



Incidence des choix d'exemptions comptables sur la valorisation boursière des sociétés françaises lors de la première application du référentiel IFRS

Denis Cormier
Titulaire
Chaire d'information financière et organisationnelle
ESG UQÀM, Canada

Samira Demaria
ATER
Université de Nice Sophia-Antipolis
GREDEG-CNRS-UMR 6227
France

Robert Teller
Professeur des universités
Université de Nice Sophia Antipolis
GREMAN
France

Janvier 2008

Les auteurs remercient le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada (CRSH), l'Autorité des Marchés Financiers (Québec), PriceWarehouseCoopers, KPMG et l'Institut des vérificateurs internes (section de Montréal) pour leur soutien financier.

Incidence des choix d'exemptions comptables sur la valorisation boursière des sociétés françaises lors de la première application du référentiel IFRS

Résumé

Cette étude porte sur les choix d'exemptions comptables opérés par les dirigeants des sociétés cotées françaises lors de la première application des normes IFRS. Le but est d'apprécier l'impact de ces choix sur la valorisation boursière de ces entreprises. En effet, aucune étude ne s'est intéressée à la valorisation par le marché des exemptions permises lors de la première adoption des normes IAS/IFRS. Les résultats montrent que le marché boursier français semble être en mesure d'interpréter l'impact des choix d'exemptions aux IFRS sur les états financiers. Il apparaît également que l'ajustement initial des capitaux propres suite à l'adoption des IFRS est plus valorisé par les marchés boursiers que les capitaux propres initialement établis selon le référentiel comptable français. Le nouveau référentiel comptable internationalement reconnu procurerait une prime boursière à la transparence financière.

Mots-clés : Choix comptables, exemptions IFRS, valorisation boursière des capitaux propres.

This paper investigates how French stock market assesses accounting optional exemptions allowed at first time adoption of IFRS. Our results generally suggest that French stock markets participants are able to assess the impact of these optional exemptions on financial statements. Concerning the reconciliation of equity presented as part of the transition from French GAAP to IFRS, it seems that first-time IFRS equity adjustment is more valued by stock markets than stockholders' equity established based on French GAAP. It appears that market participants perceive net benefits associated with convergence of accounting standards.

Key words: Accounting choices, IFRS No. 1 optional exemptions, stock market valuation.

Introduction

La mondialisation et la globalisation des marchés financiers mondiaux ont créé le besoin de comparer les différentes firmes quelle que soit leur nationalité. Cette globalisation implique des allocations d'actifs au niveau de la planète et ceci suppose de pouvoir comparer des entreprises partout dans le monde. Le seul outil de comparaison reste l'examen des états financiers issus des référentiels comptables. On voit immédiatement l'intérêt et les enjeux d'une harmonisation des normes comptables internationales. A l'échelle européenne, cet impératif de comparabilité s'est traduit par l'adoption obligatoire des normes IFRS (International Financial Reporting Standards), à partir du 1^{er} Janvier 2005, pour tous les groupes cotés sur un marché boursier en Europe. Les entreprises ont donc dû retranscrire leurs états financiers en expliquant les modalités de passage des anciennes normes comptables issues du droit comptable français aux nouvelles normes IFRS. On dispose ainsi d'une période très intéressante pour examiner la stratégie comptable des entreprises car, au-delà de l'application *stricto sensu* des normes comptables internationales, les groupes ont dû faire des choix comptables qui ont un impact sur les capitaux propres, sur les résultats ou sur l'endettement. Ces choix ont un aspect stratégique dans la mesure où ils touchent à la valeur de l'entreprise par le biais des capitaux propres, à sa performance économique par les résultats et à sa structure financière par le niveau relatif de l'endettement. Or, les choix effectués lors de cette première adoption des normes comptables internationales, comme tout choix comptable, subissent des influences contractuelles porteuses d'asymétrie informationnelles entre les dirigeants et le marché. Un des buts de cette normalisation internationale est, précisément, d'améliorer la transparence des choix comptables, par exemple, en améliorant la visibilité au bilan des engagements de retraite, des stocks options ou des instruments financiers. Il est donc particulièrement intéressant de s'interroger sur la capacité des marchés financiers à évaluer les effets de ces choix comptables sur les états financiers et notamment d'essayer de voir si les acteurs du marché attendent un gain associé à la convergence vers les normes comptables internationales. La recherche s'intéresse à la différence de valorisation par le marché boursier, entre les normes comptables nationales et les choix IFRS volontaires et obligatoires dans le contexte français. Il existe une abondante littérature tendant à montrer que la pertinence des états financiers est supérieure dans les pays anglo-saxons par rapport aux pays de droit écrit comme la France.

Dans les pays anglo-saxons, le système financier ainsi que les états financiers sont orientés vers le marché boursier de sorte que les indicateurs tels que le résultat comptable et les capitaux propres ont généralement une pertinence supérieure (Ali et Hwang, 2000). Dans les pays de droit écrit, comme la France, la diffusion d'une information pertinente n'était pas, jusqu'à présent, l'objectif premier de la comptabilité (Bushman et Smith, 2003). Celle-ci reste, en effet, régie par les règles du droit comptable et dépend fortement de la connexion avec la fiscalité (Rossignol, 2008 ; CCIP, 2004).

L'enquête menée par le cabinet Mazars (Mazars, 2005) montre que sur 550 groupes cotés à travers 12 pays européens, un quart seulement des entreprises françaises affirment que les IFRS vont améliorer la qualité et la transparence des comptes annuels, contre plus de 50% en Europe. Ernst & Young (2006) a publié une deuxième enquête sur la communication financière des grands groupes européens au titre de l'exercice 2005. L'échantillon sélectionné comprend les sociétés du CAC 40 et 33 groupes européens parmi les plus fortes capitalisations boursières, soit 54 groupes industriels et 19 groupes financiers. Il ressort de l'enquête une confirmation du bon déroulement de la transition aux IFRS; moins de volatilité dans les comptes que ce qui était attendu et le maintien d'une forte influence des environnements nationaux. La France reste, malgré tout, un des pays européens le plus sceptique vis-à-vis des nouvelles normes comptables. Ceci, peut s'expliquer en partie, par le faible soutien des groupes français à l'application des IFRS. Les entreprises françaises ont, en effet, exprimé les plus grandes inquiétudes à l'égard des risques de volatilité induits par l'application du principe de la primauté de la substance économique sur la forme juridique. Compte tenu du changement profond induit par les normes IAS/IFRS et de l'attitude critique de la profession comptable française, le cas français est donc particulièrement intéressant pour observer cette phase unique de première adoption des normes IAS/IFRS. Il y a là une occasion exceptionnelle de comprendre les choix comptables opérés par les dirigeants et d'appréhender les réactions du marché boursier.

Pour faciliter la première application de ces nouvelles normes, l'organisme régulateur (l'International Accounting Standards Board, IASB) a publié la norme IFRS 1 *Première adoption des normes IFRS* qui permet de simplifier certains retraitements comptables rétrospectifs. Pour cela, la norme permet de recourir de façon optionnelle à certaines exemptions à d'autres normes du référentiel. Pour la plupart des exemptions permises par IFRS 1, il n'y a pas de traitement spécifique prévu en normes françaises (retraites, stocks

options, instruments financiers). L'article est organisé de la façon suivante : la section 1 présente le contexte de la première application des normes IAS/IFRS. La section 2 présente le cadre théorique et méthodologique retenus pour l'étude. La section 3 décrit les résultats et la dernière section tient lieu de conclusion.

1. Le contexte de la première application des normes comptables IFRS en France

En mars 2002, le parlement européen a entériné le règlement 1606-2002 qui rend obligatoire, pour tous les groupes cotés sur un marché financier européen, l'adoption des normes comptables internationales IAS/IFRS. Cette obligation s'applique aux états financiers consolidés publiés après le 1^{er} janvier 2005 par les 7 000 entreprises cotées en Europe (environ 1000 entreprises françaises). L'adoption de ce référentiel reflète la volonté de parvenir à une meilleure intégration des marchés boursiers européens et à une reconnaissance sur les marchés mondiaux. L'Union Européenne (UE) a rendu obligatoire l'application des normes IAS/IFRS à partir du 1^{er} janvier 2005 tout en imposant une information rétrospective afférente à l'exercice comptable 2004 conformément aux normes internationales.

Le schéma ci-dessous illustre la chronologie de la période de transition.

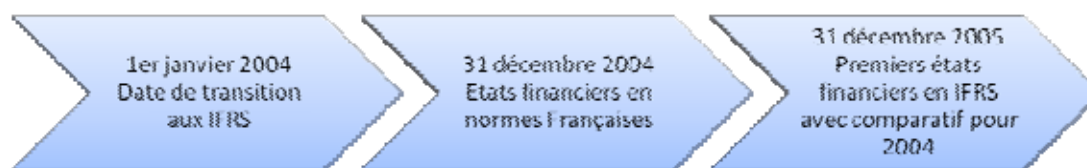


Figure 1 : Calendrier de première application des IFRS

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)¹ a rendu obligatoire la publication des impacts observés de la transition sur les états financiers au 1^{er} janvier et 31 décembre 2004. Une entité doit préparer un bilan d'ouverture à la date de transition aux IFRS.

¹ Recommandation de l'AMF relative à la communication financière pendant la période de transition publiée le 30 décembre 2003.

1.1. Première adoption d'un nouveau référentiel

Comme cet article se focalise sur la première adoption des normes comptables internationales sur le marché français, nous décrirons d'abord, les modalités de première application des IAS/IFRS, puis nous présenterons les différentes exemptions autorisées par l'IASB. Les premiers états financiers IFRS d'une entité sont les premiers états financiers annuels pour lesquels l'entité adopte les IFRS, par une déclaration explicite et sans réserve de conformité aux IFRS (IFRS 1 §3). Le principe général des normes IFRS veut qu'une entreprise appliquant les normes pour la première fois retrace ses états financiers **rétrospectivement** comme si elle avait toujours utilisé les IAS/IFRS. Or, conscient des difficultés et de la complexité que représente ce travail pour un groupe dans l'obligation de convertir tout son système comptable, l'IASB a promulgué la norme *IFRS 1 : première adoption des normes IFRS* afin de faciliter la conversion aux normes internationales. IFRS 1 remplace et annule *SIC 8 : première application des IAS* et ce, pour répondre aux difficultés d'application de cette interprétation. La problématique principale de SIC 8 résidait dans l'exigence d'application rétrospective intégrale de toutes les normes, sauf en cas d'impraticabilité. Or, ces retraitements pouvaient entraîner des coûts excédant les avantages probables pour les utilisateurs des états financiers. L'objectif d'IFRS 1 est d'assurer la qualité et la transparence des premiers états financiers IFRS qui doivent constituer « un point de départ approprié pour la comptabilité » (IFRS 1 §1-a-b-c). Pour cela, la norme IFRS 1 offre des **exemptions aux retraitements rétrospectifs** qui étaient obligatoires avant sa promulgation. Selon DELOITTE (2004, page 4), IFRS 1 doit permettre la comparabilité entre tous les nouveaux adoptants à la même date.

1.2. Exemptions d'IFRS 1

IFRS 1 prévoit deux catégories d'exceptions au principe de rétroactivité, selon lequel le premier bilan d'ouverture en IFRS d'une entité doit être conforme à chaque IAS/IFRS :

- Les exemptions à certaines dispositions d'autres IFRS ;
- L'interdiction d'application rétrospective de certaines dispositions d'autres IFRS.

Compte tenu de notre intérêt pour la problématique des choix comptables nous ne présentons, ici, que les exemptions facultatives c'est-à-dire offrant la possibilité de choisir entre deux traitements. La norme IFRS 1 publiée en avril 2004 au journal officiel de l'Union européenne décrit six exemptions facultatives à d'autres IFRS :

Exemption à IAS 16, 38 et 40 : « Une entité peut décider d'évaluer une immobilisation corporelle, (incorporelle ou un immeuble de placement) à la date de transition aux IFRS à sa juste valeur et utiliser cette juste valeur comme coût présumé » (IFRS 1 §16 à 19).

La réévaluation d'actifs est autorisée sous le référentiel français mais les ajustements de valeur n'affectent pas le résultat. Cette option permet la réévaluation des actifs incorporels définis selon IAS 38. Compte tenu de la complexité de l'évaluation des actifs incorporels, l'IASB n'encourage pas leur réévaluation. Nous avons remarqué qu'aucune firme française n'a appliqué cette option, c'est pourquoi nous nous sommes concentrés uniquement sur l'étude des immobilisations corporelles et des immeubles de placement.

Exemption à IAS 19 : « Un premier adoptant peut choisir de comptabiliser tout les écarts actuariels à la date de transition aux IFRS, même si par la suite il utilise la méthode du corridor pour les écarts actuariels générés ultérieurement ... » (IFRS 1 §20).

Une entité qui opte pour la reconnaissance des gains et pertes actuariels résultant de l'évaluation des plans de retraites à la date de transition aux IFRS, peut appliquer la méthode du corridor permise par IAS 19. Cependant, elle peut décider ne pas appliquer rétrospectivement le corridor et reconnaître tous les écarts actuariels directement en capitaux propres à la date de transition. Selon les normes françaises, les entreprises peuvent choisir de reconnaître ou non les obligations de retraites (recommandation 2003-R01 du CNC). De plus, si de telles obligations sont reconnues, la firme peut choisir de les reconnaître sur une base complète ou partielle. C'est pourquoi, l'on s'attend à ce que l'application d'IAS 19 ait un impact significatif sur la valeur des capitaux propres et sur le résultat actuel et futur. Ceci pourrait pousser les managers à opter pour l'exemption permettant de reconnaître tous les écarts actuariels directement en situation nette à la date de transition.

Exemption à IAS 21 : « Un premier adoptant n'est pas tenu, comme le prévoit la norme IAS 21, de classer certaines différences de conversion comme une composante distincte des capitaux propres et en cas de cession d'une activité à l'étranger, de transférer le montant cumulé des différences de conversion relatif à cette activité à l'étranger au compte de résultat

en l'incluant dans le résultat de cession, de se conformer à ces dispositions concernant les montants cumulés des différences de conversion qui existaient à la date de transition aux IFRS » (IFRS 1 §21).

Les normes françaises, en accord avec IAS 21, permettent lorsque le groupe convertit les états financiers consolidés étrangers, à la fois la méthode temporelle et la méthode du taux de clôture, selon la manière dont l'entité étrangère est financée ou opère en relation avec la firme-mère (le groupe). La méthode du taux de clôture est appropriée lorsque l'entité étrangère est considérée autonome par rapport à la société-mère, c'est-à-dire que les activités économiques de l'entité étrangère se déroulent essentiellement dans la monnaie du pays où elle se situe.

Les gains et pertes de change sont alors reconnus dans les capitaux propres sous le compte écart cumulatif de conversion. Nous nous attendons à ce que les écarts cumulatifs de conversion au bilan soient significatifs pour la plupart des firmes qui ont des activités à l'étranger. Cela peut motiver les firmes à opter pour l'exemption, en effet dans ces conditions les écarts cumulés de conversion sont ramenés à zéro à la date de transition.

Exemption à IAS 32 et 39 : application anticipée des normes IAS 32 et 39 avant le 1er janvier 2005 (Amendements à IAS 39). Une firme peut opter pour l'application anticipée d'IAS 39 avant le 1^{er} janvier 2005 et ce sans retraitement rétrospectif de l'information comparative. Les entités ont la possibilité à la date de transition de désigner comme destinés à être cédés et de valoriser les actifs et passifs financiers à la juste valeur. En normes françaises, les instruments financiers sont évalués au plus bas entre le coût et le marché.

De plus, IAS 32 impose qu'un instrument financier composé soit séparé entre les composantes capitaux propres et composante dette financière. C'est le cas, par exemple, d'actions privilégiées comportant une obligation de rachat. Cependant IFRS 1 introduit une exception à IAS 32. Si la composante dette d'un instrument financier composé n'est plus en vigueur à la date du bilan d'ouverture, l'entité n'est pas obligée de reclasser la composante capitaux propres d'origine de l'instrument financier dans les réserves ou dans les capitaux propres (IFRS 1 §23).

Exemption à IFRS 2 : « Un premier adoptant est encouragé, sans y être tenu, à appliquer, sous certaines conditions, IFRS 2 aux instruments de capitaux propres attribués après le 7 novembre 2002 et qui ont été acquis avant la plus tardive des dates suivantes : (a) la date de transition aux IFRS et (b) le 1er janvier 2005 » (IFRS 2 annexe C §25B).

Puisqu'il n'y avait pas d'obligation de comptabiliser les stocks options selon les normes françaises, les groupes qui choisissent d'opter pour l'application d'IFRS 2 aux instruments de capitaux propres attribués après novembre 2002 et qui dont les droits ont été acquis avant la date de transition sont plus à même de reconnaître un montant supérieur de compensation par stocks options en 2005 par rapport aux groupes qui n'optent pas pour cette exemption. Puisque la décision de retraiter ou non, les états financiers pour les options échues avant le 1^{er} janvier 2005 n'affecte pas les capitaux propres, on peut s'attendre à ce que cette exemption n'est pas d'impact sur l'évaluation des capitaux propres. Par ailleurs, l'ajustement IFRS n'est pas affecté par le choix, car la réduction des réserves est annulée par une augmentation des capitaux propres. C'est pourquoi cette exemption permise par IFRS 1 n'est pas retenue dans le modèle.

Exemption à IFRS 3 : « Un premier adoptant peut décider de ne pas appliquer rétrospectivement IFRS 3 à des regroupements d'entreprises passés (des regroupements d'entreprises qui sont intervenus avant la date de transition aux IFRS) » (IFRS 1 §15 et B1). L'exemption à IFRS 3 n'a pas été analysée car la grande majorité de l'échantillon l'a retenu, 99 groupes sur 107 n'ont pas retraité les regroupements d'entreprises antérieurs à la date de transition. C'est pourquoi cette exemption a été exclue de l'analyse.

Au total, nous n'avons donc pas retenu les exemptions à IFRS 2 et 3 et nous nous sommes concentrés sur quatre exemptions (IAS 16 et 40, IAS 19, IAS 21, et IAS 32 et 39). Rappelons, enfin, qu'hormis les exemptions aux normes citées ci-dessus, les sociétés cotées ont dû appliquer toutes les normes IAS/IFRS en vigueur à la date de clôture.

2. Cadre théorique et méthodologique

2.1. Revue de la littérature sur les choix comptables

Les chercheurs se sont intéressés aux déterminants des changements comptables, aux regards des caractéristiques de la firme, lorsque la réglementation autorise des méthodes comptables alternatives. Gujarathi et Hoskin (1992) se sont penchés sur les préférences managériales lors

de l'adoption facultative de la norme SFAS 96² sur les impôts différés. Balsam, Haw et Lilien (1995) ont, pour leurs parts, étudié un large panel de changements comptables réglementaires. Les deux études montrent que les groupes anticipant un effet cumulé positif du changement comptable choisissent la méthode augmentant le résultat. À l'inverse, les groupes pour lesquels l'effet du changement est négatif ont tendance à retenir la méthode rétroactive, soit celle qui affecte directement les capitaux propres.

Ramesh et Revsine (2000), D'Souza (1998), et D'Souza, Jacob et Ramesh (2000) ont étudié les déterminants de la constatation immédiate ou de l'amortissement sur 20 ans des gains cumulés des obligations de retraites conformément au choix permis par la norme SFAS 106 intitulée *Employers' Accounting for Postretirement Benefits Other Than Pensions*. Ils montrent que les firmes retiennent la méthode qui réduit la charge liée aux avantages sociaux futurs.

En ce qui concerne le référentiel comptable international, l'étude menée par Ashbaugh et Pincus (2001) s'interroge, d'une part, sur la capacité des analystes financiers à prédire correctement, pour les firmes non américaines, les résultats comptables en fonction des écarts entre le référentiel local et les normes internationales, et d'autre part, si l'exactitude des prévisions des analystes évolue avec l'adoption des normes IAS³. Les auteurs affirment que les écarts entre les normes comptables locales et les IAS sont positivement et significativement associées à la valeur absolue des erreurs de prédictions des analystes. La précision des prévisions est améliorée par l'adoption des normes IAS. En revanche, dans le contexte français, Cormier et Martinez (2006), pour le cas des introductions en bourse, soutiennent que le choix volontaire et anticipée du référentiel comptable international augmente la marge de manœuvre des dirigeants d'entreprises par rapport au lissage des

² La norme SFAS 96 *Accounting for Income Taxes* a été promulgué en 1988, son application a été reportée à plusieurs reprises, puis le FASB a adopté en 1992 la norme SFAS 109 qui opte pour l'approche bilantielle (écarts entre la valeur comptable et la valeur fiscale des actifs et passifs) déjà recommandée par SFAS 96. En soi, la norme 96 n'a donc jamais été vraiment obligatoire et, tant que les entreprises n'avaient pas commencé à appliquer la norme SFAS 96 à leurs états financiers, elles étaient libres de comptabiliser les impôts selon la méthode antérieure, à savoir la méthode du report fixe (*deferred method*) axée sur les écarts temporaires entre le résultat comptable et le résultat fiscal (Lanoue et Peltier-Rivest, 2006). La norme SFAS 109 *Accounting for Income Taxes* remplace la très critiquée SFAS 96 et adopte l'approche bilantielle. En outre, le solde d'impôts différés doit être ajusté en fonction de l'évolution des taux d'impôts.

³ En 2001, les normes IFRS n'existaient pas encore, seules les IAS étaient utilisées.

résultats dans le but de réduire l'écart entre les prévisions de résultats annoncées lors de l'introduction en bourse et le résultat réel.

En ce qui concerne l'impact sur la valorisation boursière de l'adhésion au référentiel comptable IAS/IFRS, Lapointe-Antunes *et al.* (2006) montrent, dans le contexte suisse, que le phénomène du lissage du résultat est atténué pour les firmes qui adhèrent au référentiel international et que les *accruals* anormaux (manipulations comptables) sont moins valorisés par le marché boursier suisse. Par ailleurs, l'étude de Leuz et Verrecchia (2000), dans le contexte allemand, montre que l'adoption volontaire du référentiel IAS réduit l'asymétrie d'information et le coût du capital des entreprises.

Quelques études se sont intéressées à la première application des normes comptables internationales. Principalement, c'est la compréhension des déterminants des choix qui sont étudiés (Cazavan-Jeny et Jeanjean, 2007 ; Cormier, Demaria et Teller, 2007 ; Demaria et Dufour, 2008). Ces choix sont essentiellement tributaires du niveau d'endettement, de l'impact sur le rendement de l'actif, de la taille de la firme, de la cotation à une bourse étrangère, de la présence de blocs de contrôle et de stocks options et le secteur d'activité. À notre connaissance, aucune étude ne s'est penchée sur la valorisation par le marché des exemptions permises lors de la première adoption des normes IAS/IFRS.

2.2. *Modèle de valorisation boursière des ajustements IFRS*

L'objectif du modèle est de cerner la façon dont le marché financier évalue les ajustements IFRS effectués par les premiers adoptants. On cherche à voir si les traitements permis par les exemptions à IFRS 1 sont valorisés, par le marché boursier, différemment des autres ajustements d'ouverture en IFRS et des capitaux propres en référentiel français. Pour cela, les capitaux propres des sociétés de notre échantillon sont séparés en trois composantes distinctes :

- Les capitaux propres nationaux en référentiel français
- Les capitaux propres IFRS net des ajustements induits par les exemptions
- Le montant de l'ajustement induit par chaque exemption

Le modèle de valorisation boursière utilisé pour le calcul des impacts de choix comptables est formulé comme suit, pour le titre i et l'année t (où le cours boursier correspond à la cote boursière trois mois après la fin de l'exercice fiscal de 2005 et les variables explicatives à la fin de l'exercice fiscal de 2005) :

$$\text{Cours boursier}_{it} = f(\beta_0 + \beta_1 \text{Capitaux propres par action en normes françaises} + \beta_2 \text{Ajustements IFRS des capitaux propres par action nets de l'option d'exemption} + \beta_3 \text{Ajustements IFRS des capitaux propres par action reliés à l'option d'exemption} + \beta_4 \text{Résultat résiduel par action})_{it}$$

Les coefficients (β) sont analysés par régression statistique (au sens des moindres carrés ordinaires). Le Résultat résiduel de l'action i pour l'année t correspond au résultat net diminué du coût des capitaux propres, comme indiqué ci-après. La variable Capitaux propres en normes françaises est obtenu en soustrayant des capitaux propres en référentiel IFRS les ajustements IFRS des capitaux propres. Les ajustements IFRS des capitaux propres sont alors tour à tour scindés en deux composantes : Ajustements IFRS des capitaux propres avant l'option d'exemption et l'option d'exemption comme telle. Le modèle du cours de l'action est conforme aux travaux antérieurs de Ohlson (1995). Amir et Lev (1996) et Amir (1993).

Conformément aux recherches précédentes, nous attendons un signe positif pour les capitaux propres par action et le résultat résiduel par action. Le modèle doit permettre d'évaluer si les exemptions d'IFRS 1 sont valorisées par le marché différemment des retraitements IFRS obligatoires. Nous considérons que le résultat résiduel (résultat net moins le coût du capital) « capte » mieux le facteur de croissance de la firme que le résultat proprement dit. Comme l'ont fait plusieurs auteurs (Bernard, 1995 ; Ball, Kothari et Robin, 2000 ; Cormier et Magnan, 2007), nous appliquons un taux fixe du coût du capital unique à toutes les firmes en multipliant les capitaux propres par 9% (le taux directeur de la BCE de 3% pour l'année 2005 auquel nous ajoutons une prime de risque de 6%).

L'étude se concentre sur l'impact des choix d'exemptions sur la valeur des capitaux propres car les exemptions d'IFRS 1 affectent directement la situation nette, et l'ajustement de capitaux qui en résulte influence de nombreux ratios-clés comme le rendement de l'actif ou le ratio d'endettement. Le modèle doit permettre d'évaluer si les exemptions d'IFRS 1 sont valorisées par le marché différemment des retraitements IFRS obligatoires.

2.3. L'échantillon

La détermination de la taille de l'échantillon procède d'une volonté de représentativité. D'une part, il est nécessaire que les entreprises étudiées soient sous la contrainte légale d'appliquer les IAS/IFRS. D'autre part, l'échantillon doit être suffisamment important pour retracer une tendance générale. C'est pourquoi, le choix s'est porté sur les entreprises appartenant à l'indice SBF 120.

Échantillon de départ	120
Groupes non conformes aux IFRS (application des US GAAP, exercice décalé, etc.)	3
Groupes sortis de la cote ou ayant fusionné	6
Groupe pour lequel les données manquent au moment de l'étude	1
Groupes appliquant déjà intégralement le référentiel IFRS	3
Échantillon final	107

Tableau 1 : L'échantillon

Les choix d'options effectués ont été collectés manuellement à partir des rapports annuels des groupes du SBF 120. Les autres informations financières ont été collectées à partir de la base de données Worldscope.

Comme les données ont été collectées manuellement dans les rapports annuels, nous avons dû faire un choix entre le coût de collecte et la représentativité. Cependant, même si l'échantillon est relativement petit, il représente les deux tiers de la capitalisation sur le marché français, ce qui selon nous peut être considéré comme significatif.

3. Les principaux résultats obtenus

Nous décrirons, d'abord, les principales caractéristiques des sociétés de l'échantillon, puis nous analyserons l'évaluation des choix par le marché, enfin nous aborderons l'indépendance des choix.

3.1. Statistiques descriptives

Il apparaît que 81% des premiers adoptants ont opté pour l'exemption à IAS 21 permettant de mettre à zéro les écarts cumulés de conversion à la date de transition; 76% ont choisi de comptabiliser en capitaux propres l'intégralité des pertes et gains actuariels à la date de transition conformément à l'option à IAS 19 permise par IFRS 1; 48% des groupes français ont anticipé l'adoption des normes IAS 32 et 39 alors que seulement 22% ont opté pour une réévaluation partielle des actifs permise par IFRS 1. Les ajustements de capitaux propres résultant de la première adoption des normes IFRS sont en moyenne de 0,34 € par action.

A l'instar de Cazavan-Jeni et Jeanjean (2007), nous constatons que les options permises par IFRS 1 compensent les effets des retraitements obligatoires. Ainsi les capitaux IFRS avant les ajustements optionnels (affectant les capitaux propres) représentent 1,13 € par action en moyenne (4,1% des capitaux propres en référentiel français) alors que le total des ajustements liés aux options d'exemption est de -0,74 € par action (0,11 € pour IAS 32-39 plus 0,28 € pour IAS 16-40 moins 1,13 € pour IAS 19), soit -2,70% des capitaux propres en référentiel français. Nous devons garder à l'esprit que l'option de mettre à zéro les écarts de conversion n'a pas d'effet sur le total des capitaux propres.

L'étude de Marchal, Boukari et Cayssials (Banque de France, 2007), à partir des 395 plus grands groupes cotés sur le marché français, montre qu'en 2005 la suppression de l'amortissement de l'écart d'acquisition (ajustement obligatoire) a augmenté le total des capitaux propres de 11 milliards (soit 3% des capitaux propres en moyenne), alors que la reconnaissance de tous les écarts actuariels relatifs aux engagements de retraite (ajustement optionnel) a entraîné une baisse de 27 milliards des capitaux propres (soit 7% en moyenne).

Les ajustements de capitaux résultant des exemptions optionnelles d'IFRS 1 représentent en moyenne :

- 0,11 € par action pour IAS 32 et 39
- 0,28 € par action pour IAS 16 et 40
- -1,13 € par action pour IAS 19
- -1,02 € par action pour IAS 21

	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart Type
Cours boursier (fin d'exercice en €)	1,1	465,00	58,56	63,07
Résultat résiduel par action (en €)	-13,19	22,26	1,08	3,10
Capitaux par action en référentiel IFRS (en €)	0,90	181,77	27,26	27,17
Ajustement IFRS des capitaux propres par action (en €)	-296,21	133,84	0,34	43,40
Ajustement IFRS des capitaux propres net des options d'exemption (en €)	-242,85	118,51	1,13	42,22
Ajustement des capitaux propres relié aux options d'exemption (en €)	-12,04	16,72	-0,74	3,83
IAS 16-40	-2,79	8,32	0,28	1,29
IAS 19	-24,80	0,04	-1,13	3,11
IAS 21	-17,44	2,38	-1,02	2,81
IAS 32-39	-1,57	10,23	0,11	1,09
La décision d'option d'exemption IFRS 1 (en %)				
IAS 16-40	0	1	0,22	0,42
IAS 19	0	1	0,76	0,43
IAS 21	0	1	0,81	0,37
IAS 32-39	0	1	0,48	0,50
N: 107				

Tableau 2 : Statistiques descriptives année 2005

3.2. Valorisation par le marché boursier des ajustements IFRS

Le tableau 3 présente les résultats des régressions permettant de déterminer :

- Comment le marché évalue les ajustements IFRS des premiers adoptants par rapport au référentiel français.
- Si les exemptions sont évaluées différemment des ajustements obligatoires pour le bilan d'ouverture.

Les résultats montrent que l'ajustement des capitaux propres IFRS présente statistiquement un multiple plus élevé pour évaluer le cours boursier que les capitaux propres en référentiel français puisque le test F estime que l'égalité entre β_1 (Capitaux propres en normes françaises) et β_2 (Ajustements IFRS des capitaux propres nets de l'exemption) est statistiquement non significatif pour les cinq régressions.

A propos de l'évaluation des exemptions optionnelles d'IFRS 1, les résultats dénotent que le marché français a été en position de distinguer les normes comptables nationales, les retraitements IFRS obligatoires et les exemptions facultatives. Les ajustements IFRS dans leur ensemble sont valorisés par le marché boursier. Toutefois, les options d'exemption, qui ne

représentent que des choix comptables sans incidence directe sur les flux de trésorerie, ne sont pas valorisées.

Seule l'exemption d'IAS 19, concernant les écarts actuariels relatifs aux engagements de retraite, semble être valorisée par le marché. Le coefficient est positif et statistiquement significatif pour la variable Ajustement IFRS relié à cette option (2,274, $p < 0,01$). Les résultats sont similaires lorsque les quatre options d'exemption sont intégrées dans la même régression. On peut penser que la reconnaissance des gains et pertes actuariels est une information nouvelle pour les investisseurs et par conséquent elle leur semble particulièrement pertinente. Ce constat pourrait également signifier que le marché a des difficultés à interpréter l'impact de ce choix de transition. Ce résultat est cohérent avec les résultats de Barth, Beaver et Landsman (1992) montrant que seules quelques composantes de la charge de retraite sont valorisées par le marché boursier.

Nous constatons également que les coefficients de la variable Ajustement IFRS des capitaux propres net de l'exemption varient de façon importante d'une régression à l'autre. Cela est logique si on considère l'ampleur des options d'exemption. Par exemple, le coefficient pour la régression IAS 32-39 de 1,198 s'explique par le fait que la grande majorité des firmes ayant anticipé les normes IAS 32-39 ont montré un effet positif sur les capitaux propres. Ainsi, 90% des adoptants présentaient des plus values. En soustrayant l'impact de ce choix d'exemption de la variable Ajustement IFRS des capitaux propres, nous obtenons un montant plus petit pour cette variable. Il est donc normal que le coefficient soit plus élevé.⁴

⁴ À titre d'exemple, la société Wendel Investissement présente un ajustement IFRS des capitaux propres de 1,95 € par action au 31 décembre 2005 alors que l'anticipation des normes IAS 32-39, à elle-seule a créé un impact positif de 0,62 € par action.

		IAS 16-40	IAS 19	IAS 32-39	IAS 21	IAS 16-40, 19, 32-39, 21
Variable dépendante : Cours boursier trois mois après la fin de l'exercice fiscal						
Capitaux propres par action	+	***1,039	***1,024	***1,089	***0,995	***0,958
normes françaises						
Ajustement IFRS des capitaux propres net de l'option d'exemption	+	***1,099	***1,048	***1,198	***1,146	**1,211
Ajustement IFRS des capitaux propres relié à l'option d'exemption	+/-	-1,285	***2,274	-7,301	-1,977	-
Résultat résiduel par action	+	***7,084	***7,074	***7,426	***7,655	***7,748
Option IAS 16-40	+/-					2,533
Option IAS 19	+/-					***2,269
Option IAS 32-39	+/-					-9,421
Option IAS 21	+/-					-1,610
R-carré ajusté		15,8%	19,2%	16,8%	17,7%	21,1%
Statistique de Fisher		5,71 (0,00)	10,93 (0,00)	6,05 (0,00)	5,98 (0,00)	8,32 (0,00)
Test d'égalité des coefficients β_1 and β_2		0,11 (0,74)	0,10 (0,75)	0,35 (0,56)	0,17 (0,68)	0,91 (0,34)
N: 107						

*: $p < 0,10$; **: $p < 0,05$; ***: $p < 0,01$, Test unidirectionnel s'il y a une prédiction, bidirectionnel autrement.

Tableau 3 : Régression au sens des moindres carrés ordinaires de l'impact des ajustements IFRS dans la valorisation boursière

Fields, Lys et Vincent (2001) estiment que le défaut majeur de nombreuses études empiriques est l'échec de l'identification de la nature endogène de l'information communiquée, les choix comptables dans le cas présent. Afin de conforter nos résultats, nous avons estimé un modèle d'équations simultanées visant à tenir compte de l'endogénéité entre la décision l'option d'exemption aux IFRS et la valorisation boursière.⁵ Nos résultats (non présentés) laissent croire que même si les choix comptables sont généralement tributaires de contraintes contractuelles, l'endogénéité n'affecte pas les résultats en prenant en considération les facteurs explicatifs du choix de l'exemption.

3.3. Indépendance des options d'exemption

Dans cet article, nous traitons séparément différents choix comptables. Cependant, ces choix peuvent faire partie d'une stratégie comptable globale. Toutefois, l'analyse des corrélations

⁵ Les variables contractuelles guidant les choix d'exemption et visant à tenir compte de l'endogénéité sont les suivantes : présence ou non d'un régime de stocks options ; taille de la firme ; endettement ; nombre d'analystes financiers qui suivent la firme ; actionnariat concentré ; actionnariat institutionnel ; rendement de l'actif ; cotation à une bourse étrangère ; secteur d'activité.

présentée au tableau 4 indique que la décision d’opter pour une exemption est relativement indépendante des autres options retenues. Autrement dit le choix d’une option ne serait pas lié au choix d’une autre.

Seules les exemptions IAS 19 et IAS 21 (0,342) sont significativement corrélées. Une explication du lien entre IAS 19 et 21 réside dans le fait que toute les firmes (sauf une) qui on opté pour l’exemption à IAS 19 présentent des pertes actuarielles et 90% (78 sur 87) des firmes qui ont opté pour l’exemption à IAS 21 font apparaitre un écart cumulatif de conversion négatif.

	IAS 16-40	IAS 19	IAS 32-39	IAS 21
IAS 16-40	1			
IAS 19	0,096	1		
IAS 32-39	0,070	0,104	1	
IAS 21	-0,029	0,319	0,026	1

Tableau 4 : Matrice de corrélation – Décision d’option d’exemption

Conclusion : une bonne anticipation des impacts IFRS par le marché boursier français

Cette recherche s’intéresse à l’évaluation par le marché boursier des choix d’exemptions prévus dans la norme IFRS 1. Les résultats montrent que le marché boursier français a été en mesure d’évaluer l’impact de ces options sur les états financiers sauf pour les premiers adoptants qui ont opté pour la reconnaissance des écarts actuariels liés aux engagements de retraite à la date de transition. L’analyse du résultat relatif à IAS 19 indique que le choix fait par les dirigeants procure une information nouvelle aux intervenants sur le marché boursier ou encore que le marché a des difficultés à évaluer ce choix de transition. D’une façon plus générale, nos résultats montrent que le marché a fait une évaluation pertinente des choix comptables entourant la première adoption des normes IFRS. Même si les choix comptables subissent l’influence des contraintes contractuelles, il semble que le marché boursier a été en mesure d’estimer l’incidence de ces choix sur les états financiers. Ainsi, le marché français paraît avoir été capable de distinguer entre les normes françaises, les retraitements

obligatoires et les exemptions facultatives permises par le référentiel IFRS. Le seul choix optionnel qui semble être évalué par le marché concerne l'exemption à IAS 19.

Les résultats de cette recherche devraient intéresser les régulateurs boursiers et les normalisateurs nationaux car ils confirment, globalement, une perception correcte des impacts IFRS par le marché boursier. Ils montrent, aussi, que l'opinion selon laquelle les options proposées lors des choix comptables nuiraient, globalement, à la comparabilité des états financiers n'est pas forcément fondée. Ces résultats pourraient enfin contribuer à relativiser les hésitations et les critiques qui ont surgi à propos de l'adoption de ce nouveau référentiel comptable.

Deux limites principales doivent, toutefois, être mentionnées. La première limite tient au fait que nous avons traité les choix comptables de façon séparée alors qu'ils sont susceptibles de faire partie d'une stratégie globale dans laquelle les choix comptables sont dépendants les uns des autres. Il semble toutefois, au vu de nos résultats, que la décision d'opter pour une exemption soit relativement indépendante des autres options retenues lors de la première application. La seconde limite concerne le risque d'endogénéité. La valorisation boursière ainsi que les facteurs contractuels liés à la firme et à ses dirigeants affectent simultanément les choix d'exemptions IFRS. Cela pourrait biaiser nos résultats même si l'utilisation d'un système d'équations simultanées qui tient compte des déterminants politico-contractuels des choix comptables n'a pas fait ressortir ce problème pour ce qui est des résultats obtenus ici.

Au total, les résultats obtenus sont cohérents avec le rapport du CESR (Committee of European Securities Regulators) de novembre 2007 sur la mise en œuvre des IFRS au sein de l'Union européenne. Le rapport constate que si la mise en œuvre des IFRS dans les comptes consolidés de plus de 7 000 émetteurs européens a constitué un défi majeur pour les préparateurs, les auditeurs et les régulateurs, il n'y a pas eu de rupture d'information pour les marchés. « Il n'existe, par conséquent, aucune preuve d'une perte de confiance des marchés durant la période de transition » ; au contraire, « l'adoption des IFRS a conduit à une amélioration de la qualité du reporting financier principalement due à l'accroissement de la transparence des informations » (CESR, 2007, page 1).

Bibliographie

- Ali, A. et Hwang, L. (2000) Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data, *Journal of Accounting Research*, 38, pp. 1-23.
- AMF (2006), Les recommandations de l'AMF en matière d'information comptable dans la perspective de l'arrêté des comptes 2006, http://www.focusifrs.com/content/FichiersFocusIfrs/ACTUALITE/actu_CESR/2007/Jan_v_07/Recommandations_AMF.pdf
- Amir, E. (1993) The Market Valuation of Accounting Information: The Case of Post-retirement Benefits Other than Pensions, *The Accounting Review*, 68(4), pp. 703-725.
- Amir, E. et Lev, M. (1996) Value-Relevance of Non Financial Information: The Wireless Communication Industry, *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), pp. 3-30.
- Ashbaugh, H. et Pincus, M. (2001) Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and Predictability of Earnings, *Journal of Accounting Research*, 39(3), pp. 417-436.
- Azofra, V., Castrillo, L. et Delgado, M. (2000), *Detecting Earnings Management in a Spanish Context*, 23^e congrès annuel de European Accounting Association.
- Balsam, S., Haw, I. et Lilien, S.B. (1995) Mandated Accounting Changes and Managerial Discretion, *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), pp. 3-30.
- Ball, R., Kothari, S.P. et Robin, A. (2000) The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp. 1-52.
- Barth, M., Beaver, W.H. et Landsman, W. (1992) The Market Valuation Implications of Net Periodic Pension Cost Component, *Journal of Accounting and Economics*, mars, pp. 27-62.
- Bernard, V. (1995) The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists, *Contemporary Accounting Research*, 10(2), pp. 733-747.
- Bushman, R. et Smith, A. (2003) Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance, *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 65-87.
- Cazavan-Jeni, A. et Jeanjean, T. (2007) *Accounting Choices under IFRS 1: Analysis and Determinants*, Accounting in Europe, 3rd Annual Workshop, Septembre.
- CCIP (2004), *La convergence du droit comptable français vers les normes IFRS*, Décembre.
- CEE (2007), CESR's Review of the Implementation and Enforcement of IFRS in the EU, Ref 07-352.
- Cormier, D. et Magnan, M. (2007) The Revisited Contribution of Environmental Reporting to Investors' Valuation of a Firm's Earnings: An International Perspective, *Ecological Economics*, pp. 62(3-4).
- Cormier, D. et Martinez, I. (2006) Voluntary Disclosure of Management Earnings Forecasts in French IPO's: The Impact on the Quality and Relevance of Reported Earnings, *International Journal of Accounting*, 41(2), pp. 209-236.
- Cormier, D., Demaria, S. et Teller, R. (2007) *First-Time Adoption of IFRS, Managerial Incentives and Stock Market Assessment: Some French Evidence*, Cahier de recherche 2007-05, CIFO, ESG UQÀM, Montréal.
- CSOEC (2006), Deuxième étude de l'Observatoire des normes comptables internationales du CSOEC.
- Demaria, S. et Dufour, D. (2008, à paraître) Les choix d'options comptables lors de la transition aux normes IAS/IFRS : quel rôle pour la prudence ?, *Comptabilité Contrôle Audit*, Numéro spécial IFRS.

- D'Souza, J. (1998) Rate-Regulated Enterprises and Mandated Accounting Changes: The Case of Electric Utilities and Postretirement Benefits other than Pensions (SFAS No, 106), *The Accounting Review*, 73(3), pp. 387-410.
- D'Souza, J., Jacob, J. et Ramesh, K. (2000) The Use of Accounting Flexibility to Reduce Labour Renegotiation Costs and Manage Earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 30(2), pp. 187-208.
- Deloitte (2004) *A guide to IFRS 1: First time adoption*, Londres.
- Ernst & Young (2006), Première application des IFRS, CPC éditions, Paris.
- Fields, T.D., Lys, T.Z. et Vincent, L. (2001) Empirical Research on Accounting Choice, *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 255-307.
- Gujarathi, M.R. et Hoskin, R.E. (1992) Evidence of Earnings Management by the Early Adopters of SFAS 96, *Accounting Horizons*, 6(4), pp. 18-32.
- Lanoue, N. et Peltier-Rivest, D. (2006) Gestion stratégique d'une modification comptable, *Revue française de gestion*, 32 (161), pp. 49-66.
- Lapointe-Antunes, P., Cormier, D., Magnan, M. et Guay-Anger, S. (2006) On the Relationship between Voluntary Disclosure, Earnings Smoothing and the Value-Relevance of Earnings: The Case of Switzerland, *European Accounting Review*, 15(4), pp.465-505.
- Leuz, C. and Verrecchia, R. (2000) The Economic Consequences of Increased Disclosure, *Journal of Accounting Research*, 38 (supplement), pp. 91-124.
- Marchal, S., Boukari, M. et Cayssials, J.L. (2007) L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés, *Bulletin de la Banque de France*, July, 163, pp. 27-42.
- Mazars (2005) *IFRS 2005 European Survey*, Paris.
- Ohlson, J.A. (1995) Earnings, Book Value and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp. 661-688.
- Ramesh, K. et Revsine, L. (2000) The Effects of Regulatory and Contracting Costs on Banks' Choice of Accounting Method for other Postretirement Employee Benefits, *Journal of Accounting and Economics*, 30(2), pp. 159-186.
- Rossignol J L. (2008 à paraître) Le juge de l'impôt face aux normes comptables internationales, *Comptabilité Contrôle Audit*, Numéro Spécial.