

## LA PRESERVATION DE LA VALEUR FINANCIERE DE L'ENTREPRISE DU COUT HISTORIQUE A LA VALEUR ACTUARIELLE

HENNICHE Wahiba

L'école préparatoire en science économique commerciale et de gestion  
(EPECG) DRARIA-Alger.

henniche01@yahoo.fr

### Résumé

Notre objectif est de mettre en lumière une justification théorique de la valeur actuarielle comme mesure du capital investi qui présente la valeur financière de l'entreprise par rapport aux anciennes méthodes d'évaluations tel que le coût historique.

Ce concept de préservation de la valeur s'appuie sur la notion du maintien du capital physique de l'IASB, jusqu'à la fin des années 1970 période qualifiée d' (âge d'or de la recherche en comptabilité financière), cette approche fondée sur les méthodes stochastiques pour créer un système de valeur.

**Les mots clés :** l'évaluation de l'entreprise, valeur actuarielle, coût du capital.

### ملخص

هدفنا من هذا المقال هو محاولة إعطاء تبرير نظري للقيمة الحالية الحقيقية كطريقة لقياس رأس المال المستثمر و الذي يمثل القيمة المالية للمؤسسة و هذا مقارنة مع طرق التقييم القديمة مثل التكلفة التاريخية. إن مفهوم المحافظة على قيمة المالية للمؤسسة يركز على فكرة المحافظة على رأس المال المادي و الذي يعتمد في قياسه على الطرق الإحصائية المعقدة.

الكلمات المفتاحية: تقييم المؤسسة، القيمة الاكتوارية، تكلفة رأس المال.

**Introduction:**

L'évaluation de l'entreprise était toujours comptable sous l'apanage des experts-comptables confrontés des problèmes de transmission d'entreprise, de succession,... etc. Mais la diffusion de la culture financière et de l'évaluation des actifs a fini par rejaillir sur l'évaluation d'entreprise. Jusqu'à la fin des années 1970 période qualifiée l'âge d'or de la recherche en comptabilité financière, cette dernière est devenue la référence obligée dans toute procédure d'évaluation d'entreprise. On comprend alors que le basculement de l'approche comptable vers l'approche financière à travers les normes de l'IASB ait bouleversé le champ de l'évaluation des entreprises par la vieille tradition. Depuis quelques années, commencent à paraître des ouvrages de facture financière focalisés sur l'évaluation d'entreprise.

L'ensemble des modèles financiers d'évaluation d'entreprise peuvent se regrouper en trois approches : l'approche fondamentale ou actuarielle, l'approche comparative, l'approche mixte. Chacune de ces approches s'applique soit à l'évaluation directe des actions, soit à l'évaluation de l'actif économique de l'entreprise (immobilisations).

Enfin, notre modèle a pour objectif non seulement de déterminer la valeur de l'entreprise ultime, mais également de déterminer la cadence pour récupérer cette valeur à travers des modèles actuariels. En effet, nous cherchons une méthode qui soit compatible avec les nouvelles méthodes de l'IASB et potentiellement applicables à des réglementations étrangères similaires à celles de FASB.

**1. Conventions d'évaluation et valeur de l'entreprise**

L'adoption des normes IFRS peut être lue sous l'angle d'une prédominance d'une logique anglo-saxonne portée par l'IASB. Or, les conceptions anglaises et américaines de la comptabilité se distinguent des habitudes continentales en ce sens qu'elles considèrent que l'investisseur boursier constitue le premier destinataire de la représentation comptable et financière (BIONDI, 2004)<sup>1</sup>. Cette opposition en termes d'approche comptable recouvre en fait les traditionnelles dichotomies établies entre types de capitalismes. Le capitalisme anglo-saxon s'appuie principalement sur une optique de placement financier et d'un contrôle de l'entreprise exercé par les marchés (théorie de la propriété) quand sur le continent l'accent est mis sur le développement durable de l'entreprise et sur un contrôle exercé par les différentes parties prenantes (théorie de l'entité). De telles distinctions sont aussi présentes par (RICHARD, 2002)<sup>2</sup>, lequel distingue trois principales approches de la comptabilité. La première est une approche statique fondée sur une liquidation hypothétique. La deuxième correspond à une logique dynamique, centrée sur l'entreprise comme entité. La troisième repose sur un modèle actuariel dans le cadre duquel les évaluations comptables doivent être fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

L'approche dynamique, fondée sur une firme conçue comme une entité, met l'accent sur la dynamique économique et financière propre à l'entreprise (KIRAT, 2007)<sup>3</sup>. Ce faisant, se fonder sur le coût historique fait sens pour rendre compte de l'activité de l'entreprise dans le processus d'allocation et de création de ressources. Au final, entre une approche statique relevant d'une logique de liquidité et une approche dynamique relevant d'une logique d'entité, la différence tient à une évaluation des actifs respectivement fondée sur les prix ou sur les coûts (La norme IAS16)<sup>4</sup>. Ce faisant, l'opposition entre une convention d'évaluation fondée sur les besoins des shareholders et une seconde convention fondée sur ceux des stakeholders recouvre la distinction entre évaluation de nature marchande dans une optique liquidative (approche statique) et évaluation fondée sur le processus économique de l'entité (approche dynamique).

<sup>1</sup> BIONDI Y, « La valorisation des actifs dans le cadre conceptuel de la future normalisation comptable internationale, particulièrement au regard des normes 36 et 38 », Revue n°02 du Comptabilité Contrôle Audit, Paris, 2004, P10.

<sup>2</sup> RICHARD J, « Comment la comptabilité traditionnelle allemande protège les créanciers et les managers : une étude historique et sociologique », Cahier de recherche n° 2002-01 du EREG, Université Paris Dauphine, (2002) P5.

<sup>3</sup> Biondi, Canziani et Kirat, 2007.

<sup>4</sup> La norme IAS 16.

## LA PRESERVATION DE LA VALEUR FINANCIERE DE L'ENTREPRISE

Un tel basculement conventionnel se traduit par la remise en cause du coût historique comme base d'évaluation des actifs au profit d'évaluations à la valeur de marche (fair value) ou d'évaluations de nature actuarielle<sup>4</sup>. Une telle évolution n'est pas sans faire écho aux développements de la théorie positive de la comptabilité. L'évaluation à la juste valeur permet de s'extraire des données comptables, suspectées d'être manipulables par les firmes (par exemple au travers des dotations aux amortissements et provisions). Elle fait aussi écho à l'évaluation des firmes au travers de la méthode EVA, notamment en considérant que la valeur de l'entreprise, à l'instar de celle d'un titre financier, peut être obtenue par l'actualisation des free cash flows.

Par exemple, dans le cadre d'une approche statique, les actifs intangibles sont évalués à travers des flux des ressources futurs que leur détention assurera au porteur. A l'inverse dans une approche dynamique, il s'agit de la somme capitalisée des dépenses réalisées par l'entreprise. Il s'agit de rendre compte de l'activité de l'entreprise plus que d'estimer l'équivalent de la valeur de cession d'un titre.

Si au final les IFRS ne portent pas en elles-mêmes le primat accordé aux valeurs de marche, comme l'a montré la norme IAS 38 (Actifs immatériels), il n'en demeure pas moins que le retour de l'évaluation à la valeur de marche marque la diffusion au sein de la sphère productive d'une logique d'évaluation qui est plus celle des éléments d'actifs de la firme séparément comme autant de titres négociables. A l'inverse dans une approche dynamique, la valeur de l'actif ne peut provenir que de sa combinaison avec les autres actifs détenus par l'entité dans le cadre du processus de production.

Comme nous l'avons vu, le risque serait de voir se constituer un système comptable principalement orienté vers le seul contrôle de la solvabilité de l'entreprise dans une optique de nature liquidative. Une telle évolution pourrait potentiellement léser les intérêts des autres stakeholders, lesquels sont plus naturellement intéressés à la continuité de l'action collective. Si l'adoption des IFRS ne marque pas le primat de l'évaluation à la valeur des marchés financiers (BIONDI, 2004)<sup>5</sup>. De plus, une telle approche repose sur le postulat qu'il est possible d'évaluer tous les marchés (mais plutôt le retour de la vieille règle prudentielle), il n'en demeure pas moins que le recours à la méthode EVA et les normes IFRS participent toutes deux de la même logique. Il s'agit de rendre compte à un investisseur financier du produit potentiel de cession que la détention d'un titre de propriété lui permet d'espérer (BIONDI, 2003)<sup>6</sup>. Cette optique liquidative sous-jacente, conséquence du mouvement de financiarisation, présente cependant deux ensembles de risques à notre sens. Tout d'abord, elle considère qu'il est possible d'évaluer séparément les différents éléments d'actif de l'entreprise en ignorant ainsi que la valeur provient en grande partie de la combinaison de ces derniers. En effet, le principe de juste valeur signifie donc que la comptabilité se place au service des actionnaires au sens où elle valorise les éléments du bilan, un par un, ou par unités cohérentes, selon leur valeur de marché ou leur évaluation boursière (SALLES & COLLETIS 2007)<sup>7</sup>. Ensuite, augmenter la place dans les évaluations comptables des valeurs de marche repose sur une hypothèse que d'aucun pourrait trouver optimiste, si ce n'est héroïque, que les signaux de prix donnés par les marchés financiers sont pleinement efficaces, fiables et non manipulables. Au contraire, il apparaît qu'il est de l'intérêt bien compris des investisseurs que les normes IFRS ne conduisent pas à une adoption littérale de la logique de la juste valeur (BIONDI, 2004)<sup>8</sup>, laquelle induirait deux types de conséquences majeures. Il s'agirait d'une part de l'abandon total de l'évaluation fondée sur les coûts ou profit d'une évaluation aux valeurs courantes de marche et d'autre part, de la prise en compte dans l'évaluation de la firme des plus values latentes. Le principe de la juste valeur ne l'emporterait au final sur le coût historique que dans des cas très particuliers (notamment les fusions-acquisitions

---

\* La valeur de l'actif est déterminée par la somme actualisée des flux de trésorerie futurs liés à la propriété de l'actif.

<sup>4</sup>Op-cit BIONDI Y.

<sup>6</sup>BIONDI Y, «L'actif comptable dans le référentiel IAS, entre normalisation internationale et enjeux financiers», Revue du Financier n° 144, Paris, 2003, P25-34.

<sup>7</sup>SALLES, M & COLLETIS, G, «Système d'information et choix de représentations du réel», Communication au Colloque International EUTIC, Athènes, 8-10 novembre 2007.

<sup>8</sup>Idem BIONDI (2004).

ou les opérations sur titres). Financiers de pouvoir confronter les valeurs de marchés à d'autres conventions institutionnalisées au moins plus fiables car plus stables (FRYDMAN, 1982)<sup>9</sup>.

## II. Les fondements théoriques

Cette partie expose un certain nombre de rappels conceptuels nécessaires à la compréhension des enjeux sur le calcul de la valeur actuarielle (comme méthode d'évaluation) dont l'objectif est de préserver la valeur financière de l'entreprise dans un environnement économique très risqué. Sont ensuite comparés les méthodes d'évaluation par rapport à celle du coût historique et les avantages économiques associés à une méthode d'évaluation.

### A. Le cadre conceptuel et les méthodes d'évaluation:

Le cadre conceptuel retient deux grands principes de maintien du capital, Le concept de maintien du capital financier qui a comme corollaire la convention du coût historique.

Le concept de maintien du capital physique qui privilégie la valeur actuelle comme base d'évaluation, les changements dans la valeur des actifs sont considérés comme des ajustements au maintien du capital et ne font pas partie du profit.

Le cadre conceptuel ne fait pas le choix explicite de l'un ou de l'autre de ces deux systèmes de mesure. Par voie de conséquence, nous estimons qu'il laisse le choix aux préparateurs des états financiers d'opter pour le modèle qui sied le mieux aux circonstances particulières de l'entreprise et qui répond aux objectifs de l'information financière et aux caractéristiques qualitatives de celle-ci.

Il est précisé par le cadre conceptuel que les flux d'actif qui dépassent les montants nécessaires pour maintenir le capital sont considérés comme du profit, d'où le lien entre le maintien du capital et les méthodes d'évaluation des éléments du patrimoine.

Malgré tout, le cadre conceptuel reste explicitement à être le texte de référence en l'absence d'une norme plus précise (COLASSE, 1996)<sup>10</sup>.

### B. Le capital et conventions d'évaluation :

Selon le cadre conceptuel de l'IASB, « un actif est une ressource contrôlée par l'entreprise du fait d'événements passés et dont les avantages économiques futurs sont attendus par l'entreprise » (MAILLET, 2005)<sup>11</sup>. Le critère de reconnaissance de l'actif est sa capacité à contribuer positivement à des flux de trésorerie. A l'inverse, un passif est éteint par une sortie de ressources représentatives d'avantages économiques futurs (La norme IAS1)<sup>12</sup>, ce qui devrait conduire à une destruction de flux de trésorerie. La logique financière transparait, en ce sens qu'une firme qui laisserait trop se déprécier certains actifs ne pourrait espérer en tirer un bon prix et perdrait globalement de la trésorerie. A l'inverse, une firme capable de maintenir à une haute valeur des actifs précédemment acquis lui assurerait un potentiel de trésorerie utilisable.

L'entreprise se ne focalise plus exclusivement sur la performance de sa production, c'est-à-dire sur la qualité de combinaison de ses actifs matériels ou immatériels, mais également sur la protection et la valorisation de chacun de ses actifs comme sources de richesse directe pour elle ou ses actionnaires. On peut facilement convenir que cette préoccupation est réelle dans les entreprises avant même que des conventions comptables ne cherchent à en traduire l'idée.

Il est précisé dans le cadre que « les capitaux propres sont l'intérêt résiduel dans les actifs de l'entreprise après déduction de tous les passifs » (Le cadre conceptuel (§49))<sup>13</sup>. En d'autres termes, la richesse créée par la firme pour les investisseurs réside notamment dans la capacité à augmenter le capital au delà de ce qui avait été apporté au départ. Le cadre pour la préparation des états financiers fait mention d'une référence qui constituerait un seuil de création de richesse,

<sup>9</sup>FRYDMAN. R, «Towards an understanding of market processes: individual expectations, learning, and convergence to rational expectations equilibrium », American Economic Review n° 72 (4), September 1982, P652-668.

<sup>10</sup> COLASSE. B, « Commentaire analytique et critique du projet de cadre conceptuel » CPDC, Paris, 1996, P29.

<sup>11</sup> MAILLET. C & LE MANH. A, « Normes comptable international IAS/IFRS », Foucher, Paris, 2005, P10.

<sup>12</sup>La norme IAS1.

<sup>13</sup>Le cadre conceptuel (§ 49).

celle du maintien du capital initial. Dès lors que le seuil initial est dépassé, la richesse créée est un bénéfice.

A cet effet quatre conventions d'évaluation sont proposées par le cadre conceptuel qui peuvent coexister au sein d'un même bilan. La première convention d'évaluation est celle du coût historique. Loin d'être obsolète, il est précisé que le coût historique peut demeurer dans bien des cas pertinent et sera retenu pour nombre d'actifs. La seconde convention est celle du coût actuel, équivalent de montant de trésorerie si le même actif était acquis au moment de l'établissement des comptes. En d'autres termes, il s'agit d'une valeur de remplacement. La troisième convention est la valeur de réalisation, ou prix de vente de l'actif qui résulterait d'une transaction sur un marché actif. En d'autres termes, il s'agit de la valeur vénale. La quatrième et dernière convention proposée est la valeur actualisée des flux de trésorerie que l'on pourrait attendre de l'utilisation de cet actif.

En considérant maintenant les concepts de capital développés précédemment, il apparaît que le choix d'un concept influence logiquement le choix des conventions d'évaluation.

Dans le cadre du capital financier, même s'il est clairement exprimé que toutes les conventions pré-citées sont utilisables, les valeurs de réalisation ou valeurs vénales semblent les plus cohérentes avec l'objectif de maintien du nominal ou du pouvoir d'achat investi. A défaut d'existence de marchés actifs, les valeurs d'actualisation semblent également adaptées.

A contrario, le concept de maintien du capital physique conduit à retenir essentiellement le coût actuel des biens car c'est bien cette valeur qui représente le mieux ce qu'il faudrait investir au moment de l'établissement des comptes pour reconstituer l'appareil de production de l'entreprise et ainsi atteindre la même capacité productive.

Ce concept de capital apparaît donc central pour orienter les choix de convention d'évaluation des actifs et passifs. Ces choix réalisés ont enfin une conséquence directe sur la mesure des capitaux propres, intégrant le bénéfice créé sur la période qui définit la valeur réelle d'une entreprise.

### **III. L'impact des conventions d'évaluation sur la mesure du patrimoine et bénéfice**

Si la valeur du capital (ou patrimoine) et donc du bénéfice est dépendante de la valeur des actifs et passifs, il importe d'explicitement les conventions d'évaluation qui sont préconisées pour élaborer les états financiers. Ce détour éclaire dans un premier temps les liens qui peuvent être identifiés entre concept de capital et conventions d'évaluation. Dans un second temps, les conséquences pratiques de ces liens sont envisagées.

#### **A. Le coût historique et la juste valeur : quels enjeux en IFRS ?**

La comptabilité est une discipline riche en conventions, le praticien ne pouvant se permettre d'être en proie au questionnement pour chaque opération économique qu'il doit traiter. «La convention comptable peut être appréhendée comme un transmetteur d'informations qui coordonne le comportement du professionnel en « balisant » sa tâche par un ensemble d'indicateurs» (AMBLARD, 2002)<sup>14</sup>. Dans la pratique, le comptable se réfère à des conventions dont certaines lui indiquent la marche à suivre pour évaluer les actifs. En Algérie, le coût historique est la convention d'évaluation de référence, en cela qu'il constitue la solution à laquelle les comptables font instinctivement référence dès qu'une évaluation est nécessaire. Dès lors, l'incertitude et les interrogations disparaissent de la phase d'évaluation puisque le praticien a la conviction qu'il agit conformément à ses pairs. Néanmoins, le coût historique n'est pas la seule méthode d'évaluation, d'autres comme la valeur de remplacement, la valeur d'usage ou la juste valeur existent mais n'ont pas fait jusqu'à présent l'objet d'un consensus de la profession comptable actuelle.

---

<sup>14</sup> AMBLARD. M, « Comptabilité et conventions », L'Harmattan, Paris, 2002, P16.

## LA PRESERVATION DE LA VALEUR FINANCIERE DE L'ENTREPRISE

Les normes IAS/IFRS introduisent nombre de nouvelles pratiques comptables, dont la plus controversée est la juste valeur (CASTA, 2009)<sup>15</sup>. Cette notion peut être appliquée à tous les postes du bilan. Néanmoins, centrons l'étude sur un cas en particulier : celui de l'évaluation après comptabilisation des immobilisations corporelles. Sur ce point, deux traitements sont face-à-face : le coût historique (la convention généralement acceptée) et la juste valeur (l'alternative introduite par l'IASB). Ces deux modèles d'évaluation sont, par nature, opposés puisque le premier maintient le coût d'achat diminué de ses amortissements, alors que le second constate régulièrement la valeur présente du bien.

La juste valeur s'inscrit dans le sillage du cadre conceptuel plaçant les investisseurs actuels et potentiels comme les principaux destinataires de l'information véhiculée par les états financiers. Or, pour ces derniers l'information doit permettre de prendre les décisions économiques appropriées, et l'on peut penser qu'une information basée sur la valeur de marché s'y prête efficacement. De plus, la juste valeur est la déclinaison technique du principe de « substance over form ». Celui-ci estime qu'une transaction doit être « comptabilisée et présentée conformément à sa substance et à sa réalité économique et non pas seulement selon sa forme juridique » (Cadre conceptuel (§35))<sup>16</sup>. C'est pourquoi, certains assignent à la juste valeur la capacité de donner la valeur réelle du patrimoine de l'entreprise.

Certains estiment que le coût historique est une image d'une comptabilité prudente, fiscaliste et juridique, « qui fonctionne comme un filtre asymétrique privilégiant la reconnaissance des pertes potentielles et reportant celle des profits à la réalisation effective de la transaction » (REVAULT, 2009)<sup>17</sup> renvoyant ainsi à « un modèle fragile de la mesure du résultat et du patrimoine » (CASTA & RAMOND, 2003)<sup>18</sup>. Sa simplicité d'utilisation et d'interprétation a donné à la comptabilisation au coût historique le statut de convention de référence.

La juste valeur a donc une vertu économique reconnue vis-à-vis du coût historique. Mais l'évaluation à la juste valeur s'oppose au principe de prudence qui est l'un des principes fondamentaux du droit comptable. Ce principe nous renvoie à la comptabilisation aux coûts historiques qui permet, d'intégrer le plus simplement l'incertitude dans les modèles comptables (CASTA, 2003)<sup>19</sup>. Et donc Privilégiant une comptabilité fondée sur le droit de propriété, la comptabilité traditionnelle est la représentation chiffrée du patrimoine juridique d'une entreprise. Au contraire, l'IASB dans son cadre conceptuel, a introduit le postulat de prééminence de la substance sur la forme, qui vise à présenter les droits, obligations et avantages économiques qui sont à la disposition d'une entité. Si la vision patrimoniale l'emporte, un financement par crédit-bail sera par exemple analysé en comptabilité comme une location alors qu'il pourra être immobilisé selon les normes IFRS.

Donc la question ouverte qui se pose après plus d'un demi-siècle est de savoir si cette juste valeur introduite en comptabilité est la valeur la plus juste, c'est-à-dire de savoir si elle répond aux besoins des utilisateurs de l'information comptable et notamment les actionnaires. La crise financière, devient une crise économique majeure, qui a remise en cause les méthodes d'évaluation qui ont une base « juste valeur ».

Un débat au sujet de l'évaluation à la juste valeur commencé au début des années 2000, lorsque le référentiel IFRS s'est imposé aux entreprises. Les arguments présentés par les uns et les autres sont d'ordre économique et financier et portent également sur les principes comptables. Comme l'écrit Michel CAPRON 2005, « sous les apparences d'une technique, la comptabilité est

<sup>15</sup> CASTA. J-F, « Incertitude et comptabilité : Encyclopédie de Comptabilité sous la direction de Bernard COLASSE », Éd Economica, 2 édition, Paris, 2009, P939.

<sup>16</sup> Cadre conceptuel §35.

<sup>17</sup> REVAULT. P. « La juste valeur en comptabilité, au cœur de la normalisation comptable », CREG. Université Paris Dauphine, 2009.

<sup>18</sup> CASTA. J-F & RAMOND. O. « De la construction du résultat comme mécanisme de gouvernance Quelques pistes de recherche », Laboratoire DRM, Université Paris-Dauphine, 2003, P29.

<sup>19</sup> CASTA. J-F. « La comptabilité en « juste valeur » permet-elle une meilleure représentation d'entreprise ? » CEREG, Université Paris Dauphine, 2003, P5-6.

en fait un ensemble de constructions sociales, historiquement datées et génératrices d'effets économiques ». Les normes comptables ne sont donc pas neutres (CAPRON, 2005)<sup>20</sup>.

## B. La valeur actuarielle comme convention d'évaluation de la « juste valeur »

La théorie des revenus initiée dans son application au domaine comptable par Edwards et Bell (1961) puis développée par R. Mattessich (1964) et R.R. Sterling (1970) propose comme finalité du modèle comptable, la mesure de l'accumulation de valeur pour les investisseurs. La finalité du système d'information comptable est de mesurer le retour sur investissement pour les actionnaires. En conséquence, les sources de résultat sont non seulement la création de valeur liée aux transactions commerciales mais aussi toutes autres formes d'accumulation ayant un impact positif sur la valorisation du capital investi.

Ainsi, les plus values latentes sur les éléments du patrimoine de l'entreprise sont d'un point de vue conceptuel source de profit et donc d'augmentation des capitaux propres.

Cette différenciation par rapport au modèle alternatif veut que le bilan soit un rassemblement d'éléments créateurs de richesses et qu'un compte d'actif soit la représentation substantive d'une valeur capitalisée. La valeur totale de l'entreprise ne dépend pas uniquement des actifs existants, mais d'une quantité d'autres facteurs. Aussi un bilan ne peut rendre compte de la valeur de la totalité de l'entreprise que si les postes de l'actif et du passif ont été définis de façon à intégrer des éléments (incorporels pour la plupart) qui ne figurent pas dans les documents établis selon les référentiels comptables généralement admis. En conséquence, toute immobilisation même créée par l'entreprise en tant que potentiel de richesses a vocation à être reconnu comme un "actif substantif"<sup>21</sup>.

De même tout goodwill est un actif puisqu'il représente la valeur capitalisée de rentes différentielles escomptées\*.

Dans le cadre de la théorie de la valeur et d'une conception financière du capital dont l'objectif est le maintien du pouvoir d'achat du capital investi dans l'entreprise, seule la valeur actuarielle est en mesure de fournir une mesure pertinente de la "juste valeur" des actifs.

Plusieurs méthodes (ou conventions) d'estimation de la valeur actuarielle peuvent être adaptées à cet objectif : **valeur objective de marché** ou **valeur calculée par l'actualisation des flux de revenus futurs**. La valeur la plus pure d'un point de vue théorique consiste probablement à évaluer les actifs à leur **valeur actualisée nette**, sachant que la valeur de l'entreprise ne dépend pas uniquement des actifs existants, mais de quantité d'autres facteurs mesurés par actualisation des anticipations de flux de revenus\*. Cette approche est doublée, chez les anglo-saxons des deux autres types de mesure faisant référence au marché : le pouvoir d'achat actuel et le coût actuel. Ces deux mesures ne s'éloignent pas fondamentalement de ce qui est qualifié habituellement de valeur de remplacement.

Privilégier une approche financière, c'est privilégier une stratégie de création de valeur pour l'actionnaire ; tout actif est assimilable à un actif financier dont la valeur actuelle est celle des flux qu'il est supposé engendrer, compte tenu de son risque (TELLER & DUMONTIER, 2001)<sup>21</sup>. La richesse créée pour les actionnaires résulte alors de l'accroissement de la valeur actuelle du portefeuille d'actifs. Ainsi un cadre conceptuel comptable définissant sa finalité en terme de maintien de capital financier a vocation à reconnaître tout actif créateur de valeur, notamment l'ensemble des éléments immatériels liés au savoir-faire et compétences de l'entreprise.

<sup>20</sup>CAPRON. M, « Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier », La Découverte, Paris, 2005, P6.

\* Selon (M, Lacroix, 1996) la valeur d'un «actif substantif» repose sur l'existence d'avantages économiques futurs mesurables.

\* MARTORY. V, «Une rente différentielle est constatée si la rentabilité prévisionnelle du projet est supérieure à la rémunération du capital à investir dans le projet », (2000).

\* En pratique, une telle démarche, conduit inévitablement à augmenter la part de subjectivité présidant à l'élaboration des états financiers à la recherche d'une valeur financière de la firme.

<sup>21</sup> TELLER. R. & DUMONTIER. P, « Le modèle comptable de la valeur et la valeur du modèle comptable, dans Faire de la recherche en comptabilité financière », Vuibert, Paris, 2001, P225.

## LA PRESERVATION DE LA VALEUR FINANCIERE DE L'ENTREPRISE

En dédiant prioritairement les systèmes d'informations comptables aux actionnaires soucieux de connaître la valeur financière actuelle de leur placement, le Framework de l'IASB s'inspire des hypothèses fondatrices de la théorie de la valeur et s'éloigne du modèle sous jacent des référentiels comptables européens. En effet le sens du modèle dit de la transaction et inspiré des travaux de Schmalenbach (1919), veut que les données comptables soient orientées vers la mesure de l'efficacité de l'outil de production

### C. Coût de remplacement et le coût du capital

Le capital en soi n'existe pas il se signale par des bien réels (des actifs) (ALBOUY, 2009)<sup>22</sup>, donc le coût du capital est la rentabilité normale d'une mesure de la valorisation de l'actif et de l'équivalence de l'utilité de l'investisseur. Il est un indicateur à la fois d'enrichissement du patrimoine et de conservation de l'utilité.

Si le coût du capital n'est qu'une mesure de « conservation de la valeur » selon l'expression consacrée mais ambiguë, il ne doit pas être assimilé pour autant à un coût de maintien ou de remplacement du capital.

Un capital n'est pas forcément investi dans des titres financiers et ceux-ci peuvent être le support d'actifs non financiers. Le coût du capital a donc un certain rapport avec le prix d'achat des biens de production. Il en va du coût du capital comme du coût de n'importe quel autre facteur : à l'image des matières premières ou du travail, le capital est « consommé ». Un capital investi se déprécie tout au long de sa durée de vie. Un double transfert de valeur va s'opérer :

Une fraction de la valeur de chaque immobilisation est incorporée dans les biens ou services qu'elle contribue à élaborer ;

L'exploitation de l'immobilisation va permettre de constituer dans l'entreprise un capital d'expérience et de notoriété qui servira lui-même à développer de nouvelles affaires.

La création de richesse par l'entreprise est un solde net (qui doit être positif) entre une création et une destruction de valeur. Un bien de production doit dégager plus de valeur qu'il n'en détruit. Dans le processus de destruction créatrice, le but est la création nette. Mais il reste vrai que les actifs productifs se déprécient à raison de leur usage et de leur obsolescence.

Mais la question standard à cet effet comment et par quelle manière l'entreprise va renouveler son capital ?

Le cas des actifs corporels fait ressortir une notion que les actifs financiers permettent mal d'appréhender : un actif productif « s'use », il ne produit de la valeur qu'au prix d'une utilisation coûteuse. Le capital investi a un coût d'exploitation ou un coût de remplacement.

On a noté :  $X = F / t$  la valeur de l'actif X.

Si DR est la dépense de remplacement du capital, et FB le flux brut dégagé par celui-ci :  $F = FB - DR$ .

Il vient :  $X = (FB - DR) / t = (FB / t) - (DR / t)$ . On a donc :

$X = \text{Valeur brute} - \text{Valeur de remplacement}$

On voit que la valeur de remplacement est une valeur de marché, calculée comme la valeur actuelle des coûts futurs de renouvellement plus les amortissements constatés (TOURNIER, 2000)<sup>23</sup>.

L'approche financière n'ignore pas la dépense de remplacement du capital ; elle le traite comme un prélèvement sur les revenus futurs, comme des cash-flows futurs négatifs. Et elle procède à l'actualisation des coûts de remplacement comme de tous les flux futurs.

On retiendra donc deux acceptions du « coût du capital ». En tant qu'investissement, le capital est l'objet d'une espérance de revenu minimum. Ce coût est un taux de rentabilité espéré pour le futur. C'est l'acception économique et académique de l'expression, telle qu'utilisée ici. En tant que facteur de production, le capital a un coût d'acquisition, divisible en coût de remplacement annuel (ou amortissement). Ce coût est une consommation de valeur. Il importe de souligner que le coût du capital dans sa première acception tient compte du coût d'usage, il est net des dépenses de remplacement.

<sup>22</sup> ALBOUY. M. « Finance immobilière et gestion de patrimoine », Economica, Paris, 2009, P 13.

<sup>23</sup> TOURNIER. J-C. « La révolution comptable : du coût historique à la juste valeur », Ed D'organisation, Paris, 2000, P39.

## LA PRESERVATION DE LA VALEUR FINANCIERE DE L'ENTREPRISE

Dans l'évaluation financière d'un actif, la valeur se calcule logiquement sur la base de flux nets, c'est-à-dire des flux de revenus diminués des investissements de maintien. De sorte que le coût du capital qui sert de taux d'actualisation représente un taux net mesurant la mise en valeur du capital au-delà de son maintien. Car pour conserver sa valeur relative, cet actif ne doit pas seulement maintenir sa valeur nominale mais l'accroître au coût du capital. Dans l'approche théorique sauf les méthodes actuarielles qui peuvent maintenir le seul de cette valeur (BATSCH, 2009)<sup>24</sup>.

**II. L'approche actuarielle:** L'approche actuarielle, basée sur l'actualisation des flux futurs, estime la valeur de l'entreprise à partir de sa capacité à générer des flux de trésorerie disponibles qui seront actualisés à un taux (le taux d'actualisation) qui tient compte du risque de l'actif économique. En effet, cette approche est basée sur le fait que ce ne sont pas les flux passés qu'achète l'investisseur, mais les flux futurs. Les différentes méthodes basées sur l'actualisation que nous allons, à présent, développer vont tenter d'expliquer la formation des prix à partir des flux futurs des richesses dégagées par l'entreprise. La valeur actuelle de l'entreprise est alors déterminée comme la somme de ses flux futurs actualisés. Ces flux futurs, qui vont servir de base aux calculs d'actualisation, peuvent correspondre aux revenus retirés par les actionnaires, c'est à dire aux dividendes majoré de la valeur de revente future du titre, aux résultats dégagés par l'entreprise, ou bien encore à son cash flow. Tout dépend de ce que l'investisseur considère comme étant la véritable richesse dégagée par l'entreprise (BATSCH, 1999)<sup>25</sup>. Dont les méthodes statistiques qu'on propose tels que la formule d'Irving-Fisher et le modèle de Gordon-Shapiro qui ont participé au développement de la recherche actuarielle, mais il y a d'autres modèles qui sont inespérés par ces derniers comme le modèle de Bates prolonge l'approche développée par Gordon-Shapiro et le modèle de Molodovsky qui est très proche du modèle de Bates.

**A. La formule fondamentale d'Irving-Fisher :** La justification économique de l'investissement la plus communément partagée repose sur l'appréciation de la rentabilité. Concrètement, cette mesure se détermine par la comparaison entre la somme du profit futur et celle de la dépense initiale. Chacun des termes de cette comparaison peut se développer sur plusieurs années, tant pour les dépenses engagées que pour les revenus futurs. Dans ces conditions, il est nécessaire de prendre en compte « la valeur du temps » en actualisant les dépenses et les revenus correspondant à chaque exercice. Cette réalité, est décrite par Irving-Fischer qui présente « la valeur de tout capital comme la somme actuelle de son rendement futur ». Cette réflexion est matérialisée, dans le cadre d'un investissement en bourse, par la formule suivante:

$$V_0^{IF} = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Avec :  $V_0$  : La valorisation actuelle,

$D_j$  : Le dividende perçu pour  $j=1, \dots, n$  ,

$V_n$  : Le prix de revente de l'action à l'année<sup>n</sup> ,

$t$  : Le taux d'actualisation.

<sup>24</sup> BATSCH, L, «la théorie de la valeur de l'entreprise », CEREG, 2009, P26.

<sup>25</sup>BATSCH, L, « Finance et stratégie », Economica, Paris, 1999, P312.

Sous une certaine simplicité apparente, cette formule, qui est à la base de toutes les méthodes d'évaluation actuarielles, n'en est pas moins difficile à utiliser en pratique, étant donné qu'il est nécessaire de déterminer au préalable le taux d'actualisation à appliquer, les dividendes futurs (fonction des résultats futurs et de la politique de distribution des dividendes retenue par les dirigeants) et le prix auquel les investisseurs pourront revendre l'action dans N années. En définitive, on se rend compte que la contribution concrète de cette approche reste limitée. En effet, ce modèle fondamental, s'il présente l'avantage de la simplicité, repose, malgré tout, sur un certain nombre d'hypothèses fortes qui doivent préalablement être justifiées. Par contre, d'importants efforts de simplification ont permis ensuite de développer d'autres modèles (le modèle de Gordon-Shapiro, le modèle de Bates, ...), plus accessibles et plus satisfaisants. Ce sont ces modèles (que nous allons à présent développer) qui vont être utilisées par les spécialistes de l'évaluation financière pour valoriser les entreprises cotées en bourse.

**B. Le modèle de Gordon-Shapiro**

Les travaux de Gordon-Shapiro se distinguent entre une première formule qualifiée et simplifiée et une seconde dite développée. Comme sa définition le laisse entendre, la première formule recouvre des hypothèses très réductrices de l'équation d'Irving-Fischer :

Hypothèse n°1 : la croissance des dividendes est réputée constante à un taux  $g$  avec un Pay-Out ( $PO$  : taux de distribution des dividendes) stable (COISPEAU & BESSIERE, 1996) <sup>26</sup>

Hypothèse n°2 : la période considérée  $n$  tend vers l'infini.

Le Pay-Out lié à l'exercice en cours  $PO_0$  correspond à :

$$PO_0 = \frac{D_1}{BN_0}$$

La prise en compte de l'hypothèse de croissance du dividende au taux  $g$  permet d'exprimer :

$$D_n = D_{n-1} (1+g)$$

Soit :

$$D_n = D_1 (1+g)^{n-1}$$

On peut ensuite mettre  $D_1$  en facteur dans l'équation fondamentale d'Irving-Fischer :

$$V_o^{IF} = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Soit :

$$V_o^{GS} = D_1 \left[ \frac{1}{(1+i)} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+i)^n} \right] + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Au voisinage de l'infinie ;

$$\frac{1}{(1+t)} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+t)^n} \quad \text{tend vers } \frac{1}{t-g}$$

$$\frac{V_n}{(1+t)^n} \quad \text{tend vers } 0$$

D'où :

$$V_n \approx \frac{D_1}{r - g}$$

Avec :  $D_1$  : Le dividende versé au titre de l'année en cours et encaissé à l'année 1 ,

$r$  : Le taux de rentabilité risqué,

$g$  : Le taux de croissance du dividende à l'infini.

Si ce modèle est séduisant, par le fait qu'il est possible de déterminer la valeur d'une action à partir de son dividende attendu et d'un taux de croissance constant des dividendes futurs, il souffre d'hypothèses peu réalistes car trop simplificatrices. Ainsi, l'hypothèse d'un taux de croissance  $g$  constant des dividendes à perpétuité est peu vraisemblable. De plus, cette valorisation s'entend le lendemain du paiement de  $D_1$ , et à la condition que  $r$  soit notablement supérieur à  $g$ . L'extrême sensibilité de cette valorisation à la différence  $r-g$  du dénominateur limite donc considérablement la crédibilité de cette formule simplifiée. Pour répondre à ces limites, la formule développée de Gordon-Shapiro a tenté d'aménager les hypothèses, ou plutôt de les décaler dans le temps :

Hypothèse n°1 : les prévisions sur les dividendes portent sur  $D_j$ , avec  $j = 1, \dots, n$  ,

Hypothèse n°2 : à partir de l'année  $n$ , on considère l'existence d'une croissance à l'infini du dividende à un taux  $g$  constant avec un  $\frac{P}{V}$  stable.

Cette formule souffre des mêmes contraintes arithmétiques que la précédente sur  $r-g$ . De plus, elle s'avère plus lourde à calculer. Toutefois, et c'est ce qui explique son utilisation dans la pratique des marchés. De façon plus globale, l'approche de Gordon-Shapiro présente un certain nombre d'avantages. En effet, elle s'appuie sur des flux réels (les dividendes versés aux actionnaires) et répond sur ce point à la préoccupation de l'investisseur en quête d'une mesure concrète de retour sur son placement. Cette approche intègre également dans son actualisation une des composantes de la valorisation des marchés actions avec le choix d'un taux  $r$  de rentabilité spécifique des actions risquées. Par contre, cette approche reste éloignée de toute référence au prix de marché. De plus, la formule, sous sa forme développée, est fortement dépendante, à l'issue de la période de prévision des analystes, de la contribution prépondérante de

$\frac{V_n}{(1+t)^n}$  dans la détermination de  $V_1$ . En définitive, si le modèle de Gordon-Shapiro offre l'avantage de la simplicité, il reste difficile à mettre en oeuvre dans la mesure où les dividendes futurs et le taux d'actualisation sont concrètement des éléments délicats à déterminer.

**Conclusion :** L'évaluation d'entreprise est constitutive d'une véritable doctrine financière, à ce titre, est un champ privilégié pour l'expérimentation des concepts issus de la théorie des flux qui mobilise un bon nombre de couples célèbres en théorie financière de l'entreprise: bilan et résultat, valeur comptable et bilan économique, flux comptable et flux de trésorerie, valeur historique et valeur de marché, valeur comptable et valeur de remplacement, valeur de l'entreprise et structure financière, coût du capital et performance, coût de l'action et coût de l'actif, coût actuariel et coût de remplacement...etc.

Cette nouvelle approche de l'évaluation présente l'avantage de tenir compte du prix du marché et de la situation économique de l'entreprise en N temps. A partir des prévisions et d'analyse repose sur des hypothèses théoriques d'actualisation des free cash flow. En effet, cette dernière plus souvent utilisée par les professionnels des marchés financiers. La méthode d'actualisation des free cash flow est, au milieu de toutes les méthodes d'évaluation basées sur l'actualisation des flux futurs, qui est la méthode de référence des marchés boursiers.

### La bibliographie :

- ALBOUY. M, « Finance immobilière et gestion de patrimoine », Economica, Paris, 2009.
- AMBLARD. M, « Comptabilité et conventions », L'Harmattan, Paris, 2002.
- BATSCH. L, « la théorie de la valeur de l'entreprise », CEREG, 2009.
- BATSCH. L, « Finance et stratégie », Economica, Paris, 1999.
- BIONDI Y, « La valorisation des actifs dans le cadre conceptuel de la future normalisation comptable internationale, particulièrement au regard des normes 36 et 38 », Revue n°02 du Comptabilité Contrôle Audit, Paris, 2004.
- BIONDI Y, «L'actif comptable dans le référentiel IAS, entre normalisation internationale et enjeux financiers», Revue du Financier n° 144, Paris, 2003.
- CAPRON. M, « Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier », La Découverte, Paris, 2005.
- CASTA. J-F, « Incertitude et comptabilité : Encyclopédie de Comptabilité sous la direction de Bernard COLASSE », Éd Economica, 2 édition, Paris, 2009.
- CASTA. J-F & RAMOND. O, « De la construction du résultat comme mécanisme de gouvernance Quelques pistes de recherche », Laboratoire DRM, Université Paris-Dauphine, 2003.
- CASTA. J-F, «La comptabilité en « juste valeur » permet-elle une meilleure représentation d'entreprise ? » CEREG, Université Paris Dauphine, 2003.
- COLASSE. B, « Commentaire analytique et critique du projet de cadre conceptuel » CPDC, Paris, 1996.
- COISPEAU. O & BESSIERE. V, « L'évaluation des entreprises », 3 édition, Ed SEFI. Paris, 1996.
- FRYDMAN. R, «Towards an understanding of market processes: individual expectations, learning, and convergence to rational expectations equilibrium », American Economic Review n° 72 (4), September 1982.
- MAILLET. C & LE MANH. A, « Normes comptable international IAS/IFRS », Foucher, Paris, 2005.
- REVAULT. P, « La juste valeur en comptabilité, au cœur de la normalisation comptable », CREG. Université Paris Dauphine, 2009.
- RICHARD J, « Comment la comptabilité traditionnelle allemande protège les créanciers et les managers : une étude historique et sociologique », Cahier de recherche n° 2002-01 du EREG, Université Paris Dauphine, 2002.
- SALLES. M & COLLETIS. G, « Système d'information et choix de représentations du réel », Communication au Colloque International EUTIC, Athènes, 8-10 novembre 2007.
- TELLER. R. & DUMONTIER. P, « Le modèle comptable de la valeur et la valeur du modèle comptable, dans Faire de la recherche en comptabilité financière », Vuibert, Paris, 2001.
- TOURNIER. J-C, « La révolution comptable : du coût historique à la juste valeur », Ed D'organisation, Paris, 2000.
- La norme IAS1.
- La norme IAS 16.
- Le cadre conceptuel (§ 49).
- Le cadre conceptuel §35.