



La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne

Badreddine Hamdi, Tarek Mejri

DANS **COMPTABILITÉ CONTRÔLE AUDIT 2017/3 Tome 23**, PAGES 29 À 62
ÉDITIONS **ASSOCIATION FRANCOPHONE DE COMPTABILITÉ**

ISSN 1262-2788

ISBN 9791093449111

DOI 10.3917/cca.233.0029

Date de mise en ligne : 21/12/2017

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-comptabilite-control-audit-2017-3-page-29?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Association Francophone de Comptabilité.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

La pertinence de l'information comptable en juste valeur dans le contexte de la crise financière : le cas de l'industrie bancaire européenne

The Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures During the Financial Crisis: The Case of European Banks

Badreddine HAMDİ, Tarek MEJRI

Résumé

L'objet de ce papier est de s'interroger sur le contenu informatif des données comptables en juste valeur, publiées dans les annexes aux comptes selon les prescriptions des normes IAS 32 et IFRS 7. À partir d'une étude menée auprès d'un échantillon de 102 banques

Abstract

This paper investigates the value-relevance of banks' fair value disclosures provided under IAS 32 and IFRS 7. Using a sample of 102 European commercial banks for the period 2005-2012, we find that the fair value estimates for financial instruments help explain variations in bank

commerciales européennes sur la période allant de 2005 à 2012, nous montrons que les données comptables en juste valeur ont un contenu informationnel additionnel par rapport aux valeurs historiques. Nos résultats nous conduisent également à montrer que les banques en bonne santé financière et domiciliées dans des pays à forte protection des investisseurs sont celles qui affichent les chiffres comptables en juste valeur les plus informatifs. En outre, cette étude semble valider l'hypothèse que la juste valeur est significativement moins pertinente pendant la période d'instabilité financière.

MOTS-CLÉS : JUSTE VALEUR – PERTINENCE – FIABILITÉ – CRISE FINANCIÈRE – INSTRUMENTS FINANCIERS

share prices and that fair values have incremental explanatory power over and above the historical costs of these instruments. We also find evidence that the fair value of financial instruments is priced higher by investors for banks with greater capital adequacy. Additionally, the pricing of fair value assets is higher when banks are located in countries with strong investor protection. Our results also provide evidence that the fair value of financial instruments was priced at a significant discount during the peak of the financial crisis.

KEYWORDS: FAIR VALUE – RELEVANCE – RELIABILITY – FINANCIAL CRISIS – FINANCIAL INSTRUMENTS

Correspondance : Badreddine Hamdi
 Maître de conférences
 Université de Bourgogne – CREGO
 4 boulevard Gabriel, 21072 Dijon
 badreddine.hamdi@u-bourgogne.fr

Tarek Mejri
 Docteur en Sciences de Gestion
 Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité – CEPN
 99 avenue Jean Baptiste Clément,
 93430 Villetaneuse
 tarek.mejri@univ-paris13.fr

Remerciements : Les auteurs remercient très sincèrement les deux réviseurs anonymes et le co-rédacteur en chef, Vedran Capkun, pour leurs remarques pertinentes.

Introduction

L'utilité informationnelle de la juste valeur fait débat depuis plusieurs années et la question de sa pertinence, pour les investisseurs, est toujours d'actualité. Dans sa norme IAS 32, le normalisateur international affirme que la juste valeur est capable d'offrir une information pertinente sur les instruments financiers parce qu'elle reflète à temps les événements et les conditions économiques inhérents à une entreprise et offre, par conséquent, une bonne base pour l'analyse et la prévision des flux futurs de trésorerie. Dans le même esprit, le normalisateur américain fait remarquer, dans le paragraphe 40 de sa norme SFAS 107, que la comptabilité à la juste valeur vise à aider les investisseurs à faire leurs propres prévisions et à confirmer ou corriger leurs estimations antérieures. L'attrait de cette méthode

comptable serait donc lié principalement à sa capacité à traduire dans les comptes des valeurs actuelles, plutôt que des coûts d'acquisition historiques et obsolètes. En ce sens, et d'un point de vue purement théorique, la juste valeur apparaît plus pertinente pour les investisseurs que le coût historique (Barth 2006).

Toutefois, la littérature académique semble s'accorder sur le fait que l'absence pour certains actifs financiers des marchés liquides et complets et le recours, pour l'estimation de la juste valeur, à des modèles internes, soumis à la totale discrétion des managers et aux erreurs d'estimation, crée des risques en termes de fiabilité et de cohérence des chiffres comptables (Nissim 2003). La juste valeur se voit également reprocher de privilégier une vision court-termiste de la firme et d'entraîner, par ses variations, une plus grande volatilité des résultats comptables et des fonds propres (Bernard *et al.* 1995 ; Nivine *et al.* 2006). Cette volatilité est de nature à perturber considérablement l'analyse de la performance et la perception du risque par les investisseurs (Foulquier et Touron 2008). Par ailleurs, la dernière crise financière a mis en controverse la comptabilité en juste valeur et a fait grimper considérablement le niveau et les enjeux des débats sur son utilité. À cet égard, les détracteurs de la comptabilité à la juste valeur font valoir que son utilisation dans la dernière crise financière a amplifié la pro-cyclicité du système financier [1]. Selon eux, l'application de cette méthode a conduit à une réduction de la valeur des actifs détenus par les établissements bancaires, laquelle s'est traduite par une diminution marquante de leurs ratios de solvabilité et les a obligés à se désendetter et à vendre davantage d'actifs à des prix faibles, ce qui a alimenté ainsi la spirale d'effondrement.

Au-delà de cette dualité avantages/inconvénients de la juste valeur, il ne fait aucun doute que l'enjeu affiché à travers l'application de la comptabilité à la juste valeur était de produire une représentation de l'entreprise orientée typiquement vers le point de vue des investisseurs qui sont soucieux de connaître la valeur financière actuelle de leur placement et qui souhaitent le plus souvent être très réactifs sur les marchés. Les investisseurs sur les marchés sont de ce fait la catégorie d'utilisateurs explicitement privilégiée par les normalisateurs comptables (FASB et IASB) dans leurs travaux relatifs au concept de la juste valeur. Mais, il importe, à ce niveau, de connaître la perception qu'en ont les investisseurs et de s'interroger sur l'adéquation de cette méthode comptable vis-à-vis des besoins de ces acteurs du marché. Autrement dit, les données comptables en juste valeur sont-elles vraiment utiles pour la prise de décision par les investisseurs ? De même, ces données ne sont-elles pas aussi pertinentes lorsqu'elles sont reportées dans l'annexe aux comptes plutôt que dans les comptes eux-mêmes ? Il faut noter que, bien que la juste valeur soit considérée par l'IASB et le FASB comme la principale méthode d'évaluation des instruments financiers, bon nombre de ces instruments, en particulier ceux des institutions financières (prêts, dépôts, investissements détenus jusqu'à l'échéance, etc.), sont toujours comptabilisés à leur coût historique amorti, mais des informations complémentaires sur leurs justes valeurs estimées sont publiées dans les annexes aux comptes. De ce fait, il est intéressant de s'interroger sur les réactions des investisseurs vis-à-vis de ces informations additionnelles, d'autant plus que certains travaux récents confirment que les analystes financiers et les investisseurs s'intéressent plus à l'existence de l'information et à son contenu plutôt qu'à son emplacement dans les états financiers (Bischof *et al.* 2014).

Afin d'apporter une réponse aux interrogations évoquées ci-dessus, l'objet de notre travail de recherche est donc de tester, dans un premier temps, la pertinence pour les investisseurs des

informations comptables en juste valeur, publiées dans les annexes aux comptes selon les prescriptions des normes IAS 32 et IFRS 7. Ensuite, nous essayerons d'étudier l'impact de la dernière crise financière sur la perception des données comptables en juste valeur par les investisseurs. Bien que notre recherche étudie le contenu informatif de la juste valeur de la plupart des instruments financiers des banques, un intérêt particulier est accordé à la juste valeur des prêts et créances. Ce choix est motivé par différentes raisons. Tout d'abord, ces instruments financiers constituent l'essentiel du bilan bancaire ; ils représentent environ 60 % de l'actif total (Khurana et Kim 2003 ; Georgescu et Laux 2015). De plus, l'une des critiques les plus fréquentes et récurrentes des normes comptables internationales concerne l'application de la juste valeur à l'activité d'intermédiation bancaire (Glavan 2010). En effet, la valorisation à la juste valeur des prêts et créances a été accueillie avec scepticisme et a été confrontée à de vives oppositions des établissements bancaires et des autorités de surveillance. Enfin, et contrairement à la croyance que les justes valeurs des prêts et créances sont susceptibles d'être « imprécises » et de présenter un faible contenu informatif, les résultats de notre travail de recherche révèlent que ces informations comptables sont les plus pertinentes pour les investisseurs.

Ce travail vient compléter l'étude de Barth *et al.* (1996) qui montre que les justes valeurs des instruments financiers, publiées par les banques américaines conformément à la norme SFAS 107 [2], ont un contenu informatif additionnel par rapport aux coûts historiques. Notre recherche enrichit ainsi le débat sur l'utilité informationnelle de la juste valeur en transposant ce type d'analyse à l'Europe. Ce changement de contexte économique permet ainsi d'éprouver la robustesse des effets identifiés dans les travaux antérieurs (Bossaerts et Hillion 1999). De plus, l'hétérogénéité et la diversité des pays européens semblent opportunes à une extension de l'analyse en permettant notamment d'étudier l'impact de l'environnement dans lequel évoluent les entreprises sur le contenu informationnel des données comptables en juste valeur. En effet, sur un échantillon de 102 banques commerciales européennes, nos résultats montrent que les informations en juste valeur sont plus pertinentes lorsqu'elles sont fournies par des banques domiciliées dans des pays à forte protection des investisseurs. Cette analyse fait écho à Daske *et al.* (2008) qui estiment que l'étude de l'impact conjoint de l'adoption des normes IFRS et de la protection des investisseurs sur la qualité de l'information financière constitue une voie de recherche importante et prometteuse. En outre, notre étude se distingue des travaux antérieurs par l'analyse des incidences de la crise financière sur le contenu informatif des données comptables établies selon les normes IFRS. Cette analyse permet de mieux comprendre comment les investisseurs perçoivent l'information en juste valeur lorsque les conditions du marché changent (Laux et Leuz 2009). Nous montrons ainsi qu'en période d'instabilité financière, ces acteurs des marchés financiers relancent des doutes sur l'utilité informationnelle de la juste valeur. En effet, si cette méthode comptable permet d'obtenir des informations pertinentes sur la valeur des actifs lorsque les conditions du marché sont normales, elle devient quasiment plus difficile à interpréter par les investisseurs dans une situation de marché incertain et peu liquide.

Après avoir proposé, dans une première section, un cadre d'analyse théorique et une revue de la littérature sur la pertinence de l'information financière et sur la juste valeur dans le secteur bancaire, nous présentons, dans la deuxième section, la méthodologie adoptée pour tester nos hypothèses. Dans la troisième section, nous exposons et discutons les différents résultats de notre analyse statistique.

1. Cadre théorique et développement des hypothèses

1.1. L'utilité informationnelle des données comptables : coût historique *versus* juste valeur

Dans son cadre conceptuel, le normalisateur international précise que le principal objectif des états financiers est de fournir des informations appropriées susceptibles d'aider les investisseurs et les autres utilisateurs dans leur prise de décision [3]. Quel que soit le référentiel comptable, celui-ci a, naturellement, pour objectif d'offrir au lecteur des comptes une information utile à l'évaluation. Dans cette perspective, les données comptables doivent permettre une évaluation rationnelle de l'entreprise ainsi qu'une meilleure allocation des ressources. Nombreux travaux de recherche ont tenté d'étudier l'utilité des chiffres comptables dans un objectif d'évaluation en vérifiant si la situation, ou la valeur de l'entreprise, telle qu'elle est décrite par la comptabilité, est bien adéquate avec la valorisation de l'entreprise par le marché. Il s'agit, en d'autres termes, d'évaluer la part prise par les données comptables dans le processus prévisionnel des investisseurs sur le marché. Ces travaux de recherche, qualifiés d'études d'association, visent à apprécier, en utilisant différents modèles d'évaluation d'entreprises, l'intensité de la corrélation entre le rendement boursier ou la valeur de marché de la firme et les chiffres comptables, notamment le résultat net et la valeur comptable (Feltham et Ohlson 1995).

Les deux travaux de recherche considérés comme points de départ de ce courant de littérature reviennent à Beaver (1968) et Ball et Brown (1968) qui mettent en évidence un effet des annonces de résultats sur la rentabilité boursière et la valeur de la firme. En cohérence avec ces études, de nombreux travaux ont tenté de tester l'intensité de la relation entre les rendements boursiers et les indicateurs comptables (Collins et Kothari 1989 ; Easton et Harris 1991 ; Dechow 1994 ; Lev et Zarowin 1999) [4]. Dans l'ensemble, les résultats de ces études révèlent un faible pouvoir explicatif des données fournies par la comptabilité. Lev et Zarowin (1999) expliquent ces résultats, d'une part, par l'importance croissante des éléments incorporels non pris en compte par la comptabilité au coût historique et, d'autre part, par la lenteur d'évolution du modèle comptable traditionnel dans un monde financier en mutation rapide. Dans le sillage de cette analyse, Beaver et Ryan (2000) soulignent que la faiblesse du contenu informatif des données comptables s'explique, fondamentalement, par le décalage entre le moment où le marché réagit à certains événements et le moment où la comptabilité en coût historique enregistre ces mêmes événements.

Dans la même lignée, plusieurs travaux empiriques se sont penchés sur le contenu informationnel de la juste valeur des instruments financiers (Eccher *et al.* 1996 ; Nelson 1996 ; Nissim 2003 ; etc.). Dans leur ensemble, ces recherches comptables ne montrent pas une supériorité significative du modèle de la juste valeur par rapport au modèle d'évaluation au coût historique ; leurs résultats sont, le plus souvent, mitigés et conduisent à des conclusions non tranchées (Landsman 2007). Selon Holthausen et Watts (2001), l'une des principales explications de ces résultats réside dans le manque de cohérence et de fiabilité de la juste valeur, notamment lorsque les instruments financiers ne sont pas cotés sur des marchés actifs.

Dès lors, se pose la question de savoir laquelle des deux méthodes est la plus utile pour les intervenants sur les marchés financiers. La juste valeur est présumée fournir une information plus pertinente

et reflétant mieux la situation financière de la firme, mais celle-ci pose des problèmes de fiabilité lorsqu'il n'existe pas de marchés ou lorsque ceux-ci ne sont pas liquides et profonds. Le coût historique, au contraire, permet d'obtenir des informations plus facilement vérifiables, mais ces informations sont usuellement conservatrices, rétrospectives et de plus en plus éloignées des valeurs réelles des entreprises (Laux et Leuz 2010). Conscients de cette problématique de compromis entre pertinence et fiabilité, plusieurs auteurs mettent en évidence la nécessité de maintenir une approche comptable mixte. À cet égard, Laux et Leuz (2009) estiment qu'il est plus approprié de combiner les deux approches – juste valeur et coût historique – étant donné que le principe de la juste valeur n'interdit pas les entreprises de publier dans leurs annexes des informations complémentaires sur la valeur fondamentale et le coût historique. Les auteurs suggèrent ainsi qu'il serait préférable de continuer à utiliser la juste valeur même lorsque les marchés ne sont pas liquides et d'ajouter des informations additionnelles sur le coût historique ou la valeur fondamentale des actifs lorsque ces derniers sont détenus jusqu'à leurs échéances.

1.2. La pertinence de la juste valeur des instruments financiers

Plusieurs travaux de recherche ont essayé d'étudier la pertinence informationnelle de la juste valeur des instruments financiers, publiée dans les annexes aux comptes. Ces études, qui se sont tout particulièrement focalisées sur les institutions financières et qui sont réalisées principalement dans le contexte des US GAAP, apportent quelques pistes de réflexion dans ce domaine, mais sans conclusion définitive [5]. Ainsi, Tan (2013) montre que les informations comptables en juste valeur divulguées en annexe sont souvent moins fiables et moins pertinentes que celles publiées dans le bilan ou le compte de résultat, étant donné que ces dernières nécessitent plus de précision et de transparence de la part des préparateurs des comptes et leur manipulation a des retombées considérables par rapport aux informations publiées en annexe. Ces résultats vont dans le même sens que ceux de Hirst *et al.* (2004). Ces auteurs ont essayé de déterminer si la manière de comptabilisation des gains et des pertes latents, dans les comptes de résultat ou seulement dans les annexes aux comptes, est susceptible d'influencer les anticipations des analystes financiers spécialisés dans le secteur bancaire. Les résultats de cette étude ont approuvé que les informations en juste valeur ne sont véritablement utilisées par les analystes financiers que lorsqu'elles sont enregistrées dans les comptes de résultat ; les justes valeurs figurant dans les annexes sont rarement utilisées. En se situant dans une perspective proche, Nelson (1996) montre que les informations complémentaires sur les justes valeurs des instruments financiers (prêts, dépôts, dettes à long terme et éléments du hors-bilan) publiées en annexe ne sont pas pertinentes pour les investisseurs. L'étude de Khurana et Kim (2003), réalisée sur un échantillon de 302 banques américaines sur la période 1995-1998, suggère qu'une adoption généralisée de la juste valeur n'améliorerait pas le contenu informatif des chiffres comptables. Cette étude montre que les justes valeurs semblent avoir plus de contenu informatif uniquement lorsque les instruments concernés sont négociés sur des marchés liquides et complets et lorsque les banques sont de grande taille et sont suivies par un grand nombre d'analystes financiers.

En revanche, Hitz (2007) ainsi que Bischof *et al.* (2014) font remarquer que les investisseurs s'intéressent plus à l'existence de l'information et à son contenu plutôt qu'à son emplacement et sa forme dans les états financiers. Ce constat est cohérent avec les résultats d'une enquête d'opinion conduite par le cabinet PricewaterhouseCoopers en 2010 auprès d'un échantillon de 62 investisseurs et analystes financiers. Cette étude montre que les investisseurs s'appuient sur des données comptables

en juste valeur, publiées dans les annexes aux comptes, pour concevoir et mettre à jour les modèles d'évaluation des entreprises qu'ils suivent et pour faciliter la prise de leur décision d'investissement ultime. En outre, 80 % des répondants ont révélé qu'ils traitent de la même manière les informations en juste valeur publiées dans les états financiers principaux ou dans les annexes aux comptes. Ces résultats sont en concordance avec ceux obtenus par Venkatachalam (1996) et de Wang *et al.* (2005). Ces auteurs ont observé une association significative entre la valeur boursière des fonds propres des banques et les informations divulguées en annexes sur les justes valeurs des instruments dérivés. Dans ce même cadre d'analyse, Barth *et al.* (1996) ont étudié la pertinence additionnelle des informations en juste valeur, liées à l'application de la norme SFAS 107, par apport à celles en coût historique. Les résultats de cette étude, réalisée sur un échantillon de 136 banques américaines, montrent que la juste valeur des titres, des dettes à long terme et des prêts contribue beaucoup plus directement que le coût historique à expliquer les cours des actions bancaires. Ces résultats pourraient, au sens de Barth *et al.* (1996), confirmer l'hypothèse selon laquelle les données comptables en juste valeur présentées dans les annexes aux comptes sont reflétées dans la valeur des actions, même si elles ne sont pas reconnues dans les états financiers principaux et n'ont pas de conséquence directe sur les résultats des banques.

Dans le contexte des normes IFRS, l'évaluation des instruments financiers est effectuée selon leur classement au bilan. Outre les instruments dérivés, la norme IAS 39 distingue quatre catégories de titres: les prêts et créances émis par les institutions financières, les placements détenus jusqu'à leur échéance, les actifs disponibles à la vente et les actifs et passifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de résultat. Les deux premières catégories sont évaluées et comptabilisées au coût amorti et les deux dernières sont évaluées et comptabilisées à la juste valeur. À ces quatre catégories, s'ajoutent les autres passifs financiers qui sont évalués au coût amorti. Il faut noter que, bien que la norme IAS 39 implique deux façons de comptabilisation et d'évaluation des instruments financiers à chaque date d'arrêté comptable (coût amorti ou juste valeur), les normes IAS 32 et IFRS 7 préconisent, en revanche, la publication dans les annexes aux comptes des informations complémentaires sur les justes valeurs de tous ces instruments, de manière à permettre la comparaison avec leurs valeurs comptables. Autrement dit, les instruments financiers détenus jusqu'à l'échéance, ainsi que les dépôts et les prêts, qui constituent l'essentiel du bilan bancaire, sont comptabilisés au bilan à leur coût historique amorti, mais les normes IAS 32 et IFRS 7 imposent la publication en annexe des informations additionnelles sur leurs justes valeurs estimées. La question qui se pose est donc de savoir quelle utilité décisionnelle ces informations additionnelles en juste valeur ont-elles pour les investisseurs. Plus précisément, ces informations en juste valeur, données dans l'annexe aux comptes plutôt que dans les comptes eux-mêmes, sont-elles vraiment pertinentes pour la prise de décision ?

Pour répondre à ces interrogations, nous abordons donc la question du contenu informatif additionnel de la juste valeur par rapport au coût historique dans le cadre des normes comptables internationales. Ceci nous mène à poser l'hypothèse suivante :

***H1** – Les justes valeurs des instruments financiers publiées dans les annexes aux comptes des banques, en application des normes IAS 32 et IFRS 7, ont un contenu informationnel supplémentaire par rapport aux coûts historiques de ces instruments.*

Par ailleurs, les travaux empiriques antérieurs ont montré que la pertinence des chiffres comptables est tributaire de plusieurs facteurs. Ainsi, dans le secteur bancaire, les institutions financières sont

soumises à des réglementations à caractère préventif qui leur imposent des contraintes en termes de solvabilité. En vertu de ces réglementations, les banques doivent obligatoirement disposer d'un montant minimal de fonds propres, jugé suffisant pour faire face à leurs engagements envers leurs clients. Ce critère de solvabilité est mesuré par un ratio, appelé ratio Cooke puis ratio McDonough sur la période de notre étude. Ce ratio rapporte les fonds propres de la banque à l'ensemble des actifs et des engagements de hors-bilan, pondérés en fonction du degré de risque qu'ils présentent. Ce sont donc les données comptables qui servent de support à la réglementation prudentielle (Papiernik *et al.* 2000). Par conséquent, le choix des règles comptables utilisées par les banques pourrait nécessairement avoir un impact sur leur capacité à respecter les normes prudentielles qui leur sont imposées.

Dans cette perspective, Ball *et al.* (2012) rapportent que la comptabilisation en juste valeur pourrait donner aux établissements de crédit la possibilité de dissimuler leur solvabilité et leurs situations financières réelles. Ce faisant, la majorité des actifs bancaires ne sont pas négociés sur des marchés actifs et liquides, et leur évaluation se fait, par voie de conséquence, à l'aide de modèles internes dont les hypothèses et les paramètres sont choisis par les banques elles-mêmes (Landsman 2007 ; Khurana et Kim 2003). Parmi les techniques de valorisation, dites de modélisation, l'actualisation des flux de trésorerie attendus constitue assurément la technique principale et la plus communément pratiquée et reconnue, surtout pour les portefeuilles de crédit (Beaver et Venkatachalam 2003 ; Nissim 2000). La juste valeur pourrait être également déterminée à l'aide des modèles mathématiques créant les conditions d'un marché organisé, tels que le modèle de Black et Scholes et le modèle binomial utilisés, par exemple, pour valoriser des instruments dérivés incorporés (Barth *et al.* 1998). Ces modèles sont fréquemment le résultat de travaux nécessitant une très grande expertise et leur mise en œuvre fait appel à des finesse d'analyse dont la compréhension n'est généralement pas accessible à tout le monde. Khurana et Kim (2003) soulignent, à ce titre, que la valorisation de la juste valeur occulte une palette de méthodologies et de modèles variés lui procurant un caractère aléatoire.

Dans ces circonstances, les banques pourraient être incitées, afin de respecter les exigences en termes de solvabilité, à privilégier les options comptables qui leur permettent de faire apparaître les ratios de solvabilité les plus élevés. En cohérence avec cette analyse, l'étude de Nissim (2003), réalisée sur un échantillon de 157 établissements bancaires américains sur la période 1994-1995, a montré que les banques, notamment celles souffrant de situations financières défavorables, surévaluent la juste valeur des prêts afin d'améliorer l'appréciation par le marché de leurs risques et de leurs performances futures. Une telle pratique pourrait, en revanche, créer des risques en termes de fiabilité et pourrait affecter, par conséquent, la pertinence des chiffres comptables. Ce constat a été corroboré par Fiechter et Novotny-Farkas (2011), Dimos (2011), ainsi que par Goh *et al.* (2015) qui ont prouvé que les justes valeurs des prêts des banques disposant de faibles ratios d'adéquation des fonds propres sont les moins appréciées par les investisseurs et, partant, les moins pertinentes pour l'évaluation des banques. Ces idées pourraient donc nous conduire à supposer que la pertinence des justes valeurs des instruments financiers publiées dans les annexes aux comptes dépend de la santé financière des banques. D'où l'hypothèse suivante :

***H1a** – Les justes valeurs des instruments financiers publiées dans les annexes aux comptes, en application des normes IAS 32 et IFRS 7, sont moins pertinentes pour les banques en moins bonne santé financière.*

Malgré le constat d'une financiarisation accrue des échanges, il peut être observé que la grande majorité des instruments financiers, tels que les produits dérivés de gré à gré ainsi que les prêts et les

dépôts à vue, qui constituent l'essentiel du bilan bancaire, ne sont pas négociés et n'ont pas de marchés organisés ou assimilés. Sur ce point, Georgescu et Laux (2015) montrent, sur un échantillon de banques européennes, que les prêts et créances ainsi que les actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance représentent, en moyenne, jusqu'à 75 % de l'actif total de ces banques. Or, comme il a été souligné ci-dessus, la plupart de ces instruments caractéristiques de l'activité d'intermédiation n'ont pas de véritables marchés. Par conséquent, leur juste valeur est déterminée à l'aide des modèles internes qui sont soumis à la totale discrétion des managers et/ou aux erreurs d'estimation. Par exemple, dans le cas du modèle d'actualisation des flux de trésorerie futurs, les dirigeants peuvent influencer les valeurs actuelles par le choix arbitraire de taux d'actualisation et de taux de croissance future de manière difficilement décelable par les utilisateurs des états financiers. Dans ce cadre d'analyse, Landsman (2007) stipule que ces évaluations, qui reflètent la vision du management sur ce que sera le futur et sur le choix des paramètres et des hypothèses du modèle, ouvrent la voie aux manipulations comptables et affecte, par conséquent, la qualité des données comptables en termes de fiabilité et de pertinence. Dans cet optique, Song *et al.* (2010) ainsi que Cheng (2012) ont montré que les informations comptables en juste valeur deviennent moins pertinentes dès lors qu'elles ne résultent pas d'une référence objective, c'est-à-dire à partir des prix cotés sur des marchés actifs ou des prix déterminés à partir des données observables de marché.

D'un autre côté, plusieurs travaux de recherche viennent appuyer l'idée que la fiabilité et la qualité des données comptables dépendent du niveau de protection des investisseurs. En particulier, dans les pays de droit commun où l'environnement légal garantit une meilleure protection des investisseurs, les pratiques de gestion des chiffres comptables sont moins fréquentes. Leuz *et al.* (2003) ont été les premiers à confirmer cette hypothèse. Ils montrent, à travers une étude portant sur les firmes de 31 pays sur la période 1990-1999, que la gestion des résultats est moins importante dans des pays tels que les États-Unis et la Grande Bretagne où la protection légale des actionnaires est supérieure et les marchés financiers sont plus développés. Dans le même esprit, Burgstahler *et al.* (2006) ont étudié l'impact de certains facteurs institutionnels, tels que la structure de propriété, la politique fiscale, la protection des investisseurs, ainsi que le degré de développement des marchés financiers, sur la gestion des données comptables. Ces auteurs montrent que dans un environnement juridique bien développé, les standards comptables sont bien établis et permettent souvent la production d'informations financières de qualité. De même, Ding *et al.* (2007) affirment que le contexte juridique dans lequel évolue l'entreprise, le développement du marché financier, le degré de développement économique du pays, ainsi que la concentration de la propriété influencent les standards comptables établis et impactent, par conséquent, la pertinence de l'information comptable divulguée.

Par ailleurs, Leuz *et al.* (2003) notent que la qualité de l'information financière, le développement des marchés financiers ainsi que la dispersion de la structure de propriété sont des facteurs très significativement liés et qui caractérisent un système légal protégeant l'investissement financier. Ces auteurs arrivent aussi au constat que la protection légale des investisseurs est le principal facteur institutionnel pouvant influencer la politique financière de l'entreprise, tels que son choix de financement, sa structure de propriété et sa politique de dividendes. Dans ce même ordre d'idées, plusieurs études empiriques, notamment celles de LaPorta *et al.* (1997, 1998) ainsi que celle de Djankov *et al.* (2008), suggèrent qu'un système légal qui favorise la protection des investisseurs est un système qui se caractérise par un marché de capitaux développé, une faible concentration de propriété, un haut niveau de divulgation d'informations et un haut niveau de mise en application des lois.

Sur la base de ces constats empiriques qui mettent en évidence une forte corrélation entre les facteurs institutionnels et qui révèlent la primauté et l'importance de la protection des investisseurs dans la détermination de la qualité de l'information financière, nous posons l'hypothèse présentée ci-dessous :

***H1b** – Les justes valeurs des instruments financiers publiées dans les annexes aux comptes, en application des normes IAS 32 et IFRS 7, sont moins pertinentes pour les banques domiciliées dans des pays où la protection des investisseurs est faible.*

1.3. Le contenu informationnel de la juste valeur en période de crise financière

Lorsque les marchés sur lesquels les instruments financiers sont cotés voient leur niveau de liquidité s'assécher, comme ce fut le cas au cours du second semestre de l'année 2008, la juste valeur de ces instruments ne peut pas être déterminée sur la base des cours directement observables sur le marché vu les discontinuités de cotation, voire même l'absence totale de prix de référence. Dans ces circonstances, les banques seraient incitées à évaluer ces instruments, pour lesquels la juste valeur est normalement considérée comme de niveau 1 [6], à l'aide de modèles mathématiques dont les hypothèses et les paramètres sont définis par le management sur la base des flux de trésorerie futurs, en tenant compte des risques encourus [7]. Sur ce sujet, Philippe Danjou, membre de l'IASB, fait valoir que lorsque le marché ne donne plus une indication précise de la juste valeur, il convient alors de corriger la valeur de marché et d'utiliser des modèles d'évaluation [8]. Laux (2012) affirme, à ce titre, que plusieurs banques américaines ont utilisé cette option pendant la dernière crise financière et ont transféré un vaste ensemble de titres du niveau 1 au niveau 3. À titre d'exemple, les banques Bear Stearns, Lehman ainsi que Merrill Lynch ont transféré la majorité des instruments financiers considérés de niveau 1 vers les niveaux 2 et 3 pour éviter de les comptabiliser en mark-to-market (Laux et Leuz 2010). Plus encore, les produits financiers de la banque Citigroup ont fait l'objet, entre le troisième trimestre de l'année 2007 et le premier trimestre de 2008, d'un transfert vers le niveau 3 pour un montant de 53 billions de dollars. Selon Laux (2012), cette banque a eu recours à des modèles mathématiques basés sur l'évaluation de flux de trésorerie futurs « *intrinsic cash-flow methodology* » pour évaluer des instruments financiers, tels que les titres adossés à des créances hypothécaires (*collateralised mortgage and debt obligations, asset-backed securities*, etc.). Le même phénomène a été observé également en Europe. En effet, une étude réalisée en décembre 2008 par le cabinet d'audit Mazars a révélé une plus grande utilisation par les banques européennes des modèles de valorisation et des paramètres non observables. Par exemple, pour la banque BNP Paribas, le pourcentage des actifs financiers de niveau 3 (par rapport à l'actif total) passe de 0,2 % en 2007 à 1,3 % en 2008. Le constat est particulièrement net pour la banque Dexia où ce pourcentage passe de 0,2 % à 20 %.

Or, comme il a été évoqué précédemment, le recours massif à ces modèles d'évaluation, déjà discutable en temps normal, se retrouve totalement remis en question dans le contexte de la crise. En effet, en période d'instabilité financière, l'accès à l'information devient difficile et les dirigeants des établissements bancaires auront plus de possibilité de se livrer à des pratiques douteuses et opportunistes. Cela pourrait donc créer une asymétrie d'information entre les banques et les investisseurs, causant ainsi l'appréhension et la méfiance de ces derniers. Cette situation, qui se traduit rapidement par la

perte de confiance des investisseurs, pourrait les pousser à freiner leur utilisation des données comptables en juste valeur. Ce constat est confirmé par Barth et Landsman (2010) qui affirment que la communication de l'information financière selon la comptabilité à la juste valeur peut être utile pour les investisseurs lorsque les marchés fonctionnent de façon normale, mais elle devient moins transparente et moins pertinente dans une situation de crise, c'est-à-dire dès lors que ces marchés ne sont plus profonds et liquides. De même, Fiechter et Novotny-Farkas (2011) mettent en évidence le faible contenu informatif des données comptables en juste valeur communiquées dans les états financiers des banques les plus touchées par la crise des subprimes. Utilisant une logique similaire, Goh *et al.* (2015) montrent sur un échantillon de banques américaines une dégradation de la qualité prédictive de l'information comptable en juste valeur et une baisse considérable de sa pertinence pendant la crise de 2008. Les auteurs expliquent ce résultat par le manque de fiabilité des données comptables pendant cette période. Toujours dans le contexte de la récente crise financière, Laux et Leuz (2009 ; 2010) admettent que, dans une situation de marché incertain et inefficace, la juste valeur ne reflète pas la valeur réelle des actifs et peut donner une image biaisée de la performance et de la situation financière de la firme. Néanmoins, le rôle de la juste valeur et l'incidence qu'elle a pu avoir dans la crise financière ne devraient pas être invoqués pour justifier le retour à la comptabilité en coût historique. Pour ces auteurs, l'évaluation à la juste valeur ne peut être, en aucun cas, considérée comme le principal responsable de la crise financière, d'autant plus qu'il n'existe pas de preuve empirique qu'une telle spirale d'effondrement aurait été évitée sous un régime de coût historique qui ne ferait que retarder les effets de la crise sur les états financiers et rendrait, par conséquent, la situation plus grave.

Un autre facteur associé à la comptabilité en juste valeur pendant la crise financière est celui contenu dans l'amendement à la norme IAS 39 relatif au reclassement des instruments financiers. En effet, afin de résoudre un certain nombre de problèmes posés par la crise, l'IASB a adopté le 13 octobre 2008, une révision de la norme IAS 39 en vue de permettre le transfert de certains instruments financiers évalués à la juste valeur à des portefeuilles dits « bancaires » valorisés au coût historique amorti. Plus précisément, cet amendement permet aux banques de reclasser, sous certaines conditions, des actifs détenus à des fins de transaction et des actifs disponibles à la vente (AFS) en actifs détenus jusqu'à l'échéance ou en prêts et créances. Dans cette optique, le cabinet d'audit Mazars a révélé un recours massif des grandes banques européennes à cette possibilité offerte par l'IAS 39, notamment au cours du quatrième trimestre de l'année 2008. En effet, pour onze établissements bancaires européens, près de 110 milliards d'euros ont été sortis de la catégorie *trading* et de 190 milliards d'euros de la catégorie AFS et ont été reclassés en prêts et créances et en actifs détenus jusqu'à l'échéance. Selon Bischof *et al.* (2010), les institutions financières, notamment celles disposant de faibles ratios d'adéquation des fonds propres, peuvent avoir été incitées à recourir de façon croissante à l'option de reclassement des titres afin de ne pas prendre en compte les pertes latentes liées aux variations de la juste valeur des instruments financiers. Dans la même lignée, Kholmy et Erntberger (2010) ainsi que Fiechter (2011) précisent que la majorité des reclassements dans les catégories prêts et créances et actifs détenus jusqu'à l'échéance sont opérés dans un intérêt purement comptable. Selon ces auteurs, ces possibilités de reclassement ont permis aux banques d'adopter des pratiques opportunistes en déplaçant les actifs d'une catégorie à l'autre, suivant leurs anticipations de pertes ou de profits. En cohérence avec cette analyse, Bosch (2012) affirme que ces occasions offertes aux banques de faire des choix stratégiques en matière d'évaluation des titres pourraient poser, en période de crise, des problèmes de fiabilité,

auxquels les marchés seraient très sensibles, et pourraient envoyer un signal négatif aux investisseurs sur l'utilité informationnelle des données comptables publiées par ces banques.

Au-delà de la question de la fiabilité de la juste valeur se pose également la question de la volatilité accrue des actifs et des passifs engendrée par cette méthode comptable. Le problème réside dans le fait que les comptes des établissements bancaires sont liés aux marchés financiers. Donc, toute variation des prix des actifs apparaît immédiatement dans les bilans des banques. Ainsi, lorsque le marché s'inscrit en hausse, la juste valeur amplifie en comptabilité la création de valeur et alimente un sentiment de pérennité des gains. En revanche, lorsque le marché baisse, les banques doivent comptabiliser toute baisse de valeur de leurs actifs comme des pertes effectives, quelles que soient les décisions prises par les dirigeants ou la performance réelle de l'activité ordinaire. On peut donc avancer que la comptabilisation à la juste valeur des instruments financiers aboutit à déconnecter les résultats et la valeur de l'entreprise de son activité propre, ce qui rendrait plus difficile le contrôle des comptes par les utilisateurs et l'interprétation des données par le marché. Sur la base de ces constats, Plantin *et al.* (2008a) affirment que la comptabilité en juste valeur pourrait fausser les perceptions des investisseurs et les conduire à prendre des décisions brutales sur la base d'informations latentes. Le cas de la banque Crédit Suisse illustre ce raisonnement. Le 12 février 2008, la banque a déclaré un résultat de 8,5 milliards de francs suisses provenant de ses activités. Le 20 mars 2008, cette institution financière a déclaré une diminution de son bénéfice d'exploitation de 1,18 milliard, soit une baisse de 14% par rapport aux chiffres annoncés initialement (Magnan 2009). Il apparaît donc que, pendant cette période de crise, la comptabilisation à la juste valeur des instruments financiers n'a fait que refléter la volatilité extrême des marchés financiers dans les comptes de la banque.

L'analyse qui précède laisse donc à penser que l'absence de marchés liquides et actifs et la volatilité accrue et non fondée engendrée par la juste valeur en période d'instabilité financière pourraient minimiser sa pertinence réelle pour la prise de décision par les investisseurs. Cela nous amène à formuler l'hypothèse suivante :

H2 – La juste valeur des instruments financiers est significativement moins pertinente pendant la période d'instabilité financière.

2. Méthodologie de la recherche

2.1. Données et échantillon

Notre étude empirique couvre la période qui s'étend de 2005 à 2012, soit 8 années après la mise en œuvre des normes IFRS. Nous avons choisi de travailler sur un échantillon de banques européennes. Le choix de l'industrie bancaire est motivé d'abord par la nature des actifs et passifs des banques qui sont essentiellement des instruments financiers. Ce faisant, le poids des instruments financiers au sein des bilans des banques est très élevé en comparaison avec ce qu'il représente pour les groupes non financiers. Ensuite, les actifs et les dettes bancaires soumis à la juste valeur représentent une part importante de la valeur comptable totale des actifs. Les données proviennent de trois sources : les bases de données Bankscope et Datastream, ainsi que les rapports annuels des banques. En effet,

certaines informations, tels que les dépôts à vue, les actifs et passifs sensibles aux taux, ainsi que les justes valeurs de certains instruments financiers, ont été collectées manuellement à partir des rapports annuels de chaque établissement bancaire.

Pour construire notre échantillon, nous avons utilisé les critères de nettoyage suivants. Dans une première étape, nous avons identifié, à partir des informations renseignées dans Bankscope, l'ensemble des groupes bancaires cotés en Europe et préparant leurs comptes en application des normes IFRS, sur la période 2005-2012. Nous avons ensuite procédé à l'élimination des banques qui ne rentrent pas dans la catégorie des banques commerciales, des banques coopératives, des caisses d'épargne, des holdings bancaires et des autres institutions de crédit. Nous obtenons, ainsi, un premier échantillon brut de 185 banques. Nous avons sélectionné ensuite uniquement les banques pour lesquelles les rapports annuels et les différentes informations nécessaires sont disponibles. Après application de ce critère de sélection, l'ensemble de notre échantillon s'est trouvé réduit à 111 banques. Nous avons ôté les données aberrantes. Il s'agit, entre autres, d'observations pour lesquelles le montant des prêts est négatif. Nous avons procédé ensuite à l'élimination des banques dont la date de clôture des comptes n'intervient pas le 31 décembre.

Au final, la prise en compte simultanée de ces différentes contraintes permet d'obtenir un échantillon constitué de 102 banques européennes, soit 808 observations sur la totalité de la période d'étude [9]. Les banques incluses dans l'échantillon sont localisées dans 14 pays de l'Union Européenne et dans deux pays membres de l'association européenne de libre-échange (EFTA) : la Norvège et la Suisse. Le tableau 1 résume la constitution de l'échantillon étudié.

Tableau 1
Composition de l'échantillon par pays

Pays	Nb banques
Allemagne	9
Autriche	4
Belgique	2
Danemark	8
Espagne	7
France	5
Grande Bretagne	7
Grèce	6
Irlande	2
Italie	20
Norvège	8
Pays-Bas	3
Pologne	8
Portugal	3
Suède	4
Suisse	6
Total	102

2.2. Modèle et mesure des variables

Dans la littérature comptable, la méthodologie la plus fréquemment utilisée pour tester la pertinence pour les investisseurs de l'information en juste valeur consiste à déterminer de quelle façon cette information se reflète dans le cours des actions (Barth *et al.* 2001 ; Holthausen et Watts 2001). Autrement dit, elle consiste à rechercher l'impact de la comptabilité en juste valeur sur la valeur boursière 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 financier (ou la variation du ratio market-to-book), les chercheurs peuvent déduire la valeur informative (*la valeur relevance*) des informations sur la juste valeur. À l'inverse, l'absence de cette relation signifie que les informations sont soit déjà connues des investisseurs, soit qu'elles ne sont pas fiables.

L'un des modèles d'évaluation les plus largement utilisés pour mesurer la pertinence de la juste valeur est le *balance sheet model* qui consiste à régresser l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres sur l'écart entre les justes valeurs et les valeurs comptables de tous les actifs et les passifs dont on veut apprécier la pertinence (Nissim 2003). Dans notre travail de recherche, nous étudions la pertinence des justes valeurs des instruments financiers comptabilisés au coût historique amorti selon les prescriptions de la norme IAS 39, mais dont les normes IAS 32 et IFRS 7 préconisent la publication dans les annexes aux comptes des informations complémentaires sur leurs justes valeurs. Donc, pour chaque instrument financier, nous disposons de deux valeurs le coût amorti dans le bilan et la juste valeur dans l'annexe.

En s'inspirant de l'étude de Barth *et al.* (1996), nous utilisons le modèle ci-dessous pour tester nos hypothèses :

$$MBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 DJE_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 NON39A_{it} + \beta_6 NON39P_{it} + \beta_7 PNP_{it} + \beta_8 GAP_{it} + \beta_9 CORDEP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

La variable dépendante, MBV, mesure la différence entre la valeur de marché, observée quatre mois après la clôture de l'année fiscale *t*, et la valeur comptable des capitaux propres de la banque *i*, calculée à la fin de l'année fiscale *t*. Les quatre mois de décalage permettent de tenir compte de la période qui sépare généralement la date d'arrêté des comptes de celle de la publication des rapports annuels. Selon Fama et French (1992), un tel décalage entre variables comptables et variables de marché permet de s'assurer que les informations comptables soient disponibles aux investisseurs au moment de leurs prises de décisions d'achat ou de vente des titres de l'entreprise [10]. À l'instar de Barth *et al.* (1996), nous avons choisi de ne pas normaliser les variables du modèle par la valeur comptable des capitaux propres afin de ne pas biaiser les coefficients obtenus par un effet taille et pour réduire l'hétéroscédasticité [11]. En effet, Barth et Kallapur (1996) affirment que l'inclusion dans le modèle d'une variable qui contrôle l'effet taille, telle que la valeur comptable des capitaux propres, serait une meilleure solution pour remédier aux différences d'échelles entre les entreprises, que de normaliser par cette même variable.

Pour calculer les écarts entre les justes valeurs et les coûts historiques des instruments financiers, nous avons retenu deux catégories d'actifs financiers (les prêts et créances ainsi que les actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance) et deux catégories de passifs financiers (les dépôts et les autres dettes financières). Ces variables explicatives sont mesurées ainsi :

– PC : la différence entre la juste valeur, publiée en annexe selon les prescriptions des normes IAS 32 et IFRS 7, et la valeur comptable, constatée au bilan, des prêts et créances de la banque *i*, à la fin de

l'année fiscale t. Barth *et al.* (1996) soulignent que la juste valeur des prêts a un contenu informatif pertinent pour les investisseurs, parce que, d'une part, elle représente environ 60 % de l'actif total et, d'autre part, elle véhicule une information sur les risques encourus par les banques. Ce constat est conforté par Beaver et Venkatachalam (2003) qui font remarquer que la différence qui peut exister entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances s'explique en grande partie par la variation du taux d'intérêt et par l'évolution du risque de défaut. De ce fait, cet écart entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts constitue une plus ou moins-value latente qui peut fournir aux investisseurs une information sur l'ampleur de ces risques.

- DJE : la différence entre la juste valeur, publiée en annexe, et la valeur comptable, constatée au bilan, des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. Cette catégorie d'actifs comprend les placements caractérisés par des échéances et des flux financiers déterminés ou déterminables que la banque a l'intention et la capacité de conserver jusqu'à leurs échéances.
- DEP : la différence entre la juste valeur, publiée en annexe, et la valeur comptable, constatée au bilan, des dépôts de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. La juste valeur des dépôts a été utilisée par plusieurs chercheurs, dont Nelson (1996), Eccher *et al.* (1996) et Khurana et Kim (2003), pour expliquer la valeur boursière des banques.
- AD : la différence entre la juste valeur, publiée en annexe, et la valeur comptable, constatée au bilan, des autres dettes financières de la banque i, à la fin de l'année fiscale t.

Il faut souligner que, dans le modèle (1), les actifs et passifs financiers à la juste valeur par le biais du compte de résultat, les instruments dérivés, ainsi que les actifs financiers disponibles à la vente ne font pas partie des variables explicatives parce que, pour ces instruments, la valeur comptable est égale à la juste valeur et, par conséquent, la différence est égale à zéro. Nous rappelons que ces instruments financiers sont évalués et comptabilisés au bilan à leur juste valeur.

Outre les instruments financiers, les banques ont d'autres actifs et passifs, tels que les immobilisations corporelles et les actifs et passifs d'impôts courants et différés, qui sont évalués au coût historique. Ces actifs et passifs sont regroupés, à l'instar de Barth *et al.* (1996), dans les variables NON39A et NON39P.

NON39A est la valeur comptable des actifs non financiers de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. Il s'agit de l'actif total moins la valeur des actifs financiers évalués et comptabilisés selon les prescriptions de la norme IAS 39.

NON39P est la valeur comptable des dettes non financières de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. Il s'agit du passif total moins la valeur des passifs financiers évalués et comptabilisés selon les prescriptions de la norme IAS 39.

Dans un souci de robustesse, et afin de neutraliser l'influence éventuelle des variables « omises » sur la performance de nos résultats, nous avons choisi de contrôler les variables reconnues par la littérature comme pouvant exercer un impact sur la valeur boursière. De ce fait, pour que les régressions ne soient pas imprudemment surestimées, nous avons introduit dans notre modèle les variables qui mesurent respectivement le risque de défaut (PNP), le risque d'intérêts (GAP), ainsi que les *core deposits* (CORDEP) des banques comme variables de contrôle.

La variable PNP désigne le montant des prêts non performants (*non-performing loans*) de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. Conformément à Beaver *et al.* (1989) ainsi que Barth *et al.* (1996), nous

utilisons le montant des prêts non performants pour appréhender le risque de défaut. Les prêts non performants sont des prêts dont le principal et/ou les intérêts ne sont pas payés pour trois mois ou plus après la date d'échéance précisée dans le contrat. Plusieurs travaux de recherche montrent que le montant de ces prêts est un indicateur statistiquement significatif de l'insolvabilité. Dans cette optique, Beaver *et al.* (1989) mettent en évidence une corrélation significative et négative entre le montant des prêts non performants et la valeur boursière.

La variable GAP est la différence entre les actifs financiers et les dettes financières dont l'échéance est supérieure à un an de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . Pour la mesure du risque d'intérêt, nous avons retenu l'approche de la « *Maturity GAP* » telle qu'elle est définie par Toevs (1983). Cette technique consiste à calculer l'écart entre les montants des actifs sensibles aux taux (*Rate Sensitive Assets*, RSA) et des dettes sensibles aux taux (*Rate Sensitive Liabilities*, RSL).

$$\text{GAP} = \text{RSA} - \text{RSL}$$

Selon cette méthode, les variations des taux d'intérêt affectent la valeur de la banque suite au changement des revenus nets provenant des intérêts. Les actifs et les dettes sensibles aux taux sont les instruments financiers dont l'échéance est supérieure à un an (Barth *et al.* 1996). La corrélation entre la variation du taux d'intérêt et la valeur boursière ou le rendement boursier des titres des établissements de crédit a été mise en évidence par plusieurs travaux de recherche, notamment l'étude de Flannery et James (1984).

La variable *CORDEP* indique le montant des dépôts à vue, proxy des *core deposits*, de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . Les établissements bancaires ont des dépôts à vue consistants et à échéance indéterminée auxquels aucun taux d'intérêt, ou seulement un taux négligeable, n'est appliqué. Les banques établissent souvent un niveau minimum de ces éléments, appelé *core deposits*, qu'elles considèrent comme devant demeurer pendant plusieurs années. La constitution des *core deposits* est généralement considérée comme un investissement commercial à long terme. Elle nécessite des dépenses immatérielles en publicité, en réputation et en relations de clientèle. Au vu de ces considérations, les travaux empiriques prévoient généralement une relation positive entre ces éléments et la valeur boursière (Calomiris et Nissim 2014). Étant donné que les banques ne publient pas des informations sur ces éléments, nous avons donc choisi de les approximer par le montant des dépôts à vue.

Enfin, le terme d'erreur, ε_{it} , désigne la partie de l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable que le modèle n'explique pas et qui s'apparente souvent à l'écart d'acquisition et à certains instruments du hors-bilan.

2.3. Spécification du modèle

Vu la spécificité de notre échantillon qui est composé de banques appartenant à plusieurs pays européens, nous avons eu recours à l'économétrie des données de panel pour tester nos modèles. Cette méthode présente l'avantage, grâce à sa double dimension temporelle et individuelle, de rendre compte simultanément de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité (Sevestre 2002).

Préalablement aux régressions, nous avons effectué les tests d'homogénéité pour vérifier la présence d'effets individuels dans nos données. Cette hypothèse a été vérifiée par le test de Fisher. En effet, si la statistique de Fisher associée aux tests d'homogénéité est supérieure au Fisher tabulé, on rejette donc

cette hypothèse (Hsiao 1986). Ensuite, afin de spécifier le type d'effets individuels qui convient à notre base de données, nous avons utilisé le test d'Hausman (1978) pour choisir entre les modèles à effets fixes et les modèles à effets aléatoires.

3. Présentation et discussion des résultats

3.1. Statistiques descriptives

Les résultats descriptifs sont consignés au tableau 2 qui reprend les caractéristiques de toutes nos variables. Le premier résultat significatif est la moyenne (la médiane) de la variable MBV représentant la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres. Cette moyenne (médiane), égale à -2 207 millions (-223), est donc inférieure à 0, ce qui signifie que les banques de notre échantillon présentent en moyenne une valeur comptable supérieure à leur valeur boursière sur l'ensemble de la période d'étude. Le constat est particulièrement net pour la période 2008-2012 avec une moyenne égale à -9 509 millions d'euros. Cela pourrait s'expliquer par le retournement des marchés financiers après la crise des subprimes. Ce faisant, les marchés d'actions ont connu entre 2007 et 2008 une des plus fortes baisses d'indices boursiers de leur histoire. À l'inverse, sur la période 2005-2007, la moyenne de la variable MBV est positive et elle est de l'ordre de 9 268 millions d'euros.

Ces résultats confortent ceux de Nelson (1996), Barth *et al.* (1996) et Echer *et al.* (1996) sur le marché américain. Ces auteurs montrent que, sur leurs périodes d'étude, les valeurs boursières des banques américaines sont nettement supérieures à leurs valeurs comptables. Pour Barth *et al.* (1996), ce résultat n'est pas surprenant dans la mesure où les prêts et les dépôts, qui constituent l'essentiel du bilan de la banque, sont comptabilisés à leur coût historique amorti et non pas à la juste valeur. De même, les banques à fort contenu immatériel sont mieux valorisées par le marché, mais elles sont pénalisées par les règles comptables qui ne tiennent pas compte du capital immatériel et intellectuel dont dispose la banque, ainsi que de ses opportunités de croissance à venir, ce qui débouche sur une sous-évaluation de la valeur comptable par rapport à la valeur boursière.

L'analyse des statistiques descriptives des variables normalisées par l'actif total (non tabulées) montre que les prêts et créances représentent en moyenne jusqu'à 60 % de l'actif total. Nous pouvons constater également que toutes les variables ont un écart-type assez élevé, ce qui reflète les grandes disparités entre les établissements bancaires des pays européens. En effet, notre échantillon regroupe des grandes banques internationales, telles que les banques britanniques, françaises et allemandes, mais aussi des banques de taille modeste, telles que les banques autrichiennes et portugaises.

Le tableau 3 présente la matrice de corrélation. Les résultats qui y apparaissent montrent que, globalement, les variables explicatives sont indépendantes et assez faiblement corrélées entre elles. Toutefois, il est possible de déceler des traces de corrélation entre variables de même famille. C'est le cas par exemple des variables PNP et GAP qui mesurent respectivement les risques de défaut et d'intérêt. Il en est de même avec les variables NON39A (actifs non financiers) et NON39P (passifs non financiers).

Tableau 2
Statistiques descriptives (en millions d'euros)

Variables	Moyenne	Médiane	Min	Max	Écart-type
VM	17 654	7 354	29	139 333	19 869
VC	19 861	7 140	-2 315	88 643	22 515
MBV (toute la période)	-2 207	-223	-62 223	35 734	15 186
MBV (2005-2007)	9 268	2 886	-12 863	33 548	9 396
MBV (2008-2012)	-9 509	-2 570	-62 223	35 734	16 664
JPC	242 068	75 197	1 690	1 213 070	243 472
CPC	242 709	76 941	1 733	1 210 252	244 529
JDJE	5 202	1 631	0	31 426	7 341
CDJE	5 100	1 565	0	28 510	7 061
JDEP	165 394	46 838	523	852 116	188 042
CDEP	165 483	46 912	523	852 623	188 013
JAD	142 846	37 637	653	725 334	145 523
CAD	143 529	38 061	710	727 622	146 631
PC	-641	150	-51 359	25 299	11 819
DJE	101	0	-1 545	3 513	485
DEP	-89	-1,5	-23 387	5 964	2 114
AD	-684	-12	-21 420	6 345	3 114
NON39A	25 355	4 856	69	184 964	38 099
NON39P	33 981	1 886	29	350 864	69 324
PNP	4 872	1 495	0	33 666	5 754
GAP	108 424	22 183	-13 193	706 964	138 632
CORDEP	53 832	13 200	0	278 950	65 549

Ce tableau montre les statistiques descriptives des variables. VM est la valeur de marché de la banque observée quatre mois après la clôture de l'exercice. VC : la valeur comptable des capitaux propres. MBV : la différence entre la valeur de marché, observée quatre mois après la clôture de l'année fiscale t, et la valeur comptable des capitaux propres de la banque i, calculée à la fin de l'année fiscale t. JPC : la juste valeur des prêts et créances. CPC : la valeur comptable des prêts et créances. JDJE : juste valeur des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance. CDJE : valeur comptable des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance. JDEP: juste valeur des dépôts. CDEP : valeur comptable des dépôts. JAD : juste valeur des autres dettes. CAD : valeur comptable des autres dettes. PC : la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. DJE : la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. DEP : la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des dépôts de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. AD : la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des autres dettes de la banque i, à la fin de l'année fiscale t. NON39A : la valeur comptable

des actifs non financiers de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . NON39L : la valeur comptable des dettes non financières de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . NPL : le montant des prêts non performants de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . GAP : la différence entre les actifs financiers et les dettes financières dont l'échéance est supérieure à un an de la banque i , à la fin de l'année fiscale t . CORDEP : montant des dépôts à vue, proxy des *core deposits*, de la banque i , à la fin de l'année fiscale t .

Tableau 3
Matrice des corrélations

	MBV	PC	DJE	DEP	AD	NON39A	NON39P	PNP	GAP	CORDEP
MBV	1,000									
PC	0,231	1,000								
DJE	0,221	-0,260	1,000							
DEP	-0,028*	0,014*	-0,056*	1,000						
AD	0,143*	0,204	-0,039*	0,049*	1,000					
NON39A	0,406	-0,056*	0,477	-0,043*	0,083*	1,000				
NON39P	0,340	-0,220	0,408	-0,037*	0,011*	0,738	1,000			
PNP	-0,476	-0,235	-0,218	0,026*	-0,163	-0,502	-0,455	1,000		
GAP	-0,450	-0,126*	-0,288	0,044*	-0,150*	-0,446	-0,528	0,699	1,000	
CORDEP	-0,378	-0,118*	-0,177*	0,074*	-0,147*	-0,485	-0,442	0,473	0,376	1,000

Ce tableau rapporte la matrice des corrélations. Toutes les variables sont définies comme dans le tableau 2.

*désigne des *p-values* > 0,05

3.2. Résultats du modèle

3.2.1. ANALYSE GLOBALE

Les résultats de l'estimation du modèle (1) en données de panel sur l'ensemble de l'échantillon, sans prise en compte de l'impact de la crise financière et de l'influence des autres facteurs (santé financière des banques et degré de protection des investisseurs), apparaissent dans le tableau 4 ci-dessous. Les résultats des tests de Fisher nous amènent à rejeter l'hypothèse nulle, celle d'absence d'effets spécifiques individuels. En outre, les résultats du test d'Hausman révèlent une statistique de Khi-Deux de 64,27 (p -value < 1%), ce qui conduit à réfuter l'hypothèse d'absence de corrélation entre les effets individuels et les variables explicatives du modèle. Les estimateurs du modèle à effets aléatoires sont donc biaisés et nous avons, par conséquent, retenu le modèle à effets fixes. Dans ce modèle, l'hétérogénéité individuelle est spécifiée sous la forme d'une constante (α_i) spécifique à chaque individu. L'estimateur des coefficients β des variables explicatives est donc l'estimateur Within.

Dans l'ensemble, les variables retenues expliquent une part importante de l'écart entre valeur book et valeur comptable (R^2 ajusté = 47,73%) et le modèle est globalement significatif ($F = 12,58$). À l'exception des variables DEP et AD, représentant respectivement les différences entre les justes valeurs et les valeurs comptables des dépôts et des autres dettes financières, toutes les autres variables explicatives d'intérêt sont significatives. En effet, les résultats du modèle montrent l'existence d'une relation positive et significative au seuil de 10 % entre la variable DJE et la variable dépendante. Ainsi, l'information financière véhiculée par la juste valeur des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance paraît fiable et a donc une valeur prédictive auprès des investisseurs. Nous observons également que la variable PC, représentant la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances, est significative (le coefficient est positif et significatif au seuil de 1 %). En somme, nos résultats nous permettent de conclure que les informations sur les justes valeurs des passifs financiers ne sont pas utilisées par les investisseurs et que seules les justes valeurs des actifs financiers ont un contenu informatif additionnel par rapport aux coûts historiques. Ce constat concorde avec les résultats de Koonce *et al.* (2011) qui ont montré, à l'issue d'une étude expérimentale menée auprès d'un échantillon de 79 investisseurs américains, que pour ces derniers (environ 72 % des répondants), le recours à la juste valeur est plus pertinent pour les actifs que pour les passifs, quel que soit le sens de variation de la juste valeur (un gain ou une perte).

Tableau 4
Contenu informatif des données comptables en juste valeur

Variables explicatives	Signe prévu	Coefficient	t-stat	p-value
PC	+	0,5501***	3,14	0,002
DJE	+	4,6738*	1,79	0,075
DEP	-	-0,7941	-1,64	0,103
AD	-	-0,0462	-0,37	0,711
NON39A	+	0,2679*	1,79	0,075
NON39P	-	-0,3037***	-3,53	0,001
PNP	-	-0,0428**	-2,33	0,021
GAP	?	-0,0362	-0,91	0,366
CORDEP	+	-0,1835***	-3,88	0,000
F-test	12,58			
Prob > F	0,0000			
R^2 - adj	0,4773			
N	808			
Hausman test	64,27			
Prob > chi 2	0,0000 (<1%)			

Ce tableau présente les résultats de l'estimation du modèle (1). Toutes les variables explicatives sont définies comme dans le tableau 2. ***, **, * désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1 %, 5 %, et 10 %.

$$MBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 DJE_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 NON39A_{it} + \beta_6 NON39P_{it} + \beta_7 PNP_{it} + \beta_8 GAP_{it} + \beta_9 CORDEP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Les résultats obtenus autorisent donc à penser que les justes valeurs des actifs financiers, qui sont publiées dans les annexes aux comptes des banques selon les prescriptions des normes IAS 32 et IFRS 7, contribuent beaucoup plus directement que les coûts historiques à expliquer le cours des actions bancaires. Ce constat pourrait confirmer l'idée, attribuée au travail pionnier de Barth et Landsman (1995) qui postule que, sous l'hypothèse d'un marché complet et parfait, les investisseurs s'intéressent à la juste valeur des instruments financiers qui composent le bilan de la banque pour en déterminer la valeur et ce, quelle que soit la méthode comptable utilisée par la banque pour déterminer son résultat de l'exercice. Nos résultats, qui confortent ceux de Barth *et al.* (1996), sont contraires à ceux enregistrés par Eccher *et al.* (1996) sur le marché américain. Ces derniers montrent sur un échantillon de 328 banques américaines cotées que la publication des instruments financiers à la juste valeur, exigée par la norme SFAS 107, a un contenu informationnel. Néanmoins, le complément d'information par rapport à une évaluation en coûts historiques est faible et pas toujours significatif suivant les années. Selon ces auteurs, il n'est donc pas certain que les investisseurs préfèrent toujours les informations en juste valeur qui sont fournies dans les rapports annuels.

Le coefficient de la variable de contrôle PNP (montant des prêts non performants), représentant le risque de défaut, est négatif et significatif. Cela prouve, selon le cadre d'analyse de Barth *et al.* (1996), que cet élément fournit une information additionnelle par rapport à la juste valeur des prêts bancaires. Ces auteurs évoquent, à ce sujet, que lorsque la juste valeur des prêts et créances est estimée avec grande précision, elle devrait normalement véhiculer toute l'information sur le risque d'insolvabilité, et dans ce cas, le coefficient de la variable PNP serait égal à zéro. La variable GAP qui mesure le risque d'intérêt a un coefficient négatif et non significatif, ce qui prouve qu'elle ne fournit pas pour les investisseurs une information additionnelle par rapport à la juste valeur des prêts. Enfin, le coefficient de la variable CORDEP mesurant les dépôts à vue est significatif, mais contraire au sens attendu. Ce constat est surprenant et ne rejoint pas les travaux empiriques antérieurs, telle que l'étude de Calomiris et Nissim (2014). Ces auteurs ont montré l'existence d'un lien significatif et positif entre l'accroissement des *core deposits* et la valeur boursière. Ce dernier résultat pourrait probablement s'expliquer, comme le soulignent Eccher *et al.* (1996) ainsi que Penman (2007), par le fait que toute augmentation des *core deposits*, suite à une hausse du taux d'intérêt, s'accompagne d'une baisse de la juste valeur des prêts à taux fixes, ce qui pourrait, par conséquent, avoir un impact négatif sur la valeur boursière de la banque.

3.2.2. IMPACT DE LA SANTÉ FINANCIÈRE DES BANQUES ET DU DEGRÉ DE PROTECTION DES INVESTISSEURS SUR LA PERTINENCE DE LA JUSTE VALEUR

L'hypothèse H1a stipule que le contenu informatif de la juste valeur des instruments financiers dépend de la santé financière des banques. Afin d'étudier l'influence de la situation financière de la banque sur la pertinence des données comptables en juste valeur, nous avons introduit dans le modèle (1) des termes d'interaction entre les variables explicatives d'intérêt et une variable binaire (TR1) prenant la valeur 1 lorsque le ratio Tier 1 de la banque *i* durant l'année *t* est en dessous de la médiane de l'ensemble de l'échantillon à cette même date. Donc, nous considérons que les banques sont en

bonne (en moins bonne) santé financière si leur ratio Tier 1 est au-dessus (en dessous) de la médiane de l'ensemble de l'échantillon. Nous obtenons ainsi le modèle (2) ci-dessous :

$$MBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 DJE_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 TR1_{it} + \beta_6 PC_{it} \times TR1_{it} + \beta_7 DJE_{it} \times TR1_{it} + \beta_8 DEP_{it} \times TR1_{it} + \beta_9 AD_{it} \times TR1_{it} + \beta_{10} NON39A_{it} + \beta_{11} NON39P_{it} + \beta_{12} PNP_{it} + \beta_{13} GAP_{it} + \beta_{14} CORDEP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Le ratio Tier 1 exprime le degré de solvabilité d'une banque. Il met en relation les fonds propres de cette banque et les actifs détenus pondérés en fonction des risques. Les fonds propres comprennent le capital social, les résultats mis en réserve et les intérêts minoritaires dans les filiales consolidées moins les actions propres et le goodwill. Selon les accords de Bâle I, le minimum requis de ce ratio est de 4 %.

Notre hypothèse H1b postule que les informations comptables en juste valeur sont moins pertinentes lorsqu'elles sont publiées dans un contexte où la protection des investisseurs est faible. Pour tester cette hypothèse, nous divisons notre échantillon en deux sous-échantillons selon le degré de protection des investisseurs, en utilisant la classification de Spamann (2010). Cet auteur affecte un score (*revised anti-director rights index*) à chaque pays en fonction du degré de protection juridique des investisseurs [12]. Les échantillons ont été, de ce fait, constitués sur la base de cette variable: un premier échantillon a été composé en incluant tous les pays pour lesquels la variable considérée est supérieure à la médiane et un second incluant les pays avec des variables inférieures ou égales à la médiane. En effet, nous considérons que les banques sont soumises à une forte (faible) protection juridique si le score de leurs pays respectifs est au-dessus (en dessous) de la médiane des scores de l'ensemble de l'échantillon. Les résultats de l'estimation du modèle (2), en données de panel sur chaque sous-échantillon, sont donnés dans le tableau 5.

Au regard des résultats obtenus, nous constatons que, pour les deux sous-échantillons, les modèles de régression sont globalement significatifs et les variables indépendantes expliquent une part importante de l'écart entre valeur boursière et valeur comptable (68,50 % pour le sous-échantillon 1 contre 74,96 % pour le sous-échantillon 2). Il apparaît, toutefois, que le degré de protection des investisseurs a un impact significatif sur le contenu informatif de la juste valeur des actifs financiers. En effet, le coefficient de la variable PC, représentant la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances, est positif et significatif au seuil de 1 % pour le sous-échantillon 1, mais positif et significatif uniquement au seuil de 10 % pour le sous-échantillon 2. De même, le coefficient de la variable DJE, qui mesure la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance, est positif et significatif pour les banques qui évoluent dans un environnement légal renforcé et non significatif pour les banques domiciliées dans des pays à faible protection des investisseurs [13]. Ces résultats, qui valident notre hypothèse H1b, confortent ceux de Houque *et al.* (2012) qui ont montré que la qualité des chiffres comptables publiés par les entreprises appliquant les normes IFRS est fortement influencée par le contexte juridique et politique dans lequel évoluent ces entreprises. Nos résultats trouvent également un appui dans les travaux de Christensen *et al.* (2013) ainsi que de Daske *et al.* (2008). Ces auteurs affirment que les normes comptables IFRS ne peuvent fournir des informations financières de qualité supérieure que lorsqu'elles sont appliquées dans un cadre légal et institutionnel rigoureux et lorsque le mécanisme de contrôle de la mise en application de ces normes est puissant.

Tableau 5
Le contenu informatif de la juste valeur en fonction de la santé financière des banques et du degré de protection des investisseurs

Variables explicatives	Forte protection des investisseurs (Sous-échantillon 1)		Faible protection des investisseurs (Sous-échantillon 2)	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
PC	0,4298***	3,14	0,4315*	1,91
DJE	0,1688*	1,73	1,2814	1,65
DEP	-0,0831	-1,01	-0,1118	-0,28
AD	-0,0726	-0,96	-0,1321	-0,84
TR1	-0,2495	-1,07	-0,2761	-1,64
PC*TR1	0,0251	0,28	-0,5265**	-2,09
DJE*TR1	0,1179	0,99	-1,3904*	-1,98
DEP*TR1	-0,0467	-0,53	0,1625	0,43
AD*TR1	0,1426	1,55	0,0468	0,23
NON39A	0,6041	1,41	-0,1715	-0,77
NON39P	-1,9748***	-3,81	0,2252**	2,05
PNP	-0,1632	-0,62	-0,9409***	-2,77
GAP	-0,3435	-1,08	-0,7696**	-2,27
CORDEP	-0,9047***	-4,26	-0,6471**	-2,10
F-test	9,01		9,84	
Prob > F	0,0000		0,0000	
R ² - adj	0,6850		0,7496	
N	408		400	
Hausman test	24,09		27,75	
Prob > chi 2	0,0468 (< 5%)		0,0153 (< 5%)	

$$MBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 DJE_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 TR1_{it} + \beta_6 PC_{it} \times TR1_{it} + \beta_7 DJE_{it} \times TR1_{it} + \beta_8 DEP_{it} \times TR1_{it} + \beta_9 AD_{it} \times TR1_{it} + \beta_{10} NON39A_{it} + \beta_{11} NON39P_{it} + \beta_{12} PNP_{it} + \beta_{13} GAP_{it} + \beta_{14} CORDEP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Ce tableau présente les résultats de l'estimation du modèle (2) sur chaque sous-échantillon. Le sous-échantillon 1 comprend les banques domiciliées dans des pays assurant une forte protection des investisseurs. Le sous-échantillon 2 est constitué des banques domiciliées dans des pays assurant une faible protection des investisseurs. TR1 est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le ratio Tier 1 de la banque *i* durant l'année *t* est en dessous de la médiane de l'ensemble de l'échantillon. Toutes les autres variables explicatives sont définies comme dans le tableau 2. ***, **, * désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1 %, 5 %, et 10 %.

Cependant, il importe de garder à l'esprit une certaine prudence par rapport à cette analyse des résultats portant sur le lien entre la pertinence de la juste valeur et le degré de protection des investisseurs. En effet, dans la mesure où la littérature précitée (LaPorta *et al.* 1997 ; 1998) conclut à une forte corrélation entre le développement des marchés financiers et le niveau de protection des investisseurs, il se peut alors que, dans les pays où les investisseurs sont moins protégés, les marchés sont moins développés et les entreprises sont, par conséquent, moins suivies par les analystes et les investisseurs. Dans ce contexte, il est plausible de s'attendre à une moindre utilisation des informations publiées dans les annexes et, partant, à un faible contenu informationnel des données comptables en juste valeur.

Concernant les termes d'interaction, nous notons une relation non significative entre ces variables explicatives et la variable dépendante pour le sous-échantillon 1. En revanche, les coefficients des variables PC (différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances) et DJE (différence entre la juste valeur et la valeur comptable des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance) restent significatifs et positifs. Concernant le sous-échantillon 2, le coefficient de la variable PC reste positif et significatif, alors que celui pour le terme d'interaction PC*TR1 est significatif mais négatif. Ces derniers résultats révèlent que les intervenants sur les marchés financiers relancent des doutes sur l'utilité informationnelle de la juste valeur des prêts des banques en difficulté financière quel que soit l'environnement légal dans lequel évolue l'entreprise. À la lumière de ces résultats, nous supposons que ces acteurs du marché considèrent que les établissements financiers disposant de faibles ratios d'adéquation des fonds propres sont les plus incités à manipuler les justes valeurs de leurs prêts (Nissim 2003). Par conséquent, ces informations comptables ne sont pas utilisées par les investisseurs et sont donc moins pertinentes. Ce dernier constat va dans le sens du propos de Goh *et al.* (2015) qui indiquent que la perception qu'ont les investisseurs quant à l'utilité informationnelle des données comptables varie sensiblement en fonction de la santé financière des banques.

3.2.3. IMPACT DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LA PERTINENCE DES DONNÉES COMPTABLES EN JUSTE VALEUR

Comme il a été mentionné ci-dessus, l'étude empirique est réalisée sur la période 2005-2012, soit 8 années depuis l'application des normes IFRS en Europe. Nous avons pu ensuite différencier trois sous-périodes. Une première période sur deux années, avant la crise financière, est comprise entre 2005 et 2006. Une seconde période de deux années, pendant la crise, est choisie entre 2007 et 2008. Une troisième période sur quatre ans est comprise entre 2009 et 2012.

Les résultats de l'estimation des modèles (1) et (2), présentés ci-dessus, ont conduit à révéler que la variable PC (différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances) est la plus significative et possède, par conséquent, le contenu informationnel le plus élevé. De surcroît, l'analyse descriptive de l'évolution des variables a montré que les prêts et créances constituent l'essentiel du bilan bancaire. À la suite de ces constats, nous avons choisi d'introduire dans le modèle (1) les termes d'interaction PC*TR1, PC*IP et PC*TR1*IP qui mesurent l'impact de la santé financière de la banque et du degré de protection des investisseurs sur la pertinence de la juste valeur des prêts et créances. Le modèle (1) devient donc :

$$\begin{aligned}
 MBV_{it} = & \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 PC_{it} \times TR1_{it} + \beta_3 PC_{it} \times IP + \beta_4 PC_{it} \times TR1_{it} \times IP + \beta_5 DJE_{it} + \beta_6 DEP_{it} + \\
 & \beta_7 AD_{it} + \beta_8 TR1_{it} + \beta_9 IP + \beta_{10} TR1_{it} \times IP + \beta_{11} NON39A_{it} + \beta_{12} NON39P_{it} + \beta_{13} PNP_{it} + \beta_{14} GAP_{it} + \\
 & \beta_{15} CORDEP + \varepsilon_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

TR1 est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le ratio Tier 1 de la banque *i* durant l'année *t* est en dessous de la médiane de l'ensemble de l'échantillon à cette même date. De même, IP est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le score du pays de la banque (*revised anti-director rights index*) est en dessous de la médiane des scores de l'ensemble de l'échantillon.

Enfin, pour vérifier la stabilité des coefficients selon les périodes, nous avons utilisé le test de Chow. Ce test a été exécuté pour tous les coefficients des variables explicatives d'intérêt [14].

Les résultats de la régression présentés au tableau 6 montrent que sur la période totale (2005-2012), le terme d'interaction PC*TR1*IP apparaît avec un coefficient significatif mais négatif. En revanche, le coefficient de la variable PC, représentant la différence entre la juste valeur et la valeur comptable des prêts et créances, est toujours positif et significatif. Cela correspond à ce qui a été mentionné précédemment, à savoir que les justes valeurs des prêts et créances sont plus pertinentes lorsqu'elles sont fournies par des banques en bonne santé financière et domiciliées dans des pays offrant plus de protection légale aux investisseurs.

Dans l'ensemble, les résultats reportés dans le tableau 6 nous permettent de corroborer l'hypothèse 2 selon laquelle la pertinence de la juste valeur des instruments financiers des banques européennes a fortement baissé pendant la crise financière de 2007-2008. En effet, le coefficient R² ajusté montre une très forte significativité de l'estimation de la relation pour le sous-échantillon 2005-2006 alors qu'elle n'est qu'en partie expliquée pour la sous-période 2007-2008 (une perte d'explication de l'ordre de 40 %). En outre, le test de Chow rejette l'hypothèse nulle de stabilité individuelle des coefficients entre les deux sous-échantillons pour la majorité des variables. De même, le coefficient de la variable PC n'est pas significatif sur la période 2007-2008. En revanche, cette variable est significative au seuil de 1 % sur la sous-période 2005-2006. Il ressort également du tableau 6 que la variable PNP, mesurant le montant des prêts non performants, est significative uniquement pour la période 2007-2008, ce qui suggère que sur cette période d'instabilité financière, cet indicateur de risque d'insolvabilité semble être interprété par les investisseurs comme un élément présentant un contenu informationnel significatif pour l'évaluation des banques. Ce dernier résultat, combiné avec le précédent, permet de conclure que, pendant les périodes d'instabilité financière, les investisseurs relancent des doutes sur la fiabilité et l'utilité informationnelle de la juste valeur des prêts et utilisent, par conséquent, d'autres indicateurs pour mieux appréhender le risque d'insolvabilité. Ces constats trouvent un appui dans les études de Ryan (2008) et Lim *et al.* (2011). Ces auteurs affirment qu'en période de crise, lorsque les marchés deviennent peu liquides, la valorisation des titres s'écarte des prix du marché (niveau 1) pour tendre vers le prix du modèle (niveau 3). Par conséquent, la comptabilité à la juste valeur devient moins transparente, moins précise et dépend de plus en plus du jugement, ainsi que des hypothèses et des paramètres du modèle, ce qui pose des problèmes de fiabilité. Ce manque de fiabilité, dans un contexte de crise où règne déjà l'incertitude, se traduit rapidement par la méfiance et la perte de confiance des investisseurs, ce qui pourrait les pousser à freiner leur utilisation des données comptables en juste valeur.

Tableau 6
Le contenu informationnel de la juste valeur en période de crise financière

Variables explicatives	Toute la période 2005-2012		Sous-période 1 2005-2006		Sous-période 2 2007-2008		Sous-période 3 2009-2012	
	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat	Coefficient	t-stat
PC	0,4306***	4,15	0,5771***	5,06	0,2607	0,63	0,3054*	1,83
PC*TR1	0,0469	0,39	0,0871	0,80	0,4395	1,15	-0,2975	-1,09
PC*IP	-0,2416***	-2,80	-0,7192***	-6,18	-0,2681	-1,05	-0,1213	-0,80
PC*TR1*IP	-0,1711*	-1,86	-0,2793***	-2,85	0,0775	0,23	-0,1513	-0,83
DJE	0,1857***	2,79	0,1685*	1,84	0,0171	0,09	0,2417**	2,51
DEP	-0,0905	-1,56	0,1021	1,32	-0,8041	-0,64	-0,3970*	-1,99
AD	-0,0282	-0,51	-0,1392**	-2,16	0,3496*	1,93	0,0331	0,47
TR1	0,4632**	2,29	0,4504**	2,07	-0,5936	-1,27	-0,3777	-1,27
IP	-0,4508	-1,52	-0,0965	-0,39	-0,3374	-0,71	-2,1312*	-1,78
TR1*IP	0,1898	0,68	-0,2262	-0,79	0,4646	0,76	0,2817	0,79
NON39A	0,1188	0,35	0,1147	0,25	1,7209**	2,44	0,1628	0,28
NON39P	-1,0448***	-3,04	-0,8451**	-2,39	-0,4104**	-2,20	-0,1154	-0,20
PNP	-0,3715	-1,40	0,2391	0,86	-1,7801**	-2,63	-0,5372	-1,48
GAP	-0,2701	-0,85	-2,2761***	-4,91	-0,8577	-1,23	0,4604	0,89
CORDEP	-0,6549***	-3,16	-0,0549	-0,26	-0,8672*	-1,78	-0,8627**	-2,28
F-test	14,58		20,81		2,89		3,17	
Prob > F	0,0000		0,0000		0,0046		0,0019	
R ² - adj	0,6573		0,8814		0,4499		0,5493	
N	808		204		204		400	
Hausman test	36,50		71,73		33,71		25,27	
Prob > chi 2	0,0009		0,0000		0,0037		0,0464	
Test de stabilité des coefficients individuels (test de Chow)								
Sous-périodes	(2005-2006) vs (2007-2008)			(2007-2008) vs (2009-2012)				
	F-test	p-value		F-test	p-value			
PC	4,68**	0,0330		2,78*	0,0988			
PC*TR1	1,13	0,2894		1,14	0,2874			
PC*IP	4,09**	0,0458		2,24	0,1377			
PC*TR1*IP	5,10**	0,0262		1,03	0,3123			
DJE	5,71**	0,0188		3,65*	0,0592			
DEP	1,31	0,2557		0,13	0,7223			
AD	2,36	0,1277		8,33***	0,0048			

$$MBV_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 PC_{it} \times TR1_{it} + \beta_3 PC_{it} \times IP + \beta_4 PC_{it} \times TR1_{it} \times IP + \beta_5 DJE_{it} + \beta_6 DEP_{it} + \beta_7 AD_{it} + \beta_8 TR1_{it} + \beta_9 IP + \beta_{10} TR1_{it} \times IP + \beta_{11} NON39A_{it} + \beta_{12} NON39P_{it} + \beta_{13} PNP_{it} + \beta_{14} GAP_{it} + \beta_{15} CORDEP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Ce tableau présente les résultats de l'estimation du modèle (3). TR1 est une variable binaire prenant 1 lorsque le ratio Tier 1 de la banque *i* durant l'année *t* est en dessous de la médiane de l'ensemble de l'échantillon à cette même date. IP est une variable binaire prenant la valeur 1 lorsque le score du pays de la banque (*revised anti-director rights index*) est en dessous de la médiane des scores de l'ensemble de l'échantillon. Toutes les autres variables explicatives sont définies comme dans le tableau 2. ***, **, * désignent respectivement les degrés de significativité au seuil de 1 %, 5 %, et 10 %.

Nos résultats montrent également que le coefficient de la variable DJE devient non significatif sur la période 2007-2008. Ce constat pourrait s'expliquer par le transfert en 2008 de certains instruments financiers comptabilisés et évalués auparavant à la juste valeur vers la catégorie d'actifs détenus jusqu'à l'échéance. En effet, après ces reclassements, les valeurs des actifs détenus jusqu'à l'échéance seraient peut-être devenues plus difficiles à interpréter par les investisseurs. De même, plusieurs banques ont reclassé les titres en vue d'augmenter leurs valeurs comptables et de dissimuler la survenance de pertes (Fiechter 2011 ; Kholmy et Erntberger 2010). Cela aurait peut-être envoyé un signal négatif aux investisseurs sur la crédibilité et l'utilité décisionnelle des informations comptables publiées par ces banques.

Concernant la sous-période 2009-2012, nos résultats mettent en évidence une légère amélioration du contenu informationnel des données comptables publiées par les banques européennes pendant cette période par rapport à la période de crise (2007-2008). En effet, la significativité globale du modèle a légèrement augmenté et les justes valeurs des prêts et créances ainsi que des actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance deviennent positivement et significativement liées à la variable dépendante. Ces résultats sont confirmés partiellement par le test de Chow qui justifie que les coefficients des variables explicatives d'intérêts PC, DJE et AD sont significativement différents entre les deux sous-périodes. Nos résultats vont dans le même sens que ceux de Goh *et al.* (2015) qui montrent sur un échantillon de banques américaines une amélioration de la pertinence, pour les investisseurs, des justes valeurs de niveau 1 et 2 sur la période 2009-2011.

3.3. Tests de robustesse

Pour confirmer la robustesse des résultats obtenus avec notre modèle de base (modèle 1), nous avons estimé les modèles explicatifs des prix des titres (*price model*) et des rendements boursiers (*return model*) en introduisant, en plus de nos variables d'intérêt et de contrôle, le résultat net comme variable explicative.

Modélisation du prix des titres

En s'inspirant des études d'Aboody *et al.* (1999) et de Barth et Clinch (1996), l'intensité de l'association entre nos variables explicatives et les prix des titres a été étudiée. Le modèle (1) devient donc :

$$P_{it} = \alpha_i + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 DJE_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 NON39A_{it} + \beta_6 NON39P_{it} + \beta_7 PNP_{it} + \beta_8 GAP_{it} + \beta_9 CORDEP_{it} + \beta_{10} RN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

P_{it} : est le prix de l'action de la banque i , 3 mois après la date de clôture de l'exercice t .

RN_{it} : Résultat net de la banque i à la fin de l'année fiscale t .

Pour expliquer le prix des titres à partir des données comptables, Ohlson (1995), Barth et Landsman (1995), ainsi que Aboody *et al.* (1999) montrent que le résultat net est une variable importante. Autrement dit, si le bénéfice net est élevé, cela doit avoir un effet positif sur le cours de l'entreprise. C'est pourquoi la variable résultat net (RN) a été introduite dans la régression présentée ci-dessus.

Toutes les autres variables explicatives sont définies comme dans le modèle (1). En s'appuyant sur l'analyse de Barth et Clinch (2009) ainsi que Barth et Kallapur (1996), toutes les variables explicatives sont exprimées par action.

Modélisation des rendements boursiers

En se basant sur l'analyse de Kothari et Zimmerman (1995) ainsi que de Cazavan-Jeny et Jeanjean (2005), nous avons testé un second modèle qui relie les rendements boursiers (Ret) à nos variables explicatives ainsi qu'au résultat net de l'exercice (RN). Le modèle utilisé est également très proche de ceux de Nelson (1996) et d'Eccher *et al.* (1996) :

$$Ret_{it} = \alpha_i + \beta_1 \Delta PC_{it} + \beta_2 \Delta DJE_{it} + \beta_3 \Delta DEP_{it} + \beta_4 \Delta AD_{it} + \beta_5 \Delta NON39A_{it} + \beta_6 \Delta NON39P_{it} + \beta_7 \Delta PNP_{it} + \beta_8 \Delta GAP_{it} + \beta_9 \Delta CORDEP_{it} + \beta_{10} \Delta RN_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Ret_{it} : Rendement boursier de la banque i , 3 mois après la clôture de l'exercice comptable t .

$R_{i,t} = [(P_{i,t} + Dividendes_{i,t}) / P_{i,t-1}] - 1$ où P est le prix de l'action 3 mois après la date de clôture de l'exercice.

Δ : désigne la différence entre l'observation de l'année t et celle de l'année $t-1$. Par exemple, $\Delta PC_{it} = PC_{it} - PC_{it-1}$. Toutes les variables explicatives sont normalisées par la valeur de marché observée à la fin de l'année $t-1$ (Aboody *et al.* 1999).

Les résultats trouvés en estimant les modèles de prix et de rendement sont quasiment identiques à ceux présentés dans le tableau (4) (à l'exception des coefficients des variables PNP et NON39A). En effet, les coefficients des variables PC et DJE sont toujours positifs et significatifs et ceux des variables DEP et AD, représentant respectivement les différences entre les justes valeurs et les valeurs comptables des dépôts et des autres dettes financières, ne sont pas significatifs. Ces constats confirment donc la robustesse des résultats obtenus avec notre modèle de base. Nous constatons également que le résultat net (RN) a un impact positif et significatif sur le prix et sur le rendement boursier. Ce dernier constat concorde avec les résultats des travaux antérieurs (Barth et Landsman 1995 ; Aboody *et al.* 1999).

Nous avons également testé les modèles de prix et de rendement en prenant en compte l'impact de la crise, de la santé financière des banques et du degré de protection des investisseurs. Les résultats trouvés sont cohérents avec ceux obtenus avec les modèles (2) et (3).

Conclusion

Cette recherche a pour objectif d'étudier le contenu informationnel des données comptables en juste valeur, publiées selon les prescriptions des normes IAS 32 et IFRS 7, notamment pendant

la dernière crise financière. L'étude empirique a été menée auprès des principales banques européennes sur la période qui s'étend de 2005 à 2012, soit 8 années après la mise en œuvre des normes IFRS.

Nos résultats montrent que les justes valeurs des prêts et créances bancaires publiées dans les annexes aux comptes ont un contenu informationnel pertinent pour les investisseurs. Nos résultats nous conduisent également à montrer que les banques souffrant de situations financières défavorables peuvent être tentées de gérer leurs chiffres comptables et, par conséquent, les justes valeurs de leurs instruments financiers sont moins pertinentes. Nous montrons également que le contenu informatif des chiffres comptables établis selon les normes internationales IFRS est plus élevé dans les pays à haute protection des investisseurs. En outre, cette étude semble valider l'hypothèse que la juste valeur est significativement moins pertinente pendant la période d'instabilité financière.

Si notre étude conclut à la pertinence de la juste valeur des prêts et créances bancaires, le contenu informatif de la juste valeur des autres actifs et passifs financiers s'avère mitigé. Ce résultat pourrait trouver une explication dans le manque de cohérence et de fiabilité inhérent, par exemple, à l'utilisation de modèles d'évaluation développés par les banques pour estimer la juste valeur de certains instruments financiers non cotés sur des marchés liquides et complets. Le caractère objectif d'une telle valeur, estimée en interne, est ainsi sujet à caution. Même en supposant la neutralité des évaluateurs, la complexité des modèles et des paramètres utilisés peut susciter des inquiétudes sur la fiabilité de la juste valeur. Ces problèmes de subjectivité et d'incertitude inhérents à l'estimation de la juste valeur font l'objet, depuis plusieurs années, d'un vaste débat entre les différents acteurs, et ce débat s'est particulièrement intensifié depuis le déclenchement de la dernière crise financière.

Dans cette perspective, la norme IFRS 13 a été mise en place afin d'améliorer les règles en matière d'évaluation à la juste valeur. Cette norme impose aux entreprises la publication des informations détaillées sur les modalités de détermination de la juste valeur, sur les hypothèses sous-jacentes au calcul de cette valeur, sur les paramètres utilisés et sur la sensibilité de la juste valeur à des changements postérieurs de ces paramètres ou hypothèses. La norme IFRS 13 reprend également la hiérarchisation des données et paramètres utilisés dans l'IFRS 7 pour valoriser la juste valeur. Inspirée de la norme américaine SFAS 157, la hiérarchie des paramètres d'estimation place au premier rang les prix cotés sur des marchés liquides et actifs (niveau 1 et niveau 2) et au dernier rang les paramètres non observables (niveau 3). Ce faisant, une perspective de recherche intéressante consisterait à appréhender l'impact de l'adoption de l'IFRS 13 sur la qualité de l'information comptable divulguée par les établissements bancaires européens. Afin d'affiner et élargir notre analyse, il serait ainsi important de compléter cette recherche par l'étude de la façon dont se reflètent, dans les cours boursiers, les estimations de la juste valeur de niveau 3 comparativement aux estimations de niveau 1 et 2. Dans cette optique, certains travaux récents contribuent à mettre en évidence le fait que la décision de divulguer des informations sur la hiérarchie des justes valeurs a amélioré sensiblement la précision des prévisions de bénéfices des analystes financiers (Magan *et al.* 2015).

Notes

- 1 Toutefois, il est important de signaler que le caractère pro-cyclique de la juste valeur et le rôle qu'elle a joué dans la dernière crise financière ne sont pas unanimement reconnus par les professionnels et les chercheurs en comptabilité. En effet, si certains auteurs, tels que Plantin *et al.* (2008b), ainsi que Allen et Carletti (2008) soutiennent l'idée que la juste valeur a un effet multiplicateur de la volatilité du marché et a été, par conséquent, un facteur aggravant de la crise financière, d'autres auteurs, comme Turner (2008) et Véron (2008), proposent, au contraire, une vision opposée en stipulant que la juste valeur n'a joué que son rôle de révélateur de la crise et a permis ainsi de favoriser un diagnostic précoce des problèmes financiers existants.
- 2 La norme américaine SFAS 107, « *Disclosures about fair value of financial instruments* », est une norme de présentation qui ne prévoit pas la comptabilisation des instruments financiers en juste valeur, mais requiert seulement que des informations complémentaires soient fournies sur les justes valeurs estimées de ces instruments. Cette norme a été publiée en décembre 1991.
- 3 Cadre conceptuel de l'information financière (*Conceptual Framework for Financial Reporting*), publié par l'IASB en septembre 2010.
- 4 Pour une revue de littérature complète, le lecteur peut se référer à Barth *et al.* (2001) ainsi qu'à Holthausen et Watts (2001).
- 5 Dans cette étude, nous avons choisi de nous limiter essentiellement aux travaux étudiant la pertinence de la juste valeur des instruments financiers des établissements bancaires.
- 6 Le normalisateur international précise une hiérarchie stricte entre les méthodes de valorisation des justes valeurs des instruments financiers. En effet, la norme IFRS 7 indique qu'il faut privilégier le prix provenant d'un marché actif (Niveau 1) à toute autre méthode et surtout qu'il faut procéder par assimilation avec des instruments de nature proche (Niveau 2) avant d'utiliser un modèle de valorisation interne dont les données importantes ne sont pas toutes fondées sur des informations observables du marché (Niveau 3).
- 7 Par exemple, pour la banque Lehman Brothers, le 31 mai 2008, uniquement 18 % des actifs financiers, prétendument évalués à la juste valeur, avaient été évalués au prix de marché (Magnan, 2009).
- 8 Débat sur la juste valeur organisée par Les Echos Conférences et PwC (document disponible sur http://www.pwc.fr/transparence_et_communication_financiere.html).
- 9 Pour la banque Fortis et la banque allemande Hypo Real Estate, nous avons collecté les données uniquement sur 4 ans (période 2005-2008), parce que ces banques ont fait faillite entre 2008 et 2009.
- 10 En utilisant, à l'instar de Nelson (1996), une valeur de marché observée trois mois après la clôture de l'année fiscale, les résultats trouvés conduisent exactement aux mêmes conclusions. De même, notre choix d'une valeur de marché observée quatre mois après la clôture de l'année fiscale pourrait être critiqué du fait de l'effet d'anticipation de l'information comptable par les investisseurs. Afin de tenir compte de ce constat, nous avons également testé le modèle (1) avec une valeur de marché observée le 31 décembre de chaque année. Les résultats trouvés (non tabulés) sont quasiment identiques.
- 11 Nous avons estimé le modèle (1) en normalisant toutes les variables par la valeur comptable des capitaux propres, les résultats trouvés (non tabulés) conduisent presque aux mêmes conclusions.
- 12 L'indice de protection des investisseurs (*anti-director rights index*) a été originellement créé par La Porta *et al.* (1998). Cet indice a été ensuite actualisé et révisé par Spamann (2010).
- 13 Nous avons également estimé le modèle (1) sans prendre en compte l'impact de la santé financière des banques et en introduisant dans le modèle des termes d'interaction entre les variables explicatives d'intérêt et une variable binaire (IP) qui mesure le degré de protection des investisseurs et qui prend la valeur 1 lorsque le score du pays de la banque (*revised anti-director rights index*) est en dessous de la médiane des scores de l'ensemble de l'échantillon. Les résultats trouvés (non tabulés) conduisent presque aux mêmes conclusions.

14 Le test de Chow (1960) est un test économétrique qui consiste à déterminer si les coefficients sont égaux pour des régressions issues d'un même modèle, mais appliquées sur deux périodes différentes ou sur deux échantillons.

Bibliographie

- Aboudy, D., Barth, M. E., Kasznik, R. (1999). Revaluations of fixed assets and future performance: Evidence from the UK. *Journal of Accounting and Economics* 26: 149-178.
- Allen, F., Carletti, E. (2008). Mark-to-market accounting and liquidity pricing. *Journal of Accounting and Economics* 45: 358-378.
- Ball, R., Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6(2): 159-178.
- Barth, M. E. (2006). Including estimates of the future in today's financial statements. *Accounting Horizons* 20 (3): 271-285.
- Barth, M. E., Clinch, G. (1996). International accounting differences and their relation to share prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian firms. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 135-170
- Barth, M. E., Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (3 & 4): 253-288.
- Barth, M. E., Beaver, W.H., Landsman, W. (1996). Value relevance of banks' fair value disclosures under SFAS n° 107. *The Accounting Review* 71 (4): 513-537.
- Barth, M. E., Beaver, W.H., Landsman, W. (2001). The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 28 (1-3): 77-104.
- Barth, M. E., Kallapur, S. (1996). The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 13(2): 527-567.
- Barth, M. E., Landsman, W. (1995). Fundamental issues related to using fair value accounting for financial reporting. *Accounting Horizons* 9(4): 97-107.
- Barth, M. E., Landsman, W. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crisis? *European Accounting Review* 19(3): 399-423.
- Barth, M.E., Landsman, W., Rendleman, R.J. (1998). Option pricing-based bond value estimates and a fundamental components approach to account for corporate debt. *The Accounting Review* 73:73-102.
- Beaver, W.H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6: 67-92.
- Beaver, W.H., Eger, C., Ryan, S., Wolfson, M. (1989). Financial reporting, supplemental disclosures, and bank share prices. *Journal of Accounting Research* 27(2): 157-178.
- Beaver, W.H., Ryan, S.G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research* 38(1): 127-149.
- Beaver, W., Venkatachalam M. (2003). Differential Pricing of Components of Bank Loan Fair Values. *Journal of Accounting Auditing and Finance* 18: 41-67.
- Bernard, V.L., Merton R.C., Palepu, K.G. (1995). Mark-to-market accounting for banks and thrifts: Lessons from the Danish experience. *Journal of Accounting Research* 33(spring): 1-32.
- Bischof, J., Brüggemann, U., Daske, H. (2010). *Fair value reclassifications of financial assets during the financial crisis*. SFB 649 discussion paper, No 2012-010.
- Bischof, J., Daske, H., Sextroh, C. (2014). Fair value-related information in analysts' decision processes: Evidence from the financial crisis. *Journal of Business Finance & Accounting* 41 (3-4): 363-400.
- Bosch, P. (2012). *Value Relevance of the Fair Value Hierarchy of IFRS 7 in Europe – How reliable are mark-to-model Fair Values?* Working paper, no 439, University of Freiburg.
- Bossaerts, P., Hillion, P. (1999). Implementing statistical criteria to select return forecasting models:

- What do we learn? *Review of Financial Studies* 12 (2): 405-428.
- Burgstahler, D., Hail, L., Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81(5): 983-1016.
- Calomiris, C. W., Nissim, D. (2014). Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities. *Journal of Financial Intermediation* 23 (3): 400-435.
- Cazavan-Jeny A., Jeanjean T. (2005). Pertinence de l'inscription à l'actif des frais de R&D : une étude empirique. *Comptabilité Contrôle Audit* 11 (1): 5-21.
- Cheng, K. (2012). Accounting discretion and fair value reporting: a study of US banks' fair value reporting of mortgage-backed-securities. *Journal of Business Finance & Accounting* 39 (5): 531-566.
- Christensen, H., Hail, L., Leuz, C. (2013). Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement. *Journal of Accounting and Economics* 56(2-3): 147-177.
- Collins, D., Kothari, S. (1989). A theoretical and empirical analysis of the determination of earning response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-181.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research* 46: 1085-1142.
- Dechow, P.M. (1994). Accounting earnings and cash-flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18(1): 3-42.
- Dimos, A. A. (2011). *IFRS and European commercial banks: value relevance and economic consequences*. PhD, UK: University of Birmingham.
- Ding, Y., Hope, O., Jeanjean, T., Stolowy, H. (2007). Differences between domestic accounting standards and IAS: Measurement, determinants and implications. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (1): 1-38.
- Djankov, S., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics* 88: 430-465.
- Easton, P., Harris, T. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29(1): 19-35.
- Eccher, R. E., Ramesh, K., Thiagarjan, R. (1996). Fair value disclosures by bank holding companies. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 79-117.
- Fama, E. F., French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47 (2): 427-465.
- Feltham, G., Ohlson, J. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11(2): 689-731.
- Fiechter, P. (2011). Reclassification of Financial Assets under IAS 39: Impact on European Banks' Financial Statements. *Accounting in Europe* 8(1): 49-67.
- Fiechter, P., Novotny-Farkas, Z. (2011). *Pricing of fair values during the Financial Crisis: International Evidence*. Working paper, University of Zurich.
- Financial Accounting Standards Board (1991). *Statement of Financial Accounting Standards No.107: Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*. FASB, Norwalk, CT.
- Flannery, M. J., James, C. M. (1984). The effect of interest rate changes on the common stock returns of financial institutions. *The Journal of Finance* 39(4): 1141-1153.
- Foulquier, P., Touron, P. (2008). Dérivés et comptabilité de couverture en IFRS : vers une (mé) connaissance des risques? *Comptabilité-Contrôle-Audit* 14(3): 7-38.
- Georgescu, O.M., Laux, C. (2015), *Financial reporting, financial regulation and financial stability: Evidence from German bank failures in 2007-2008*. Working Paper, Vienna University of Economics and Business.
- Glavan, S. (2010). Fair value accounting in banks and the recent financial crisis, *Estabilidad financiera, Banco de Espana*, Issue 19: 53-70
- Goh, B.W., Li, D., Ng, J., Yong, K. O. (2015). Market pricing of banks' fair value assets reported under SFAS 157 since the 2008 financial crisis. *Journal of Accounting and Public Policy* 34(2):129-145.

- Hirst, D.E., Hopkins, P.E., Wahlen, J.M. (2004). Fair value, Income measurement, and bank analysts' risk and valuation judgments. *The Accounting Reviews* 22 (1-3): 454-472.
- Hitz, J.M. (2007). The decision usefulness of fair value accounting: A theoretical perspective. *European Accounting Review* 1 (2): 323-362.
- Holthausen, R. Watts, R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3): 3-75.
- Houqe, M. N., Van Zijl, T., Dunstan, K., Karim, W. (2012). The effect of IFRS adoption and investor protection on earnings quality around the world. *The International Journal of Accounting* 47 (3): 333-355.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data. Econometric society Monographs*. Cambridge University Press.
- International Accounting Standards Board (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. IASB, London.
- Kholmy, K. and Ernstberger, J. (2010), *Reclassification of financial instruments in the financial crisis empirical evidence from the European banking sector*. Working Paper, Technische Universität München.
- Khwarana, I.K., KIM, M.S. (2003). Relative value relevance of historical cost vs. fair value: Evidence from bank holding companies. *Journal of Accounting and Public Policy* 22(1):19-42.
- Koonce, L., Nelson, K.K., Shakespeare, C. (2011). Judging the relevance of fair value for financial instruments. *The Accounting Review*. 86(6): 2075-2098.
- Kothari, S. P., Zimmerman, J.L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics* 20: 155-192.
- Landsman, W. R. (2007). Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. *Accounting & Business Research*, Special Issue, 19-30.
- LaPorta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny, R.. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52 (3) : 1131-1150.
- LaPorta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny, R.. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113-1155.
- Laux, C. (2012). Financial instruments, financial reporting and financial stability. *Accounting and Business Research* 42 (3): 239-260.
- Laux, C., Leuz, C. (2009). The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. *Accounting, Organizations and Society* 34 (6-7): 826-834.
- Laux, C., Leuz, C. (2010). Did fair-value accounting contribute to the financial crisis? *Journal of Economic Perspectives* 24 (1): 93-118.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505-527.
- Lev, B., Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37(2): 353-385.
- Lim, C.Y., Lee, E., Kausar, A., Walker, M. (2011). *Bank risk and the value relevance of fair value gains/losses*. Working paper, University of Manchester.
- Magnan, M. (2009). *Comptabilisation à la juste valeur et crise financière. Rôle indicatif ou contributif ?* CIRANO working papers No 2009s-25, Montréal.
- Magnan, M., Menini, A., Parbonetti, A. (2015). Fair value accounting: Information or confusion for financial markets? *Review of Accounting Studies* 20(1): 559-591.
- Mazars (2008). L'information financière des établissements de crédit en période de crise.
- Nelson, K. (1996). Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS n° 107. *The Accounting Review* 71 (2): 161-182.
- Nissim, D. (2003). Reliability of banks' fair value disclosure for loans. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 20: 355-384.
- Nivine, R., Glegg, C., Kimberly, C.G. (2006). The effects of SFAS 133 on foreign currency exposure of US-based multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management* 16 (4): 424-439.

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Papiernik, J.C., Meier, H.H., Rozen, E.S. (2003). SFAS No 115: Affects on bank capital, securities classification, and portfolio spread. *Bank Accounting and Finance* 16 (4): 15-20.
- Penman, S., (2007). Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus? *Accounting and Business Research*, Special Issue : 33-44.
- Plantin, G., Sapra, H., Shin, H. (2008a). Marking to Market: Panacea or Pandora's Box. *Journal of Accounting Research* 46 (2): 435-460.
- Plantin, G., Sapra, H., Shin, H.S. (2008b). Fair value accounting and financial stability. *Banque de France Financial Stability Review* (12): 85-94.
- PricewaterhouseCoopers (2010). What Investment Professionals say about Financial Instrument Reporting?
- Ryan, S.G., 2008. Accounting in and for the Subprime Crisis. *The Accounting Review* 83, 1605–1638.
- Sevestre, P. (2002). *Econométrie des données de panel*. DUNOD.
- Song, C. J., Thomas, W. B., Yi, H. (2010). Value relevance of FAS No. 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms. *The Accounting Review* 85 (4): 1375-1410.
- Spamann, H. (2010). The “antidirector rights index” revisited. *Review of Financial Studies* 23 (2): 467-486.
- Tan, P. (2013). *Value relevance of disclosed fair value information and hedging activities: Evidence from Singapore*. Working Paper, Singapore Management University.
- Toebs, A. (1983). Gap management: Managing interest rate risk in banks and thrifts. *Economic Review*. Federal Reserve Bank of San Francisco. Spring, 20-35.
- Turner, L. (2008). Banks want to shoot the messenger on fair value rules, *Financial Times*, October 2.
- Venkatachalam, M. (1996). Value relevance of banks' derivatives disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1–2): 327-355.
- Véron, N. (2008). Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis. *Accounting in Europe* 5 (2): 63-69.
- Wang, L., Alam, P., Makar, S. (2005). The value-relevance of derivative disclosures by commercial banks: A comprehensive study of information content under SFAS No 119 and 133. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25 (4): 413-427.