
L'ARBRE COMPTABLE ET LA FORET ECONOMIQUE.

Félix BOGLIOLO *

Les investisseurs sont souvent perplexes devant les comptes que présentent les groupes dans lesquels ils placent le fruit de leur épargne.

Il est vrai qu'en apparence la situation est troublante. L'ouverture des frontières conduit les investisseurs d'un pays à prendre des risques dans un autre pays, cependant que dans ces deux Etats les comptes ne sont pas établis suivant les mêmes normes. De plus, dans un même territoire, les différentes sociétés utilisent des références différentes.

Suivant la culture nationale, la primauté de la notion de patrimoine par rapport au critère de résultat, le recours plus ou moins intense au marché des capitaux, le principe de prudence peut l'emporter sur la prise en compte simultanée des revenus et des charges qui s'y rapportent. Tout le jeu des dotations aux amortissements et provisions découle de ces préalables.

Cette diversité de pratiques modifie à l'évidence les résultats comptables des sociétés et donc leur bénéfice par action (B.P.A.). Or, une croyance populaire considère que la valeur des groupes est régie par leur bénéfice par action. Dès lors, les options comptables seraient cause de perturbations parasites pour apprécier la valeur des groupes. Cette situation explique les prises de position en faveur d'une unification internationale très stricte des normes comptables.

En fait toutes les études statistiques montrent que le coefficient d'explication (R^2) de la valeur d'un groupe par le B.P.A. est inférieur à 0,2. D'ailleurs, tous les manuels de Finance, même ceux qui datent de plusieurs lustres, s'accordent très clairement pour estimer que la valeur d'un groupe n'est régie que par des considérations économiques telles celles décrites ci-après. Le coefficient d'explication de ces considérations économiques est donc tout naturellement d'environ 0,7-0,8.

Pour obtenir la valeur d'un groupe, il faut mener la démarche suivante :

- rapporter les flux monétaires d'exploitation de l'entité concernée aux capitaux engagés dans l'exploitation,
- comparer le rendement ainsi obtenu au "coût du capital",
- appliquer la différence entre ces deux taux aux capitaux engagés.

On obtient ainsi le résultat économique du groupe. Le cabinet américain Stern Stewart appelle ce résultat économique EVA®. Les résultats économiques futurs anticipés par le marché et ramenés en valeur actuelle à ce même coût du capital constituent la valeur du groupe.

Pour calculer les résultats économiques passés et pour forger leurs anticipations, les marchés décodent tous les signaux émis par les dirigeants et notamment les signaux numériques que constituent les états financiers. Ils décodent, c'est-à-dire qu'ils passent des résultats comptables aux résultats économiques par transposition.

Les marchés ne décodent d'ailleurs pas que les signaux numériques. Ils analysent aussi d'autres aspects : techniques, commerciaux... Ils scrutent au moins aussi attentivement les politiques adoptées : la rémunération des dirigeants, l'endettement... En termes académiques, cette pratique s'appelle 'la théorie des signaux'. Il s'agit de décrypter tous les actes des groupes et de leurs dirigeants, afin de prévoir leurs résultats économiques futurs et ainsi fixer la valeur de marché des groupes.

La seule chose qui importe aux marchés est donc de savoir précisément quel code utilisent les groupes lorsqu'ils émettent leurs signaux numériques. Les marchés peuvent alors effectuer un travail de décodage efficace, c'est-à-dire construire une grille de transposition pour passer des publications comptables aux réalités économiques. Si les groupes changent de 'code' d'une année sur l'autre, cela oblige les marchés à construire une nouvelle grille de transposition, ce qui augmente leur coût d'obtention de l'information économique recherchée : ennuyeux mais sans plus. Que deux groupes semblables utilisent des codes différents pose le même genre de problème superficiel.

In fine, le résultat économique calculé est indépendant de la grille utilisée pour transposer les signaux numériques comptables en performance économique.

En tout état de cause, les publications exclusivement comptables ne sont guère pertinentes car elles se réfèrent au passé. Or, nous l'avons vu, ce sont les flux futurs qui déterminent la valeur des groupes. Ce n'est donc que dans la mesure où les comptes ont un contenu informationnel sous-jacent pour l'avenir, qu'ils peuvent présenter un intérêt sur le plan économique.

Par contre, les annonces comptables peuvent être accompagnées de décisions opérationnelles qui sont porteuses d'un contenu informationnel supérieur. Ces décisions, qui ont une incidence sur l'avenir, ne sont malheureusement pas toujours publiées, ou lorsqu'elles le sont, s'avèrent insuffisantes aux yeux des marchés. Ceux-ci émettent alors un jugement négatif sur le groupe concerné et proclament : "Les dirigeants sont obnubilés par l'arbre comptable et ne voient pas la forêt économique !".

Investisseurs ! Ne vous trompez pas de débat et n'accordez pas à l'information comptable une importance exagérée ! Ne confondez pas l'instrument et l'objectif recherché ! Soyez plutôt exigeants en matière de performance économique !

L'important fonds de pension américain CALPERS est bien sur cette ligne lorsqu'il a annoncé récemment qu'il évaluerait dorénavant son portefeuille actuel et qu'il déciderait de ses investissements futurs sur la base de leur EVA®.

L'auteur remercie Raymond DANZIGER de ses apports à cet article.