifs ou passifs.

Dans cette perspective, le compte de résultat répond plus au besoin de l'actionnaire en mesurant la variation des capitaux propres investis par lui dans l'entreprise, et s'éloigne inéluctablement des besoins affichés en termes de reporting de la performance par les autres acteurs, partenaires de l'entreprise, ce qui affirme la présomption de primauté accordée à l'investisseur en tant qu'utilisateur prioritaire des états financiers.

Certains auteurs déclarent que « *de façon implicite, la juste valeur et le comprehensive income se réfèrent à la théorie de la valeur. Le concept de capital financier est proche de celui de capitalisation boursière pour les entreprises auxquelles s'adressent les standards internationaux* ». De toutes les manières, cette conception de la performance orientée vers le marché témoigne d'une volonté de convergence de la comptabilité vers le marché et vice versa, ce qui suppose, à la base, que les marchés ne sont pas efficaces car si tel était le cas, les

prix sur le marché traduiraient systématiquement l'ensemble des informations relatives à un actif donné. Néanmoins, la comptabilité en juste valeur suppose l'existence d'un marché efficient, ce qui est de nature à créer une sorte d'amalgame entre les conditions de recours à la juste valeur et les résultats de son application. : En d'autres termes, l'hypothèse d'efficience des marchés est perçue, en même temps, en tant que conditions implicite justifiant le recours à la juste valeur et, également en tant que conséquence de ce recours.

Ainsi, les contraintes qui se posent à la juste valeur sont lourdes aussi bien sur le plan théorique que pratique. En effet, on ne peut évoquer les cadres conceptuels comptables sans envisager, d'emblée, une conception de la firme et de son mode de gouvernance. Néanmoins, on devrait avouer également les apports de la juste valeur en matière de levée de l'asymétrie d'information sur le marché à travers l'amélioration de la qualité du reporting financier.

1.3. L'impact de la juste valeur sur qualité du reporting comptable de la performance financière

Compte tenu de l'objectif de comparabilité affiché par le normalisateur, la comptabilité en juste valeur se doit de donner aux destinataires des états financiers les outils nécessaires à la prise de décision. Pour ce faire, l'information communiquée doit être fiable et pertinente.

Par référence à la théorie de l'agence, l'objectif assigné au reporting financier est de lever l'asymétrie de l'information entre les dirigeants et les actionnaires dans un monde dominé par l'incertain. En effet, étant donné que l'hypothèse d'efficience informationnelle du marché est loin d'être vérifiée sur le plan empirique, il est crucial de doter l'investisseur d'une information complète et fiable afin de lui permettre d'effectuer les arbitrages nécessaires. L'allocation des ressources sur le marché devient fonction de l'information disponible et de sa perception par l'utilisateur.

Dans ce contexte, il convient de préciser que la comptabilité en juste valeur traduit une information orientée vers le futur et donc, plus factuelle, et tient compte des variables de marchés. A contrario, la comptabilité en coût historique produit une information traduisant les événements passés évalués selon les variables disponibles à la date de réalisation des transactions. Les cadres conceptuels (IFRS et FASB) évoquent les qualités requises de l'information comptable : en nous référant au paragraphe 26 du cadre comptable conceptuel de l'IASB, la pertinence y est définie comme « *une qualité essentielle de l'information contenue dans les états financiers (ou comptes), qui fait que cette dernière est de nature à*

influer sur les décisions économiques que sont appelés à prendre les utilisateurs en les aidant à évaluer les incidences financières des opérations et des faits passés, présents et futurs, ou en permettant de confirmer ou de corriger des évaluations antérieures »⁷. Cette définition présente les facteurs fondamentaux de la pertinence à savoir :

- la valeur de prévision : c'est une qualité de l'information financière qui aide ceux à qui elle est destinée à prévoir ce qui résultera d'événements passés, présents et futurs.
- la valeur de confirmation : il s'agit d'une qualité de l'information financière qui aide les investisseurs à confirmer ou à corriger des évaluations antérieures.
- et la rapidité de publication de l'information financière qui fait allusion à ce que l'information parvient aux utilisateurs à un moment où elle est encore susceptible d'influencer leurs décisions

Eu égard à ces déterminants de la pertinence, l'application de la juste valeur implique systématiquement le renforcement du contenu informatif des informations comptables et financières. C'est fort justement ce qui est confirmé par le FASB dans sa norme SFAS 107⁸ (§, 40) : *« les informations sur la juste valeur des instruments financiers visent à aider les utilisateurs de l'information financière à faire leurs propres prévisions et à confirmer ou corriger leurs estimations antérieures »*. Dans le même esprit, le FASB précise que *« la juste valeur est la méthode d'évaluation des instruments financiers la plus pertinente, car elle offre aux utilisateurs des états financiers la possibilité d'apprécier les conséquences des stratégies d'investissement et de financement décidés par une firme »* (SFAS 107, § 41).

De même, le JWGSS⁹ (2000, p. 151) affirme que *« la juste valeur est capable d'offrir une information pertinente sur les instruments financiers, parce qu'elle permet, d'une part, de refléter à temps les événements et les conditions économiques inhérents à une entreprise et, d'autre part, d'offrir une bonne base pour l'analyse et la prévision des flux futurs de trésorerie. »*

Néanmoins, il serait hasardeux de conclure catégoriquement à la pertinence de l'information en juste valeur. En effet, plusieurs études empiriques ont tenté d'analyser l'utilité de l'information en juste valeur dans la prise de décision par les investisseurs. Les résultats de ces études demeurent mitigés et renvoient aux externalités négatives de la notion de juste valeur notamment la subjectivité prévalant sa détermination en cas de cours à des modèles d'évaluation internes.

⁷ Dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière, p. 621

⁸ Statement of Financial Accounting Standards No.107: Disclosures about Fair Value of Financial Instruments.

⁹ Joint Working Group of Standard Setters, un groupe de dix normalisateurs comptables (dont l'IASB).

2. Apport de la juste valeur à la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers

Partant de l'idée que tout actif possède une valeur intrinsèque qui une fois, sur le marché, donne lieu à un prix ; l'hypothèse d'efficience informationnelle suppose la capacité du marché à déterminer en permanence le juste prix d'un actif financier.

2.1. Définition et postulats

La théorie de l'efficience informationnelle est au cœur de la finance moderne : elle constitue une des conditions fondamentales de plusieurs modèles financiers notamment en matière d'évaluation des actifs financiers.

Les premiers jalons de cette théorie ont été posés au début du XXe siècle déjà, avec des travaux postulant l'imprévisibilité des prix. Elle a toutefois été réellement formalisée par l'économiste américain Samuelson dans les années 1960. Puis, dans les années 1970, Fama l'a légèrement affinée en proposant notamment trois formes d'efficience. Il a également produit une série de travaux empiriques analysant le comportement des prix de différents actifs financiers, mais sa principale contribution est d'avoir développé des méthodes statistiques permettant de tester l'hypothèse d'efficience.

En effet, E. Fama (1965) précise que le prix observé sur le marché constitue à tout instant un bon estimateur de la juste valeur d'un actif dans la mesure où il reflète instantanément toute l'information disponible. Ainsi, La seule variable pertinente pour la détermination du prix des actifs est alors l'information disponible et non les opinions personnelles des agents ou leurs anticipations déconnectées du rationnel.

L'efficience informationnelle est définie par Fama (1970) comme suit : « A market in which prices always fully reflect available information is called efficient ». Ainsi, dans un marché informationnellement efficace, les prix traduisent instantanément et pleinement l'ensemble des informations disponibles. On comprend de cette définition qu'un marché est efficace si les prix sont conformes à la valeur intrinsèque ou fondamentale des actifs. D'ailleurs, on trouve cette définition chez Fama (1965) lorsqu'il écrit : « sur un marché efficace, le prix d'un titre constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque ».

A partir de là, les changements de prix s'expliquent par la survenance d'une information nouvelle. Les cours boursiers évoluent en fonction de l'information qui elle-même varie de façon aléatoire, ce qui entraîne l'imprévisibilité des cours. Ce raisonnement est connu sous le nom de « marche au hasard » (random walk), concept issu de la thèse du mathématicien

français Louis Bachelier¹⁰ puis développé par Fama en 1965. La nouvelle information devenue disponible, elle va être instantanément exploitée et incorporée dans les prix du fait de la rationalité des agents. Ceux-ci réagissent immédiatement et adéquatement à la survenance de toute information nouvelle. Dans un tel schéma, l'information est considérée comme gratuite et les coûts de transaction ne sont pas pris en compte.

Même, lorsque les investisseurs sont irrationnels, l'hypothèse d'efficacité est vérifiée. En effet, même si un investisseur irrationnel achète (vend) des actifs surévalués (sous-évalués), si les estimations des investisseurs irrationnels ne sont pas corrélées, elles se compensent et le prix reste au voisinage de la valeur fondamentale. Sinon, si les estimations des investisseurs irrationnels sont corrélées, le comportement spéculatif des investisseurs fundamentalistes ramène le prix à sa valeur fondamentale en cas de sur/sous-évaluation et élimine, de ce fait, les investisseurs irrationnels (Friedman 1953, Schleifer 2000).

Néanmoins, la définition même du concept d'efficacité informationnelle ne crée pas l'unanimité au sein de la communauté des chercheurs. En effet, Jensen (1978) estime qu'un marché est efficace, conditionnellement à un ensemble d'informations, s'il est impossible de réaliser des profits anormaux en spéculant sur la base de cet ensemble d'informations. MALKIEL (2003), quant à lui, précise que les marchés financiers efficaces ne permettent pas aux investisseurs de réaliser des gains supérieurs à la moyenne sans accepter de prendre de risques supérieurs à la moyenne.

La théorie de l'efficacité informationnelle suppose l'existence de trois types de rationalités :

- **Rationalité fundamentaliste**

Sur un marché financier, les acteurs utilisent l'information disponible pour anticiper rationnellement l'évolution des prix, notamment la distribution statistique des dividendes futurs. Ainsi, si tous les intervenants sont rationnels, l'efficacité prévaut puisque chacun étant capable d'évaluer correctement les titres, personne ne dévie du bon prix¹¹.

¹⁰ Thèse sur le comportement des cours boursiers publiée à Paris en 1900.

¹¹ ce résultat se déduit du fait que la finance néoclassique considère qu'il existe une seule estimation pertinente de la valeur fondamentale compte tenu de l'information disponible. Cela se déduit de ses hypothèses concernant les rendements futurs. Pour plus de détail, se reporter à Orléan (2005).

- **Rationalité financière**

Les choix des acteurs dépendent non seulement de l'anticipation rationnelle des fondamentaux, mais également des arbitrages possibles sur les marchés financiers. En effet, si la rationalité fondamentaliste était la seule situation d'efficacité considérée par la théorie d'efficacité informationnelle, cette théorie ne serait guère intéressante puisqu'elle n'ouvrirait pas droit à un arbitrage. L'objectif étant de maximiser l'espérance d'utilité de la richesse (selon l'axiomatique de Von Neumann & Morgenstern).

- **Rationalité stratégique**

De nombreux travaux, en particulier sous l'impulsion de la psychologie cognitive, ont montré que les comportements individuels face au risque déviaient fréquemment de la rationalité. Aussi, aujourd'hui, la finance néoclassique insiste-t-elle sur le fait qu'elle ne requiert pas pour être valide une rationalité étendue des acteurs. « Markets can be efficient even if many markets participants are quite irrational » écrit à ce sujet Malkiel et Ross va plus loin en soulignant : « The central themes of neoclassical finance are not based on the rationality of the average person ».

Cependant, même si on admet l'existence de comportements irrationnels, l'efficacité l'emporte toujours puisque ces derniers sont neutralisés. Pour comprendre cette situation, il faut distinguer deux configurations. Une première situation d'irrationalité compatible avec l'efficacité se rencontre lorsque les comportements irrationnels sont le résultat de choix indépendants. Dans ce premier cas, les comportements irrationnels n'étant pas corrélés se compensent mutuellement et annulent leurs effets sans qu'il y ait besoin d'intervention active de la part des investisseurs rationnels. Cette première situation n'est pas la plus intéressante, en effet, même dans le cas où les estimations des investisseurs irrationnels sont corrélées, il est possible que l'efficacité l'emporte et cela par la force de l'arbitrage dont on note à nouveau qu'il s'impose comme le concept-clef du cadre néoclassique. Ce sont les arbitragistes rationnels qui, en se portant acheteurs sur les titres sous-évalués et vendeurs sur les titres surévalués, interdisent aux prix de s'écarter des valeurs fondamentales. Il faut ajouter à cette première raison l'argument classique proposé par Friedman (1953) selon lequel les irrationnels achetant des titres surévalués et vendant des titres sous-évalués sont nécessairement amenés à terme à disparaître du marché puisqu'ils perdent de l'argent. In fine, l'arbitrage et la sélection conjuguent leurs effets pour faire en sorte que l'efficacité prévale. Ces analyses ont été résumées par Shleifer (2000) :

« Il est difficile de ne pas être impressionné par l'étendue et la puissance des arguments théoriques en faveur de l'efficacité des marchés. Quand les individus sont rationnels, les marchés sont efficaces par définition. Quand certains individus sont irrationnels, toute ou une grande partie de leurs échanges se déroulent entre eux de telle sorte qu'ils n'ont qu'une influence limitée sur les prix, même en l'absence d'échanges compensatoires de la part des investisseurs rationnels. Cependant, de tels échanges compensatoires existent bel et bien et agissent de façon à ramener les prix au plus près des valeurs fondamentales. La concurrence entre les arbitragistes pour l'obtention de meilleurs rendements assure que l'ajustement des prix aux valeurs fondamentales sera très rapide. Finalement, dans la mesure où les investisseurs irrationnels transactent à des prix différents des valeurs fondamentales, ils ne peuvent que se faire du mal à eux-mêmes et provoquer leur propre perte. Non seulement la rationalité des investisseurs, mais aussi les forces de marché elles-mêmes conduisent à l'efficacité des marchés financiers » Shleifer (2000, 4-5).

2.2. Principales limites de la théorie de l'efficacité informationnelle du marché

Les hypothèses de la théorie d'efficacité informationnelle des marchés financiers supposent l'absence de coûts liés à l'information et négligent l'impact des anticipations acteurs dans la détermination des prix de marché. Par ailleurs, plusieurs recherches empiriques ont remis en cause l'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés financiers.

Une absence d'échanges

Un marché efficace est un marché sur lequel les prix reflètent toute l'information disponible et où les agents ont un comportement et des anticipations rationnels. Or, si les prix reflètent toute l'information disponible et si les agents agissent rationnellement il s'ensuit une disparition du marché. En effet, sous ces conditions, il n'y aura pas d'échange puisque tous les agents vont vouloir vendre les titres dont le prix va baisser et acheter ceux dont le prix va croître. Faute d'échanges, le marché ne peut exister. On voit donc ici apparaître une contradiction au sein même de la définition de l'efficacité : si le marché est efficace, les agents – qui forment leurs décisions sur la base de l'information – n'ont aucun intérêt à chercher à obtenir telle ou telle information. Ainsi, si les marchés sont informationnellement efficaces, la recherche et l'acquisition d'information ne sont qu'une pure perte de temps. Dès lors, comment résoudre ce dilemme et surtout comment réhabiliter le marché ? La solution consisterait alors à postuler que les agents se comportent comme si le marché n'était pas

efficient... Une seconde interprétation possible consiste à supposer que l'on n'échange plus, à une date t , parce que l'on se situe à l'équilibre. À l'équilibre, il n'y a donc plus de motivation « spéculative » à échanger.

Dans un deuxième temps, à la date $t+1$, il y aura révélation d'information, tâtonnement et nouvelle mise à jour. Dans ce cas, un marché efficient ne conduit pas à une absence d'échanges.

Asymétries et coûts d'information

La gratuité de l'information est sous-jacente au fait que les prix reflètent toute l'information. Bien évidemment, ceci paraît fortement irréaliste et l'existence de coûts d'acquisition et de traitement de l'information a des conséquences très fortes sur l'efficience comme l'ont montré Grossman [1976, 1978] et Grossman et Stiglitz [1980]. Ces derniers élaborent un modèle dans lequel coexistent deux catégories d'agents : les agents informés qui acquièrent une information à un certain coût et les agents non informés qui observent uniquement les prix. S'il n'y a pas de bruit sur le marché et si les agents deviennent de plus en plus informés, toute l'information est transmise aux agents non informés par l'intermédiaire des prix. Sur un marché efficient, les prix reflétant toute l'information disponible, chaque agent informé pense qu'il peut arrêter de payer l'information et faire aussi bien qu'un agent non informé qui lui ne paie rien et observe simplement l'information au travers des prix. Il s'ensuit un désintérêt à investir dans l'acquisition d'information. Si tous les agents informés font de même, ils vont tenter d'inférer l'information à partir du système de prix qui ne contiendra plus aucune information. Il n'existe donc pas d'équilibre concurrentiel et Grossman et Stiglitz [1980] montrent que la gratuité de l'information n'est pas seulement une condition suffisante à la validité de l'efficience informationnelle, mais constitue en plus une condition nécessaire. Justement, la juste valeur apparaît comme un des moyens de rapprocher le prix de marché au maximum de la valeur réelle de l'entreprise en y intégrant toute l'information disponible aussi bien sur les résultats réalisés que sur les résultats latents.

Bulles rationnelles, rationalité autoréférentielle (Orléan)

Une Bulle peut être définie comme la conséquence d'un phénomène d'auto-validation des croyances à travers les anticipations des acteurs sur le marché. Le prix s'écarte de la valeur fondamentale et traduit plus une convention commune autour des anticipations de chaque acteur. Généralement, la présence d'une bulle entraîne une divergence de plus en plus grande entre le cours observé et sa valeur fondamentale, jusqu'à son « éclatement » qui provoque un effondrement des prix dénommé krach. La théorie financière classique s'est heurtée à

l'explication de ces anomalies et inefficiences qui ne seraient pas dues à des changements dans les fondamentaux, mais plutôt à des éléments d'ordre « comportementaliste ». Ces travaux, centrés sur la prise en compte des comportements réels observés, sont connus sous le nom de finance comportementale ou behavioral finance.

Ainsi, la finance comportementale a remis en cause deux hypothèses clés de la théorie d'efficacité informationnelle : d'abord la rationalité des investisseurs et ensuite l'opportunité d'arbitrage. En effet, la psychologie cognitive a montré que le comportement des investisseurs n'est pas toujours rationnel : leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances ou leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas pleinement justifiées par les « fondamentaux » économiques. Quant à l'arbitrage, activité à laquelle devrait se livrer la seconde catégorie d'investisseurs, qui sont, eux, pleinement rationnels, c'est une activité non dénuée de risque (contraintes structurelles et institutionnelles) et dont l'efficacité est, par conséquent limitée. Dès lors, il n'est pas exclu que des comportements irrationnels individuels ou collectifs puissent persister et influencer de manière durable les prix sur les marchés.

Dans le même ordre d'idée, la juste valeur, telle que pensée et présentée par le normalisateur, apparaît alors comme un moyen de contrer les limites formulées à l'égard de la théorie d'efficacité informationnelle à travers l'amélioration de la transparence sur le marché et la réduction des coûts d'accès à l'information.

2.3. Le rôle de la juste valeur dans le renforcement de l'efficacité informationnelle

La juste valeur a été pensée par le normalisateur comme un moyen de doter l'investisseur d'une information pertinente à même de l'aider dans son processus de prise de décision. Ainsi, le contenu informatif additionnel fourni par la juste valeur est présumé améliorer l'efficacité du marché financiers en rendant les acteurs mieux informés sur les fondamentaux des titres aussi bien sur le plan de création de valeur (résultats réels) que sur le plan prospectif (résultats latents). Cette conception présente l'information comptable non pas comme une exigence réglementaire mais comme un véritable outil d'aide à la décision. D'ailleurs, l'application de la juste valeur suppose également une large communication autour des principes utilisés et des conventions prises en compte dans la détermination de la juste valeur. Ces informations, qui étaient jadis l'apanage exclusif des dirigeants, sont devenues des données partagées avec l'ensemble des lecteurs des états financiers. Cette large diffusion ne supprime pas, en effet, le risque lié au pouvoir discrétionnaire des dirigeants sur l'information publiée, mais garantit au moins, un niveau d'information plus étendu partagé avec les

« stakeholders ». Par ailleurs, la réduction de l'asymétrie d'information devrait atténuer le risque lié à la sélection adverse qui provient du fait que des investisseurs moins informés sont en relation avec d'autres investisseurs mieux informés. Ainsi, l'augmentation de la transparence sur le marché devrait encourager les investisseurs à réaliser des transactions sur le marché et à une meilleure allocation des ressources. De surcroît, l'amélioration des standards de présentation de l'information comptable devrait faire diminuer le risque lié à l'estimation des flux futurs ce qui implique une baisse du taux de rendement exigé par les actionnaires ainsi que la prime de risque demandée par les investisseurs. Une meilleure présentation facilitera également le pilotage par les analystes financiers et les investisseurs institutionnels ce qui améliore indirectement la discipline sur le marché en pénalisant les entreprises qui optent pour des investissements plus risqués et, en même temps, en encourageant les entreprises à gérer les risques d'une façon plus prudente et à estimer les flux avec plus de précision.

Selon cette conception, la juste valeur serait un moyen de contrer les limites empiriques de l'hypothèse d'efficience informationnelle mais à condition que le contenu informatif additionnel apporté soit pertinent pour l'investisseur.

3. Synthèse des études empiriques ayant porté sur la pertinence du modèle d'évaluation en juste valeur pour le marché

L'hypothèse formulée implicitement dans ce qui précède suppose que la juste valeur permet de dépasser les limites de la théorie d'efficience informationnelle en améliorant le contenu informatif dirigé vers le marché. Cette hypothèse a besoin d'être corroboré au moyen d'études empiriques. Justement, la littérature comptable a porté une attention particulière à l'étude de la pertinence de la juste valeur au regard des autres modèles d'évaluation¹². En effet, plusieurs auteurs ont essayé d'établir un lien entre le cours en bourse d'une firme et l'évaluation à la juste valeur. Les résultats de ces études ne tranchent pas de manière, précise, sur la nature dudit lien et présentent des résultats assez « mitigés ».

Parmi les principales études empiriques ayant porté sur la pertinence de la juste valeur, on peut citer les cas suivants ayant été reportés notamment par Badreddine HAMDI et Houda

¹² Dans la littérature comptable, la méthodologie la plus fréquemment utilisée pour tester la pertinence de l'information en juste valeur consiste à déterminer de quelle façon cette information se reflète dans le cours des actions (Holthausen et Watts, 2001). Autrement dit, elle consiste à rechercher l'impact de la comptabilité en juste valeur sur la valeur en bourse d'un échantillon d'entreprises. Donc, en établissant des relations statistiques significatives entre les informations sur la juste valeur et l'évolution du cours observé sur le marché boursier, les chercheurs peuvent déduire la valeur informative, ou la pertinence des informations sur la juste valeur.

ELABIDI dans leurs article de recherche intitulé « L'information comptable en juste valeur : quelle utilité pour les investisseurs ? » :

- Barth (1994) a examiné la pertinence pour l'évaluation (*the value relevance*) des informations sur la juste valeur des titres de placement détenus par les banques américaines. De 1971 à 1990, les banques présentaient dans leurs rapports annuels des informations complémentaires sur les justes valeurs des titres composant leurs portefeuilles de placements. L'auteur a établi que ces informations sur la juste valeur se reflètent dans la valeur du cours des actions.
- Petroni et Wahlen (1995) ont constaté que, dans le cas d'un échantillon d'assureurs de biens et de responsabilité civile (property-liability insurers), la juste valeur des titres de participation et des titres du trésor américain est pertinente. Cependant, celle des obligations de municipalités (municipal bonds) et de sociétés (corporate bonds) ne l'est pas. Les auteurs ont soutenu que la liquidité des opérations sur les obligations de municipalités et de sociétés était peut-être trop faible pour permettre aux marchés de produire des estimations des justes valeurs pertinentes.
- Ahmed et Takeda (1995) ont, pour leur part, constaté que les gains et pertes réalisés et non réalisés (unrealized gains and losses) sur des titres de placement ont une incidence directe sur les rendements des actions.
- Le même constat a été trouvé par Park et al. (1999) qui ont montré que les gains et les pertes latents afférents aux titres disponibles à la vente, aux titres détenus jusqu'à l'échéance et aux prêts bancaires sont statistiquement associés avec le rendement boursier, lorsqu'ils sont intégrés dans un seul modèle.
- Botosan et al. (2005) ont remarqué que l'ensemble des études présentées ci-dessus souffre d'un biais d'échantillonnage, puisque les firmes étudiées appartiennent toutes au secteur bancaire. Leurs travaux ont démontré la pertinence de la juste valeur de certains instruments financiers des banques, mais l'extension de ces résultats au-delà des institutions financières demeure une question en suspens.
- En réponse à une telle interrogation, Simko (1998) a cherché à évaluer le contenu informationnel de la juste valeur pour des firmes non financières. En se reposant sur le modèle d'évaluation des entreprises développé par Feltham et Ohlson (1995), l'auteur a analysé l'association entre, d'une part, la somme des ajustements au coût historique sur les actifs et les passifs entrant dans le champ d'application de la norme SFAS 107

et, d'autre part, la valeur de marché des capitaux propres de la firme. Les tests sont menés sur 1067 observations sur la période 1992-1995.

L'étude s'est concentrée essentiellement sur l'impact d'une évaluation des dettes financières à la juste valeur, car ce poste supporte les ajustements les plus significatifs : 7,7% de l'actif total en moyenne. Les résultats ont prouvé que la juste valeur des dettes a un contenu informatif à la différence de la juste valeur des actifs financiers et des instruments dérivés.

- Dans le même esprit, et s'intéressant uniquement à la pertinence de la juste valeur des instruments dérivés, Wong (2000) a effectué son étude sur un échantillon de 145 entreprises industrielles extraites du Fortune 500, sur la période 1994-1996. Les résultats de cette étude ont montré que la variation de la juste valeur de certains instruments dérivés, tels que les swaps et les contrats à terme, est statistiquement associée à la position de change que les auteurs utilisent comme une mesure de risque.
- En dépit de l'importance des résultats trouvés par ces études, elles sont en proie à des biais méthodologiques. En effet, la non généralisation de la juste valeur à tous les éléments du bilan pose le problème des variables omises dans le modèle d'estimation. Pour surpasser un tel problème, Carroll, Linsmeier et Petroni (2003) ont réalisé une étude prégnante sur un échantillon de 143 sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) où les bilans et les comptes de résultats sont publiés quasi intégralement en juste valeur. Cette étude a confirmé l'existence d'une forte corrélation entre les cours d'actions et les justes valeurs de l'entière de titres, ainsi qu'entre les résultats latents et les rendements boursiers, ce qui entérine, par conséquent, l'hypothèse selon laquelle l'inconsistance des résultats des travaux antérieurs s'explique par la non-généralisation de la comptabilité à la juste valeur à tous les éléments du bilan dans les autres types de firmes, telles que les banques et les sociétés d'assurance.
- Nissim (2003) s'appuie, pour la conduite de ses tests, sur les données comptables de 157 banques américaines pour les années 1994 et 1995. Il parvient, ainsi, à démontrer que les banques, notamment celles souffrant de situations financières défavorables, introduisent des éléments discrétionnaires dans la mesure de la juste valeur des prêts. Elles surévaluent ces derniers afin d'améliorer l'appréciation par le marché de leurs risques et de leurs performances futures.
- S'inscrivant dans la même logique, les résultats de l'étude de Dietrich, Harris et Muller (2001) indiquent que les managers exercent leurs discrétions pour amplifier les

justes valeurs des placements immobiliers (investment property) à dessein de camoufler les résultats comptables avant l'émission des nouvelles dettes. Cette étude dénote, de surcroît, de l'amélioration de la fiabilité des justes valeurs des placements immobiliers lorsqu'elles sont mesurées par des évaluateurs externes (external appraisers) et lorsqu'elles sont auditées par de grands cabinets internationaux d'audit. Néanmoins, l'étude menée par Barth et Clinch (1998), sur un échantillon de firmes australiennes, ne corrobore pas ce constat ; les auteurs montrent que la fiabilité des justes valeurs des immobilisations incorporelles est la même, quelque soit la source d'obtention de la juste valeur (évaluateurs internes ou externes).

En définitive et comme en concluent Hamdi et Elabidi « *bien que l'ensemble des études évoquées conclue indéniablement à la pertinence de la juste valeur des titres de placement, la pertinence de la juste valeur des autres actifs et passifs demeure mitigée. L'une des principales explications de ces résultats réside dans le manque de cohérence méthodologique inhérent, par exemple, à l'utilisation de modèles d'évaluation inappropriés pour les entreprises, ou à des problèmes statistiques, tels que l'omission des variables pertinentes pour l'évaluation suite à l'application partielle de la juste valeur, ou encore à la faiblesse de la logique même qui préside à la méthodologie de recherche de la pertinence* ».

Ainsi, si l'analyse du concept de la juste valeur d'un point de vue empirique permet d'enrichir le débat sur la pertinence de ce concept, elle apporte peu de clarifications par rapport aux modèles théoriques constituant le sous-bassement même de la juste valeur à savoir la théorie de l'efficience informationnelle du marché. En d'autres termes : quel est l'apport pratique réel de la juste valeur à cette théorie ? en effet, si on doit juger de la pertinence de ce concept, c'est au regard des piliers théoriques qui sont à l'origine de sa mise en place : la juste valeur permet-elle de réduire l'asymétrie d'information entre les mandants et les mandataires ? Apporte-t-elle un plus pertinent permettant d'expliquer l'évolution des prix sur le marché ? la réponse donnée par les études empiriques citées plus haut ne tranche pas à ce sujet, c'est dire la complexité de fonctionnement des marchés financiers qui sont, avant tout, des machines cognitives nourries par les anticipations des acteurs.

Conclusion

La comptabilité est avant tout un système social qui évolue en fonction de son environnement et des changements intervenus dans le monde des affaires. En effet, étant un langage technique, la comptabilité ne fait que transcrire des réalités économiques issues des événements qui surgissent quotidiennement dans la vie des organisations. Ainsi, la globalisation croissante des échanges économiques ont repensé le mode de gouvernance des entreprises et de là les modèles de création de la valeur : dans ce contexte, la juste valeur s'est substituée peu à peu à la convention classique de coût historique rendant caduque les modèles utilisés, jusque-là, pour la détermination de la valeur d'une entreprise. L'essor que connaît le concept de la juste valeur traduit d'abord la complexité de cette notion mais aussi la volonté du normalisateur international d'en faire un modèle universelle à travers notamment la généralisation des IFRS.

Ces normes internationales prônent la comparabilité comme argument fort permettant aux investisseurs de réaliser les meilleurs arbitrages sur le marché. Ainsi, la comptabilité devient un outil considérable de prise de décision et son contenu informatif devient de plus en plus riche et pertinent. Désormais, la valeur d'une entreprise comprend non pas uniquement les résultats économiques réalisés mais aussi les résultats latents qui sont souvent la conséquence de modèles d'évaluation complexes et induisant parfois une grande subjectivité.

L'instauration de la juste valeur repose implicitement sur une idée centrale : plus le contenu informatif envoyé au marché est riche et pertinent, plus l'investisseur sera en mesure de réaliser les meilleurs arbitrages ce qui suppose l'existence d'un lien étroit entre l'information disponible sur un titre donné et son prix sur le marché. De ce fait, la juste valeur serait un moyen d'atténuer l'asymétrie d'information sur le marché financier en obligeant les dirigeants à incorporer dans l'information comptable l'ensemble des données économiques qu'elles soient liées à des résultats réels ou à venir. Cette acceptation hypothétique a suscité l'intérêt de plusieurs chercheurs qui ont essayé de la corroborer au moyen d'études empiriques. En définitive, ces dernières n'ont pas pu trancher de façon définitive sur la pertinence pour l'investisseur du modèle d'évaluation à la juste valeur. En effet, cette pertinence se trouve liée parfois à des considérations culturelles ou même comportementales qui justifient plus l'évolution des prix sur le marché. Il est indéniable que la juste valeur apporte un plus en terme d'information mais la question qui se pose est de savoir la possibilité d'établir un modèle de prédictibilité des prix de marché à travers l'information comptable ? cette idée revient à construire un modèle statistique qui permet d'expliquer au mieux la variable « prix

de marché » à travers plusieurs variables explicatives. S'il est certain, que la juste valeur constituerait une des variables explicative, il n'est pas sûr qu'elle soit suffisante pour prédire, à elle seule, les prix de marché.

A ce niveau, on est en droit de savoir si, sur un plan pratique, les normes comptables influencent réellement le comportement des acteurs sur le marché financier ? et dans quelles mesures on pourrait utiliser ces normes comptables afin de promouvoir le marché, améliorer sa liquidité ou encore éviter les anomalies génératrices de crises.... Dans ce cadre, on pourrait citer l'apport de la théorie de la finance comportementale en matière d'explication des biais agissant sur le comportement des acteurs sur le marché. En réalité, la finance comportementale est bien plus qu'une théorie alternative à la finance classique. C'est une façon révolutionnaire d'appréhender le processus décisionnel que tout humain doit constamment effectuer. Ce courant se propose d'appréhender le fonctionnement des marchés et la formation des prix sous l'hypothèse de comportements non parfaitement rationnels et à partir de travaux effectués en psychologie cognitive. Ainsi, devant les tests empiriques invalidant les prédictions du modèle l'efficience informationnelle, plusieurs travaux ont se sont focalisés sur les outils de la finance comportementale pour apporter un éclairage sur la formation des choix effectués par les acteurs sur le marché.

Bibliographie

American Accounting Association (AAA), (1966) *A Statement of Basic Accounting Theory (ASOBAT)* (Sarasota, FL: AAA, 1966).

American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee, (1998) "Response to a Discussion Paper Issued by the IASC/CICA Steering Committee on Financial Instruments, 'Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities' ", *Accounting Horizons*, Vol. 12, No. 1, 1998, pp. 90–97.

Anagnostopoulos Y. et Buckland R. (2005) « Historical cost versus fair value accounting in banking: implications for supervision, provisioning, financial reporting and market discipline », *The Journal of Banking Regulation*, 2005, vol. 6, n° 2, pp. 109-127.

Barth, M. E., (1994) "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks", *The Accounting Review*, 1994, Vol. 69, pp. 1–25.

Barth, M. E., (1994) "Fair-Value Accounting for Banks Investment Securities: What do Bank Share Prices Tell Us?", *Bank Accounting and Finance*, 1994, Vol. 7, pp. 13–23.

Barth, M. E., Landsman, W. R. & Wahlen, J. M., (1995) "Fair Value Accounting: Effects on Banks' Earnings Volatility, Regulatory Capital, and Value of Contractual Cash Flows", *Journal of Banking and Finance*, 1995, Vol. 19, pp. 577–605.

Barlev, B & Haddad, J-R, (2003) « fair value accounting and the management of the firm », *Critical perspectives on accounting*, 2003.

Ben Hamida, N & Khuong Nguyen, D, (2009) « La valorisation des instruments financiers en juste valeur et performance du marché en temps de crise : le cas des sociétés du CAC 40 », *Gestion 2000*, 2009.

Bernheim Y, « De l'opportunité d'évaluation à la juste valeur », (1998) *Revue Française de Comptabilité*, n° 299, avril 1998, pp. 58-64.

CASTA J-F., COLASSE B, (2001), *Juste Valeur – enjeux techniques et politiques*, Ed. Economica, 2001.

Fama, E. F. & Jensen, M. C (1983) "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 1983, pp. 337–350.

Fama, E. F. (1980) 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy*, 1980, pp 163-174.

Fama E, (1965), « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analysts Journal*, vol. 21, n°5, septembre/octobre 1965, 55-59.

Fama E, (1970), « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, 383-417.

Fama E, (1976), « Efficient Capital Markets: Reply », *The Journal of Finance*, vol. 31, n°1, mars 1976, 143-145.

Financial Accounting Standards Board, (1975), *Statement of Financial Accounting Standard No. 12: Accounting for Certain Marketable Securities* (Stamford, CT: FASB, 1975).

Financial Accounting Standards Board, (1979), *Statement of Accounting Standard No. 33: Financial Reporting and Changing Prices* (Stamford, CT: FASB, 1979).

Financial Accounting Standards Board, (1980), *Statement of Accounting Standard No. 35: Accounting and Reporting by Defined Benefit Pension Plans* (Stamford, CT: FASB, 1980a).

Financial Accounting Standards Board, (1980), *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information* (Stamford, CT: FASB, 1980b).

Gillet P., (2006), *L'Efficiency des Marchés Financiers*. Economica (2ème édition), Paris, 2006.

Giordano-Spring, S & Lacroix, M, (2007), « juste valeur et reporting de la performance: débats conceptuels et théoriques », *Comptabilité contrôle audit*, décembre 2007 (p. 77 à 96).

Hamdi, B & Elabidi H, (2009), « L'information comptable en juste valeur : quelle utilité pour les investisseurs ? », *La place de la dimension européenne dans la comptabilité Contrôle, audit* », 2009.

Hirst , E., Hop kins , P., Wahlen , J., (2004), «Fair Values, Performance Reporting, and Bank Analysts' Risk and Valuation Judgments», *Accounting Review*, 2004, N° 79, pp. 455-474.

HITZ J-M, (2005), "The Decision Usefulness of Fair Value Accounting—a Theoretical Perspective", *Cologne working papers en banking, corporate finance, accounting and taxation*, 2005.

HITZ J.M., (2007), *The decision Usefulness of Fair Value Accounting – A Theoretical Perspective*, *European Accounting Review*, 2007, vol. 16, n° 2.

Holthausen, R. &Watts, R., (2001), "The Relevance of Value Relevance", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, Vol. 31, pp. 3–75.

Holthausen R. et Watts R., (2001), « The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting », *Journal of Accounting and Economics*, 2001, vol. 31, n° 1-3, pp. 3-75.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, pp. 305–360.

Jensen M.C., (2001), « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *European Financial Management*, 2001, Vol. 7, n° 3, September, p. 297-317.

Khurana I.K. et Kim M.S., (2003), « Relative value relevance of historical cost vs. fair value: evidence from bank holding companies », *Journal of Accounting and Public Policy*, 2003, vol. 22, n° 1, pp. 19-42.

Malkiel Burton G (2003), « The Efficient Market Hypothesis and Its Critics », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n°1, 2003, 59-82.

Martinet A.Ch. & Alei, (1990), *Epistémologies et sciences de gestion*, Economica, Paris, 1990.

OBERT R. & SCHEID J.C., (2006), «Le cadre conceptuel commun du FASB et de l’IASB», *Revue Française de Comptabilité*, n° 389, juin 2006, p. 4.

OBERT R, *Le rapprochement IFRS /FAS*, *Revue Française de Comptabilité*, n°388, mai 2006, p. 4-5.

OBERT R, (2010), « Genèse du concept de la juste valeur dans les normes comptables », *RFC* 427 et 428, 2010.

Orléan, A, (2008), “Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », *Vingt sept questions d’économie contemporaine*, Albin Michel, 2008.