



DEVELOPPEMENT DES MARCHES FINANCIERS ET EVALUATION DES ACTIFS BANCAIRES : COUT HISTORIQUE *VERSUS* JUSTE VALEUR. L'EXEMPLE DE LA TITRISATION

Elisabeth Combes Thuélin

*Professeur Associé, EDHEC, 58, rue du Port, 59046 LILLE cedex, Tél : 03 20 15 45 90,
elisabeth.combesthuelin@edhec.edu*

Résumé

Le recours au coût historique et à des techniques d'allègement des bilans comme la titrisation permettent aux banques de disposer d'une marge de manœuvre en matière comptable. Le développement des marchés financiers et l'orientation actuelle de l'IASC et du FASB en faveur de la juste valeur sont susceptibles de bouleverser les images des établissements telles qu'elles ressortent des documents comptables.

Mots clés : coût historique, juste valeur, lissage, déconsolidation.

Abstract

Historical cost and off balance sheet operations as securitization enable banks to improve their accounting results. IASC and FASB present trend in favour of fair value and financial markets development are likely to overturn the form of the financial statements.

Keywords : historical cost, fair value, income smoothing, off balance sheet operations.

L'évaluation et les critères d'enregistrement des actifs et des passifs dans les comptes d'une entreprise jouent un rôle déterminant dans l'élaboration de l'information financière. Selon les méthodes retenues, l'image reflétée par les états financiers est susceptible de différer. Actuellement, les comptes des entreprises sont encore largement dominés par le recours au principe du *coût historique*. Cependant, le développement des marchés financiers contribue à mettre en évidence les limites de cette méthode d'évaluation et l'intérêt que pourrait présenter une comptabilité en juste valeur qui consisterait à acter en permanence dans les comptes les variations à la hausse ou à la baisse des éléments détenus. La titrisation, en ce sens qu'elle est tout à la fois une technique de refinancement et de gestion de l'actif, illustre les ambiguïtés d'un cadre comptable qui repose encore sur une vision juridique des opérations alors même que les investisseurs privilégient leur nature économique et financière.

1 Les enjeux de l'évaluation comptable au sein du secteur bancaire

Pour formaliser notre réflexion, nous l'avons inscrite dans deux courants théoriques. Premièrement, nous nous situons dans le cadre de la *théorie de l'agence* (Jensen et Meckling, 1976) et de ses *spécificités* en ce qui concerne le *secteur bancaire*. Nous avons considéré que la banque existe pour réduire les *asymétries d'information* et qu'à ce titre, elle se voit déléguer par les déposants une mission de contrôle des emprunteurs. Deuxièmement, comme cette mission la soumet à des pressions prudentielles de la part des autorités qui sont chargées

de veiller au bon fonctionnement et à la stabilité du système financier, nous nous appuyons sur l'hypothèse des coûts politiques (Watts et Zimmerman, 1986).

1.1 Les asymétries d'information

L'évaluation au sein du secteur bancaire revêt un caractère particulier du fait de la *spécificité* de l'activité des établissements de crédit. Comme les banques sont appelées à gérer les moyens de paiement et à accorder des financements, ce sont des entreprises qui jouent un rôle clé dans l'économie. Une des raisons de l'intermédiation bancaire réside dans l'existence d'*asymétries d'information* (Leland et Pyle, 1977, cité in Scialom, 1999, p.42). Par leur position d'intermédiaires entre les déposants et les emprunteurs, les banques sont au cœur de l'*économie de l'information* et des problèmes d'*asymétrie* qui peuvent y être associés. Les banques ignorent à quel moment les déposants retireront leurs dépôts, quant à ces derniers, ils sont difficilement à même de juger de la qualité financière des établissements de crédit. Par ailleurs, cette qualité dépend notamment de l'aptitude des emprunteurs à faire face à leurs engagements. Cependant, grâce à des relations régulières et durables qui entraînent une connaissance de plus en plus soutenue de leurs emprunteurs, les banques peuvent parvenir à faire mieux que le marché en réduisant les asymétries d'information (Aglietta et Moutot, 1993). La détention d'information, notamment des données relatives au fonctionnement des comptes bancaires des emprunteurs par les banques, constitue un avantage dans la distribution des crédits (Fama, 1985). Les banques se voient ainsi déléguer le contrôle des emprunteurs par les déposants (Diamond, 1984). Le contrôle délégué permet aussi d'éviter la duplication des coûts d'étude¹ ou l'absence de contrôle due au problème du passager clandestin², deux phénomènes qui résulteraient de l'émission de la dette dans le grand public et la rendraient inefficace (Dewatripont et Tirole, 1993, p.51). Les intermédiaires financiers existent car ils permettent notamment de réduire les coûts de recherche et de transactions liés à la standardisation des échéances sur les marchés financiers (Dowd, 1996, p.115). La disparition des coûts de transactions entre un prêteur et un emprunteur s'est accompagnée de la naissance des coûts d'intermédiation entre le prêteur et la banque d'une part, la banque et l'emprunteur d'autre part.

Toute défaillance des banques est susceptible d'entraîner des réactions en chaîne : perte de confiance, raréfaction du crédit, dépôts de bilan dans d'autres banques, l'industrie et les services. Selon Benston et Kaufman (1995), les déposants qui se précipitent dans une banque pour retirer leurs dépôts le font pour des raisons bien précises : similarités, au niveau des catégories d'emprunteurs ou de leurs zones géographiques d'intervention, entre la banque dont ils sont clients et celles qui connaissent des difficultés. L'activité bancaire repose sur la *confiance*. Selon Boissieu (de) (1996), c'est parce que la monnaie véhicule et suppose la confiance, que la faillite d'une banque a plus de résonance que celle d'une entreprise industrielle ou commerciale de taille équivalente.

¹ Ces derniers auraient été d'autant plus élevés que les déposants auraient prêté des montants faibles.

² Chaque déposant compte sur les autres (qui font de même) pour réaliser le contrôle et supporter les coûts afférents.

1.2 Les contraintes prudentielles

Pour permettre aux établissements de faire face aux crises qui affectent régulièrement l'économie ainsi qu'aux défaillances de leur clientèle qui sont susceptibles d'en résulter, une importante *réglementation* à caractère prudentiel a progressivement été mise en place par les banques centrales au cours du vingtième siècle. Elle a dans un premier temps mis l'accent sur la *liquidité* des établissements de crédit, à savoir, la capacité, à un moment donné, de faire face à un passif exigible grâce à la part de l'actif réalisable et disponible. Ces préoccupations d'ordre monétaire se sont ensuite accompagnées de préoccupations quant à la solidité financière des établissements. A la fin des années 1980, les Gouverneurs des banques centrales des pays du G10, réunis dans le cadre du Comité sur le contrôle bancaire, dit Comité de Bâle, se sont accordés sur la nécessité de définir en commun³ des critères de *solvabilité*. Ces derniers devaient permettre aux établissements de disposer d'une surface financière minimale, en relation avec le montant des crédits accordés, ceci afin de faire face à une éventuelle dégradation de la qualité de leurs encours. Ces travaux ont débouché sur la naissance d'un ratio de solvabilité⁴, communément appelé ratio Cooke, et qui est aujourd'hui l'objet d'une refonte (ratio Mac Donough). Dans la mise en évidence du rôle important qui peut être joué par les *fonds propres*, la crise qu'ont connue les caisses d'épargne américaines au cours des années 1980 a été déterminante. L'objectif implicitement assigné à la réglementation prudentielle est la maîtrise du risque systémique. Ce risque correspond à la crainte d'un dysfonctionnement majeur, sous la forme d'une « propagation de faillites dans l'ensemble du système bancaire et financier ou du moins susceptible de le précipiter dans une situation de rupture » (Dietsch et Pagès, 1993, p.83).

Or, ce sont les *données comptables* qui servent de support à cette réglementation prudentielle, les *méthodes d'évaluation* retenues par les établissements de crédit vont donc avoir une incidence majeure sur leur capacité à respecter les normes réglementaires qui leur sont imposées. La comptabilité au sein du secteur bancaire revêt ainsi un caractère particulier. En période de crise, par souci de conformité à la réglementation prudentielle, les banques vont être tentées d'utiliser des méthodes comptables leur permettant de maintenir un résultat et donc des fonds propres à un niveau permettant notamment de satisfaire au ratio de solvabilité⁵.

2 Marchés financiers, juste valeur et évaluation des actifs

A la différence du coût historique qui est fondé sur des valeurs passées, la juste valeur est susceptible de se référer à la valeur prise par les actifs sur les marchés financiers. Elle repose notamment sur une évaluation des flux futurs de trésorerie associés à leur détention.

³ Il est nécessaire que les contraintes en terme de niveau de fonds propres soient identiques d'un pays à l'autre, ceci afin d'éviter les distorsions de concurrence.

⁴ Il rapporte des fonds propres à des actifs pondérés selon leur niveau de risque.

⁵ En ce qui concerne la problématique générale du lissage du résultat, il est possible de se référer à l'article de Chalayer (1995).

2.1 La théorie des marchés efficients et la comptabilité

Le recours aux marchés comme mode d'évaluation des actifs financiers repose sur l'hypothèse qu'ils sont efficients. Sur le plan informationnel, un marché est dit efficient si toute information contribuant à l'évaluation des actifs financiers qui y sont échangés se trouve immédiatement reflétée dans les cours. Ainsi, lorsqu'un marché est efficient, le cours d'une valeur mobilière fournit une bonne estimation de la valeur réelle d'une société puisqu'il est censé intégrer l'ensemble de l'information disponible. A ce stade, Fama (1965) distingue trois formes d'efficience : une efficience faible (l'information disponible se limite à des données historiques comme le cours, les volumes de transaction ou la position de place), une efficience semi-forte (outre les données précédentes, l'information disponible comprend l'ensemble de l'information publique, notamment les documents comptables publiés), enfin, une efficience forte (l'information disponible regroupe l'ensemble de l'information qu'elle soit publique ou privée). Compte tenu des contraintes réglementaires liées à l'utilisation d'informations privées, les marchés sont normalement efficients sous une forme semi-forte. Effectivement, tout mouvement de cours antérieurement à la publication d'informations officielles destinées au public fait généralement l'objet d'un contrôle de la part des autorités de surveillance du marché. Ainsi, en France, la réalisation d'un profit lié à l'utilisation d'information privée (efficience forte) correspond au délit d'initié⁶.

Normalement, si les marchés sont efficients, les manipulations comptables qui n'entraînent pas de modification des flux de trésorerie ne doivent avoir aucun effet sur le cours des titres. Cependant, il semblerait que certains investisseurs, inconscients de ces manipulations possibles, ne soient pas rationnels et fondent leurs décisions uniquement sur un critère de résultat, le résultat net par exemple (Hand, 1990, et Harris et Ohlson, 1990). Ce type d'analyse constitue une remise en cause de l'hypothèse des marchés efficients. En recourant au lissage, l'entreprise tentera donc de produire le résultat attendu par le marché. Cependant, si nous nous plaçons dans l'hypothèse d'efficience des marchés, se référer à la valeur prise sur ces mêmes marchés par un actif financier (ou un actif aux caractéristiques identiques, si celui que nous cherchons à valoriser n'est pas coté) peut apparaître comme étant la meilleure manière de l'évaluer comptablement. Un tel raisonnement appliqué à l'ensemble des éléments qui constituent le bilan d'une banque conduirait à prendre en compte les gains latents ainsi que certaines pertes latentes qui sont susceptibles de ne pas être provisionnées du fait de l'application du principe du nominalisme dans le cadre d'une comptabilité d'intention⁷ fondée notamment sur l'horizon de détention des actifs⁸. Ceci constitue un véritable défi dans la

⁶ Dans les faits, ce qui constitue le délit, ce n'est pas d'être détenteur d'une information privilégiée, mais de profiter de cette qualité pour en tirer avantage. Aussi, en France, la Commission des Opérations de Bourse (COB) prévoit que tout initié qui souhaite vendre des titres publie préalablement l'information correspondante. Aux Etats-Unis, la réglementation du NYSE oblige les dirigeants à inscrire leurs opérations en bourse dans un registre public tenu par la SEC lorsqu'ils opèrent pour leur propre compte.

⁷ Sur les enjeux de la comptabilité d'intention, il est possible de se référer à Christophe (1992) et Bernheim (1993).

⁸ Ici, nous pensons notamment aux titres d'investissement que les banques ne sont pas obligées de provisionner. Pour être classés dans cette catégorie, les titres doivent être à revenu fixe et détenus de façon durable, en principe jusqu'à leur échéance (règlement 90-01 du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière). Par ailleurs, leur valeur de remboursement doit être fixe et l'établissement de crédit doit disposer des moyens nécessaires lui permettant de les conserver jusqu'à l'échéance (règlement 95-04 du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière).

mesure où les principes comptables de prudence et du coût historique apparaîtraient alors comme secondaires en regard de la notion d'image fidèle.

Les travaux actuels de l'IASC et du FASB vont dans le sens d'une comptabilité en valeur de marché (évaluation *marked to market*) et plus généralement, tous les éléments à évaluer n'étant pas l'objet de cotation, d'une comptabilité en juste valeur (*fair value*)⁹. De la même façon, le Comité de Bâle semble actuellement privilégier une approche économique fondée sur l'actualisation comme en témoigne le mode de détermination de la valeur des prêts compromis (1999).

2.2 Définition de la juste valeur

2.2.1 L'IASC

Au niveau international, l'IASC donne la définition de la juste valeur dans la norme IAS 32¹⁰ qui concerne l'information financière relative aux instruments financiers à publier en annexe. Il s'agit du « montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions de concurrence normale »¹¹. Cette définition se distingue de celle de la valeur de marché qui est plus restrictive et équivaut au « montant qui pourrait être obtenu de la vente (ou qui serait dû pour l'acquisition) d'un instrument financier sur un marché actif »¹². L'IAS 32 n'est qu'une norme de présentation des instruments financiers. Elle ne prévoit pas l'intégration des fluctuations de valeur dans le résultat.

La norme relative à l'enregistrement comptable et à l'évaluation des instruments financiers est plus délicate à élaborer puisque, contrairement à la précédente, elle vise à prendre en compte au niveau du résultat les fluctuations de valeur de ces instruments. Dans ce contexte, l'IASC a adopté une norme intérimaire IAS 39¹³ relative aux instruments financiers et concernant l'ensemble des entreprises¹⁴. Compte tenu de la définition très large des instruments

⁹ Selon les résultats de l'étude de Barth, Beaver et Landsman (1996) réalisée sur un échantillon de banques américaines, la juste valeur des prêts, titres et dettes à long terme, qui est publiée selon les prescriptions du FAS 107 (*Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*, décembre 1991), contribue beaucoup plus puissamment que la valeur comptable (en coût historique) à expliquer le prix des actions bancaires. Ainsi, il semble que quelle que soit la méthode comptable utilisée par les établissements de crédit dans la détermination de leurs résultats, les investisseurs s'intéressent à la juste valeur des actifs et des passifs qui en composent le bilan pour déterminer la valeur de ces mêmes établissements. Parmi leurs variables, ils ont étudié des prêts non performants et des actifs et passifs sensibles aux variations de taux. Les résultats de cette étude sont partiellement en contradiction avec celle de Nelson (1996) qui ne trouve de pouvoir explicatif supplémentaire à la juste valeur qu'en ce qui concerne les titres. Il n'est donc pas certain que les investisseurs utilisent toujours les informations en juste valeur qui sont fournies dans les rapports annuels.

¹⁰ Norme IAS 32 « Instruments financiers : Informations à fournir et présentation », approuvée en mars 1995, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1996, révisée en décembre 1998, parallèlement à l'approbation de la norme IAS 39. L'IAS 32 a été établie à partir de l'Exposé-sondage E48 publié pour commentaires par l'IASC en janvier 1994.

¹¹ IAS 32, paragraphe 5.

¹² *Idem*.

¹³ Norme IAS 39 « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation », adoptée le 16 décembre 1998, applicable pour les exercices ouverts à partir du 1^{er} janvier 2001, et sous certaines conditions dès 1999. Elle a été établie à partir de l'Exposé-sondage E62 publié pour commentaires par l'IASC le 17 juin 1998.

¹⁴ Seules sont exclues des opérations spécifiques comme les droits et les obligations liées aux contrats de crédit-bail et les contrats d'assurance.

financiers qui y est donnée, la norme concerne une partie importante des éléments qui constituent le bilan des établissements financiers dont elle prévoit les modalités d'enregistrement ainsi que les règles d'évaluation.

L'évaluation initiale d'actifs et de passifs financiers se fait à leur coût qui correspond « à la juste valeur de la contrepartie donnée (dans le cas d'un actif) ou reçue (dans le cas d'un passif) en échange. Les coûts de transaction sont inclus dans l'évaluation initiale de tous les actifs et passifs financiers »¹⁵. La juste valeur de la contrepartie donnée ou reçue est déterminée par référence au prix de la transaction ou à d'autres prix de marché. S'il est impossible de déterminer ces derniers avec fiabilité, la norme propose de recourir à « la somme de toutes les entrées et sorties futures de trésorerie, actualisées si l'incidence de l'actualisation est significative, par application du (ou des) taux d'intérêt prévalant sur le marché pour un instrument similaire (quant à la monnaie, la durée, le type de taux d'intérêt et autres facteurs) d'un émetteur ayant une notation semblable »¹⁶.

L'évaluation ultérieure des actifs financiers repose sur le coût amorti¹⁷ ou la juste valeur selon la catégorie à laquelle ils appartiennent :

- (a) les prêts et créances émis par l'entreprise qui ne sont pas détenus à des fins de transaction ;
- (b) les placements détenus jusqu'à leur échéance ;
- (c) les actifs financiers disponibles à la vente ;
- (d) les actifs financiers détenus à des fins de transaction¹⁸.

Les actifs financiers des catégories a et b sont évalués au coût amorti, ceux des catégories c et d à leur juste valeur, sauf si elle ne peut être mesurée de façon fiable.

L'évaluation ultérieure de la plupart des passifs financiers se fait pour leur montant comptabilisé à l'origine net des amortissements et des remboursements du montant en principal. Seuls les dérivés et les passifs détenus à des fins de transaction sont évalués à la juste valeur.

Appliquée aux établissements de crédit, la norme exclut *de facto* une partie importante de leur bilan de la valorisation en juste valeur puisqu'elle distingue l'activité d'intermédiation (a) des activités de marché et maintient certaines des orientations de la comptabilité d'intention en ce qui concerne les placements détenus jusqu'à leur échéance (b). Enfin, les dépôts ne sont pas concernés par la juste valeur. La norme est provisoire, et cette application limitée de la juste valeur s'explique par la forte opposition des établissements de crédit à la valorisation en juste valeur des prêts et des créances commerciales détenus sur leur clientèle.

¹⁵ IAS 39, paragraphe 66.

¹⁶ *Idem*, paragraphe 67.

¹⁷ *Ibid.*, paragraphe 10. Le coût amorti d'un actif ou d'un passif financier se définit comme le montant auquel cet actif ou ce passif financier était évalué lors de l'enregistrement initial moins les remboursements en principal, plus ou moins l'amortissement cumulé de la différence éventuelle entre le montant initial et le montant à l'échéance, et moins toute réduction (directement ou par le biais d'un compte de dotation) pour dépréciation ou non-recouvrement.

¹⁸ *Ibid.*, paragraphe 68.

Les variations de valeur des actifs compris dans le portefeuille de transaction (d) sont enregistrées au compte de résultat. Les variations des instruments non inclus dans ce portefeuille, mais comptabilisés en juste valeur, sont enregistrées au choix de l'entreprise, qui doit être le même pour l'ensemble d'entre eux, au compte de résultat ou directement dans les capitaux propres.

Selon l'IASC, la juste valeur d'un instrument financier peut être déterminée selon plusieurs critères :

- valeur d'échange sur laquelle s'accordent deux parties indépendantes,
- valeur actualisée des flux de trésorerie future au taux du marché,
- prix de marché si l'élément est négocié sur un marché efficient,
- prix de marché d'un élément aux caractéristiques proches négocié sur un marché efficient corrigé des valeurs représentatives des risques encourus (change, taux, contrepartie, liquidité...), si l'élément évalué n'est pas lui-même négocié sur un marché efficient.

Pour les éléments autres que ceux relatifs à l'activité d'intermédiation, nous sommes donc à l'opposé de la comptabilité d'intention. Quel que soit leur horizon de détention, les actifs doivent être valorisés en fonction des cours et des taux prévalant sur les marchés financiers. De ce fait, pendant la période de détention, les résultats et les fonds propres sont susceptibles de présenter une importante volatilité. La position de l'IASC concernant la valorisation des instruments financiers en juste valeur vient confirmer la remise en cause des pratiques de lissages de résultat que laissait présager la norme IAS 37¹⁹ relative aux provisions et aux actifs et passifs éventuels. Selon la Commission bancaire (Rapport annuel 1998, p.219), l'IAS 37 a notamment pour objet d'interdire les pratiques comptables consistant à lisser les résultats par le biais de provisions à caractère général ainsi que les provisions pour risques bancaires généraux constituées à la discrétion des dirigeants des établissements de crédit.

2.2.2 *Le FASB*

Indépendamment de l'hostilité soulevée au sein du monde bancaire par la notion de juste valeur, le FASB a adopté dès 1993 une norme relative au traitement comptable des crédits dépréciés, le FAS 114²⁰ (amendé ensuite par le FAS 118²¹). Cette norme annonce clairement le recul du nominalisme et la montée en puissance de la juste valeur. Effectivement, elle propose trois modalités d'évaluation des créances dépréciées, premièrement, à la valeur actuelle des cash-flows futurs au taux d'intérêt du prêt prévu initialement, deuxièmement, à la valeur de marché observable, et enfin, troisièmement à la juste valeur de l'actif sous-jacent le cas échéant. La norme concerne notamment l'ensemble des prêts restructurés²².

En ce qui concerne les instruments financiers, comme cela a été le cas pour l'IASC, le FASB a procédé en deux temps. En 1994, le FAS 119²³ concernait les informations sur la juste valeur des instruments financiers à fournir en annexe, alors qu'en 1998, le FAS 133 traite de

¹⁹ Applicable depuis le 1^{er} juillet 1999.

²⁰ FAS 114, *Accounting by Creditors for Impairment of a Loan*, mai 1993.

²¹ FAS 118, *Accounting by Creditors for Impairment of a Loan – Income Recognition and Disclosures*, octobre 1994.

²² FAS 114, paragraphe 9.

²³ FAS 119, *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*, October 1994.

la comptabilisation et donc de la prise en compte des gains et pertes latents dans les résultats. Dans le glossaire annexé à cette norme consacrée aux instruments dérivés et aux activités de couverture²⁴, le FASB définit la juste valeur comme le montant auquel un actif (un passif) peut être acheté (contracté) ou vendu (soldé) entre des parties consentantes au cours d'une transaction normale, c'est à dire autre qu'une vente forcée ou une liquidation. Pour déterminer la juste valeur, la meilleure solution est de recourir au prix de marché si l'instrument est coté sur un marché actif. Dans le cas contraire, il convient de retenir le prix d'actifs ou de passifs similaires et de l'ajuster à l'aide de techniques d'évaluation s'appuyant notamment sur la valeur actuelle des flux futurs de trésorerie et le choix d'un taux d'actualisation fonction du risque.

3 La titrisation : fondements et cadre juridique

La titrisation consiste à faire acquérir des créances par une entité créée à cette occasion. Pour financer ces créances qui se trouvent être des prêts que les établissements de crédit ont accordés à leurs clients, l'entité va émettre des titres (d'où la notion de titrisation).

3.1 La naissance de la titrisation : un nouveau mode de refinancement

La titrisation est née aux Etats-Unis. A l'origine, elle répond aux besoins de refinancement des agences américaines chargées de reprendre les prêts hypothécaires des établissements de crédit, notamment les caisses d'épargne, soucieuses de renouveler leur actif. Ainsi, pour résoudre le problème de l'illiquidité de l'actif des établissements, trois agences fédérales de garantie sont successivement créées des années trente aux années soixante-dix. En 1937 *la Federal National Mortgage Association (FNMA), Fannie Mae*, voit le jour. C'est un véritable investisseur institutionnel qui émet des titres (obligations et billets à court terme) pour se financer et utilise les fonds ainsi collectés pour racheter des hypothèques aux établissements soucieux de renouveler leur actif. En 1970, c'est dans le même esprit que sera créé la *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC), Freddie Mac*, plus spécifiquement orientée vers le refinancement des *Saving and Loans*. Auparavant, un nouveau pas a été franchi avec la création, en 1968, de la *Government National Mortgage Association (GNMA), Ginnie Mae*, qui concerne les créances sur les populations défavorisées, difficilement négociables sur le marché. Ces agences de refinancement ont aussi besoin de ressources. Elles contribuent à la naissance de la titrisation. Dès 1970, *Ginnie Mae*, réalise la première opération de ce type. En 1971, c'est au tour de *Fannie Mae* de se refinancer en titrisant ces créances hypothécaires. L'objectif est alors purement lié à la recherche de nouveaux modes de financement.

3.2 Les aspects juridiques de la titrisation

En France, la titrisation concerne à l'origine les établissements de crédit²⁵. Leurs créances sont cédées à un fonds commun de créances (FCC)²⁶. Les créances transférées doivent être

²⁴ FAS 133, *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*, June 1998.

²⁵ Depuis la loi DDOEF du 2 juillet 1998, les autres entreprises peuvent elles aussi titriser leurs créances commerciales.

²⁶ Loi 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

saines²⁷ (ne pas être classées en engagements douteux et donc ne pas être l'objet de provisions). En pratique, pour protéger les investisseurs contre le risque de défaut attaché aux créances titrisées et qui relève du métier bancaire, les pouvoirs publics (décret n° 89.158) ont prévu différents modes de couverture : l'assurance ou la caution bancaire, l'émission d'une part spécifique ou de titres subordonnés généralement détenus par la banque cédante, le dépôt de garantie en espèces et le surdimensionnement. Ce dernier permet de transférer un montant de créances dont la valeur est supérieure au montant des parts émises par le fonds. Comptablement, les banques françaises disposent du règlement 93-06 du 21 décembre 1993 du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF) relatif à la comptabilisation des opérations de titrisation et du règlement n°99-02 du CRC relatif à la nouvelle méthodologie de consolidation. En terme d'allègement du bilan du groupe, tout l'intérêt de l'opération consiste à ne pas consolider le véhicule ainsi créé. Des conditions sont néanmoins requises. Théoriquement, il suffit de ne pas être détenteur de parts du fonds. Cependant, selon Bussac (2000), dans le cas d'un contrôle économique de fait, lorsque notamment les entreprises cèdent des créances à un fonds qui leur est dédié tout en lui apportant leur garantie, elles sont dans l'obligation de publier en annexe des informations complémentaires sur la composition du fonds (actifs et passifs) et sur ses résultats.

La titrisation est une solution de refinancement qui se traduit par une recombinaison de l'actif puisque la sortie des créances est associée à une rentrée de trésorerie. En ce sens qu'elle permet d'alléger l'actif des établissements de crédit et d'améliorer ainsi le ratio de solvabilité, la titrisation est une alternative efficace à l'augmentation de capital lorsque celle-ci est difficile à réaliser (Gagey, 1990, p.5). La titrisation facilite le renouvellement d'un actif qui tourne d'autant plus lentement que la transformation est importante. Elle consiste à transformer en titres un ensemble de créances et constitue un moyen de gérer le risque client qui peut ainsi être transféré (La Baume et Stolowy, 1993). La titrisation correspond normalement à une réalité économique. C'est le choix financier de l'entreprise qui souhaite faire tourner son actif en le refinançant qui justifie le recours à une technique adaptée. Sur le plan juridique, la coquille constituée par l'entreprise se rétrécit alors même que, sur le plan économique, cet allègement est susceptible de favoriser un accroissement de son activité. C'est particulièrement vrai dans le cas des banques qui doivent respecter un ratio de solvabilité qui rapporte des actifs à des fonds propres.

4 Les enjeux comptables : un exemple chiffré²⁸

Titriser affecte les comptes de l'établissement cédant à deux niveaux. Lors de la cession des créances, l'établissement cédant va enregistrer une plus ou moins-value. Il y a une incidence sur les comptes sociaux. Par ailleurs, dans l'hypothèse où la cession de créance est dite parfaite, il est possible de ne pas consolider le fonds qui les a reçues. Il y a donc un allègement qui va apparaître au niveau des comptes consolidés.

²⁷ Au cours des années 1990, de nombreux établissements de crédit français se sont défaussés de leurs créances immobilières compromises en les transférant à des entités créées pour l'occasion (sociétés foncières notamment). Il convient de noter qu'il ne s'agissait pas d'opérations relevant du cadre juridique de la titrisation.

²⁸ Cet exemple est volontairement simplifié. Il s'agit de mettre en évidence les enjeux en terme d'image de l'entreprise reflétée par la comptabilité. De nombreux aspects juridiques ou financiers ne sont donc pas repris ici.

Prenons l'exemple d'un établissement qui détient un portefeuille de prêts d'une valeur nominale de 100, dont les caractéristiques sont présentées ci-après.

| ACTIF | | PASSIF | |
|------------------|-----|---------------|-----|
| Créances (prêts) | 100 | Dettes | 92 |
| | | Fonds propres | 8 |
| | 100 | | 100 |

Tab 1 : Bilan initial de l'établissement cédant.

| |
|---|
| Valeur nominale : 100 |
| Echéance : 4 ans |
| Mode de remboursement : annuités constantes |
| Taux des prêts : 8% |

Tab 2 : Caractéristiques des prêts.

| Capital restant dû au | Période | Annuité | Intérêts de la période | Remboursement du capital à l'issue de la période | |
|-----------------------|---------|---------|------------------------|--|-------|
| 1/01/1 | 100 | 1 | 30,19 | 8 | 22,19 |
| 1/01/2 | 77,81 | 2 | 30,19 | 6,22 | 23,97 |
| 1/01/3 | 53,84 | 3 | 30,19 | 4,31 | 25,88 |
| 1/01/4 | 27,96 | 4 | 30,19 | 2,23 | 27,96 |

Tab 3 : Echancier de remboursement.

4.1 Incidence sur les comptes sociaux

« Les créances cédées cessent de figurer à l'actif du bilan de l'établissement de crédit cédant. Celui-ci enregistre à son compte de résultat le gain ou la perte provenant de la cession et correspondant à la différence entre le prix de vente et la valeur comptable des créances cédées. » (article 2 du règlement n° 93.06 du 21 décembre 1993 relatif à la comptabilisation de titrisation).

| ACTIF | | | | PASSIF | | | |
|---------------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------------------------------|---------------|---------------|--------------|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Trésorerie | 102,26 | 100,00 | 97,81 | Dettes | 92,00 | 92,00 | 92,00 |
| | | | | Résultat ²⁹ | 2,26 | 0,00 | -2,19 |
| | | | | Fonds propres (hors résultat) | 8 | 8,00 | 8,00 |
| Total | 102,26 | 100,00 | 97,81 | Total | 102,26 | 100,00 | 97,81 |

Tab 4 : Bilan (social) de l'établissement cédant après titrisation.

Le poste trésorerie correspond au montant qui a été collecté suite à l'opération de titrisation. C'est la valeur actualisée, au taux du marché à la date de cession, de l'ensemble des flux de trésorerie relatifs au prêt³⁰.

²⁹ Nous négligeons l'impôt sur les bénéfices.

| ACTIF | | | | PASSIF | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|---------------------------------------|--------|--------|--------|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Créances (prêts) | 100,00 | 100,00 | 100,00 | Parts | 102,26 | 100,00 | 97,81 |
| Compte correcteur | 2,26 | 0,00 | 0,00 | Compte correcteur | 0,00 | 0,00 | 2,19 |
| Total | 102,26 | 100,00 | 100,00 | Total | 102,26 | 100,00 | 100,00 |

Tab 5 : Bilan (social) du fonds commun de créances.

Le compte correcteur provient du fait que les créances figurent dans les comptes du fonds pour leur valeur nominale ou leur valeur de remboursement si elle est différente (Bulletin du CNC n°83/84, 3^{ème} trim.1990).

Concrètement, les établissements qui titrisent répondent à deux grandes catégories de motivations : d'une part, refinancer leur actif afin de se procurer de la trésorerie, d'autre part, faire apparaître des plus-values latentes qui découlent d'une évolution à la baisse des taux d'intérêt et renforcer ainsi les fonds propres *via* l'augmentation du résultat comptable. Lorsqu'elle est la règle de droit commun, l'évaluation en coût historique permet ainsi aux établissements de disposer d'une marge de manœuvre en matière comptable. En choisissant de titriser des blocs de créances à taux plus élevés que ceux prévalant sur les marchés, les établissements procèdent à un lissage réel du résultat. Il y a influence sur les flux de trésorerie qui sont l'objet d'une véritable réallocation dans le temps.

En pratique, nous avons vu qu'afin de prémunir les porteurs de parts du fonds commun de créances contre les risques de défaillance des débiteurs des créances cédées, des garanties peuvent être accordées par les établissements de crédit cédants. Selon la nature des garanties (assurance ou caution bancaire, émission d'une part spécifique ou de titres subordonnés, dépôt de garantie en espèces ou surdimensionnement³¹), l'actif et le résultat de la société cédante seront différemment affectés. Cependant, dans tous les cas, « l'établissement garant constitue une provision à hauteur du risque de défaillance évalué à cette date³². » (article 3 du règlement n° 93.06 du CRBF).

Supposons qu'immédiatement après l'opération de titrisation, un élément soudain conduise à une nouvelle évaluation du risque de défaillance nécessitant une provision de 2 au titre de la garantie accordée.

³⁰ $[30,19/(1+i)^j]$ avec j variant de 1 à 4, i taux du marché à la date de cession. Dans un souci de simplification, nous n'avons pas décomposé le taux du prêt en fonction du taux de refinancement de la banque, des frais de gestion, de la marge et du risque de défaillance (ici considéré comme inexistant).

³¹ Dans ce dernier cas, pour faire face aux défauts de paiement qui sont susceptibles de survenir sur une partie des prêts, la valeur des créances cédées au FCC excède le montant des parts émises par ce dernier. Au moment du transfert, la banque est ainsi conduite à enregistrer une perte comptable équivalente en théorie au montant du sur-dimensionnement. En pratique, c'est un peu plus complexe. Dans la mesure où, au moment du transfert, les taux sur les marchés ne sont pas égaux à ceux qui prévalaient lorsque les crédits avaient été accordés par l'établissement, il est nécessaire de transférer les créances pour une valeur égale à la somme des flux futurs qu'elles vont entraîner (les mensualités, par exemple), actualisée en fonction des nouveaux taux.

³² « A chaque arrêté comptable... ».

| Risque de défaillance inexistant | | | | Risque de défaillance estimé à 2 | | | |
|--|--------|--------|-------|--|--------|--------|-------|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Trésorerie | 102,26 | 100,00 | 97,81 | Trésorerie | 102,26 | 100,00 | 97,81 |
| Résultat | 2,26 | 0,00 | -2,19 | Résultat | 0,26 | -2,00 | -4,19 |
| Fonds propres h.r. | 8,00 | 8,00 | 8,00 | Fonds propres h.r. | 8,00 | 8,00 | 8,00 |
| Fonds propres | 10,26 | 8,00 | 5,81 | Fonds propres | 8,26 | 6,00 | 3,81 |

Tab 6 : Trésorerie, Résultat et Fonds propres de l'établissement cédant après titrisation.

Que se serait-il passé si l'établissement n'avait pas procédé à cette opération de titrisation ?

| Risque de défaillance inexistant | | | | Risque de défaillance estimé à 2 | | | |
|--|------|------|------|--|-------|-------|-------|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Trésorerie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | Trésorerie | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Résultat | 0,00 | 0,00 | 0,00 | Résultat | -2,00 | -2,00 | -2,00 |
| Fonds propres h.r. | 8,00 | 8,00 | 8,00 | Fonds propres h.r. | 8,00 | 8,00 | 8,00 |
| Fonds propres | 8,00 | 8,00 | 8,00 | Fonds propres | 6,00 | 6,00 | 6,00 |

Tab 7 : Trésorerie, Résultat et Fonds propres de l'établissement en l'absence de titrisation.

Ainsi, si ses objectifs sont la production d'un résultat comptable élevé et le maintien des fonds propres à un niveau satisfaisant, un établissement de crédit qui prévoirait une dégradation ultérieure possible de la qualité de ses créances aurait tout intérêt à les titriser (dans l'hypothèse d'une évolution des taux à la baisse). La plus-value qui résulterait de l'évolution des taux viendrait contrebalancer la dégradation de la qualité du portefeuille de crédit. Or, ces deux éléments sont de nature totalement différente. La plus-value n'est pas directement liée aux opérations de prêts de l'établissement, ni au soin qu'il a mis à constituer son portefeuille de clients emprunteurs. Elle est liée à des éléments conjoncturels (risque de taux). *A contrario*, la dégradation de la qualité des prêts accordés à la clientèle pose le problème de la solvabilité de cette dernière et donc de la qualité avec laquelle les établissements ont instruit leurs dossiers.

Si la comptabilité en juste valeur (en valeur de marché dans le cas d'actifs pouvant y être échangé) s'appliquait, un tel montage serait neutre. Cet exemple met cependant en lumière une des lacunes potentielles d'un modèle de comptabilité en valeur de marché qui s'appliquerait sans restriction à l'activité d'intermédiation. « Fusionner » comptablement la plus-value et la perte résultant de la provision passée pour dépréciation du portefeuille de crédit équivaldrait à nier le caractère dichotomique du résultat, à savoir, d'un côté, ce qui relève de l'exploitation et des opérations, et, de l'autre, ce qui provient des gains de détention. Ce type de problématique dépasse largement le cadre des seuls établissements de crédit et n'est pas récente (Edwards et Bell, 1961). Dans l'hypothèse où la comptabilité en juste valeur s'appliquerait un jour à l'activité d'intermédiation, il nous paraît crucial d'éviter toute confusion sur la nature des résultats.

4.2 Incidence sur les comptes consolidés

Lorsque les établissements ont un niveau de fonds propres proche des ratios réglementaires, ils sont limités dans leurs possibilités d'octroi de nouveaux concours. Comme la surveillance prudentielle des établissements de crédit s'effectue sur base consolidée, la titrisation, dans la mesure où elle s'accompagne d'une déconsolidation du FCC, constitue un moyen d'alléger l'actif et donc les emplois « consommateurs » de fonds propres.

La problématique est différente de celle du lissage au niveau des comptes sociaux. L'objectif n'est pas ici de dégager une plus-value qui améliore les fonds propres, mais de diminuer le montant des encours de crédit qui pèsent sur le dénominateur du ratio de solvabilité. La Baume et Stolowy (1993, p.40) s'interrogent sur les finalités de ces opérations d'allègement des bilans. S'agit-il d'un « moyen de développement du groupe ou d'un habillage du bilan dans le but de cacher une réalité inavouable » ?

| ACTIF | | | | PASSIF | | | |
|---------------------------------------|-----|-----|-----|---------------------------------------|-----|-----|-----|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Créances (prêts) | 100 | 100 | 100 | Dettes | 92 | 92 | 92 |
| | | | | Résultat | 0 | 0 | 0 |
| | | | | Fonds propres h.r. | 8 | 8 | 8 |
| Total | 100 | 100 | 100 | Total | 100 | 100 | 100 |

Tab 8 : Bilan consolidé de l'établissement cédant en l'absence de titrisation.

| ACTIF | | | | PASSIF | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|-------|---------------------------------------|--------|--------|-------|
| Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% | Taux du marché lors de la titrisation | 7% | 8% | 9% |
| Trésorerie | 102,26 | 100,00 | 97,81 | Dettes | 92,00 | 92,00 | 92,00 |
| | | | | Résultat | 2,26 | 0,00 | -2,19 |
| | | | | Fonds propres h.r. | 8,00 | 8,00 | 8,00 |
| Total | 102,26 | 100,00 | 97,81 | Total | 102,26 | 100,00 | 97,81 |

Tab 9 : Bilan consolidé de l'établissement cédant après titrisation et déconsolidation du FCC.

Cependant, dans le cas d'un contrôle économique de fait (le fonds est dédié à l'établissement cédant qui lui a de surcroît octroyé sa garantie), le cédant doit publier en annexe des informations complémentaires sur la composition du fonds (actifs et passifs) et sur ses résultats.

5 Les enjeux comptables : la notion d'entité

Nous avons vu précédemment que la banque jouait un rôle important dans la réduction des asymétries d'information et que l'existence de ces dernières contribuait à expliquer celle de la banque. Le recours à des techniques comme la titrisation est actuellement un des points de convergence du développement des marchés financiers et du souci des établissements de se conformer à une réglementation prudentielle contraignante en terme de ratio de fonds propres sur actifs. Toutes ces techniques d'allègement de l'actif contribuent à gommer une part du

caractère spécifique de l'activité et de la structure des établissements de crédit. Là où ils se distinguaient notamment par un volume d'activité annuel inférieur à l'encours, ils sont susceptibles de s'orienter vers une relation flux-stocks plus proche de celle des entreprises classiques, à savoir une production annuelle (nouveaux crédits pour l'activité d'intermédiation) plus élevée que le montant des encours, lesquels correspondraient alors à la seule portion non encore titrisée.

Dans ce contexte, recourir à la juste valeur pour évaluer l'ensemble des éléments qui constituent leur bilan (rappelons que, pour l'instant, l'activité d'intermédiation est provisoirement exclue de la valorisation en juste valeur dans le cadre de l'IAS 39), reviendrait à considérer l'établissement bancaire comme un ensemble de parties susceptibles d'être revendues séparément sur les marchés, et non comme un tout, présentant une valeur globale, cette dernière intégrant un fonds de commerce. Dans une telle hypothèse, le principe comptable de la continuité de l'exploitation aurait un sens limité et l'image fidèle risquerait de n'être pas celle de l'entité, mais celle de chacun de ses composants. Or, le recours à la comptabilité en juste valeur est susceptible d'inciter les établissements à se débarrasser de leurs actifs peu performants puisque les pertes latentes apparaîtraient dès leur naissance et qu'il ne serait plus possible de les différer jusqu'au moment de la cession. En poussant le raisonnement à l'extrême, l'activité de la banque en terme d'intermédiation pourrait alors se limiter à instruire des dossiers d'octroi de prêts et à les mettre en place pour ensuite les titriser. Si une telle orientation devenait dominante, il y aurait un risque d'augmentation des asymétries d'information car la banque perdrait une partie de sa compétence fondée sur une relation à long terme avec des types de clientèles diversifiés. Ce serait uniquement dans la mesure où il existerait une transmission d'informations entre les gestionnaires des fonds communs et les banquiers sur l'évolution des portefeuilles transférés qu'il serait possible de continuer à exercer cette fonction implicite de réduction des asymétries d'information. Par ailleurs, comme dans le même mouvement, les déposants sont conduits à privilégier des placements plus rentables et à s'orienter ainsi vers les fonds communs, il pourrait y avoir un déplacement de la problématique vers ces derniers. Dans les faits, les établissements risqueraient de réagir en amont. Ils pourraient être tentés de privilégier des investissements ou des modes de financement qui ne les conduisent pas à enregistrer des moins-values latentes, à titre d'exemple, prêts à taux variables ou emprunts obligataires à taux indexés, versus prêts à taux fixes et obligations classiques. Une des conséquences pourrait être de voir la banque déléguer les problèmes de gestion des risques de taux à ses clients.

Conclusion

Le développement de la comptabilité en juste valeur, susceptible d'être en pratique une comptabilité en valeur de marché dans le cas précis du secteur bancaire, et ses conséquences en terme de volatilité des fonds propres comptables, soulève un certain nombre de questions sur la nature du résultat comptable, sur les objectifs de la comptabilité et sur ses fonctions. Le résultat correspond-il à ce qui est réalisé ou faut-il y ajouter ce qui est potentiel et résulte de la détention d'éléments, actifs physiques ou financiers, qui ont vu leur valeur évoluer ? La comptabilité a-t-elle pour principale fonction de déterminer la valeur à laquelle l'entreprise est

susceptible d'être vendue comme un tout ou celle de chacun des éléments qui la constituent ? Au-delà du choix d'une méthode d'évaluation, coût historique *versus* juste valeur, la question essentielle nous semble être celle de l'entité économique que l'on cherche à évaluer.

Références bibliographiques

Aglietta M. et Moutot P. (1993), Le risque de système et sa prévention, *Cahiers économiques et monétaires*, n°41, pp. 21-53.

Barth M. E., Beaver W. H. et Landsman W. R. (1996), « Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS N° 107 », *The Accounting Review*, vol. 71, n° 4, pp. 513-537.

Benston G. J. et Kaufman G. G. (1995), « Is the Banking and Payments System Fragile », in *Coping with Financial Fragility and Systemic Risk*, édité par ERNST & YOUNG, Kluwer Academic Publisher, pp. 15-46.

Bernheim Y. (1993), « La comptabilité d'intention: bonne ou mauvaise intention? », *Revue de droit comptable*, n° 93-4, pp. 87-97.

Boissieu (de) Christian (1996), « Les causes des défaillances bancaires », *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n° 57, pp. 182-183.

Bussac Françoise (2000), citée in « Des règles comptables de plus en plus strictes », *Les Echos*, 26 avril, p. 58.

Chalayer Sylvie (1995), « Le lissage des résultats. Eléments explicatifs avancés dans la littérature », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, tome 1, vol. 2, pp. 89-104.

Christophe B. (1992), « L'usage de la notion d'intention et la comptabilisation par entité: des améliorants de l'information comptable destinée aux financiers », *Analyse financière*, 1er trimestre, pp. 46-53.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1999), « Saines pratiques pour la comptabilisation des prêts et la communication financière », juillet, 41p.

Dewatripont M. et Tirole J. (1993), *La Réglementation prudentielle des Banques*, Lausanne, Editions Payot, 177p.

Diamond D. (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, 51.

Diamond D. et Dybvig P. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, pp. 401-419.

Dietsch M. et Pagès H. (1993), Contagions et risques de faillite dans le système bancaire, *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41, pp. 83-91.

Dowd K. (1996), *Competition and finance, a reinterpretation of financial and monetary economics*, St Martin's Macmillan, 572p

Edwards E. O. et Bell P. W. (1961), *The Theory of Measurement of Business Income*, University of California Press.

Fama E. F. (1965), « The behavior of stock market prices », *Journal of Business*, 38.

Fama E. F. (1985), « What's different about banks? », *Journal of Monetary Economics*, n° 15, pp. 29-39.

Hand J. (1990), « A test of the extended functional fixation hypothesis », *The Accounting Review*, vol.65, n°4, pp. 740-763.

Harris T. et Ohlson J. (1990), « Accounting disclosures and the market valuation of oil and gas properties : evaluation of market efficiency and functional fixation », *The Accounting Review*, vol.65, n°4, pp. 764-780.

Jensen M. C. et Meckling W. H. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, October, pp. 305-360.

La Baume (de) C. et Stolowy H. (1993), « Techniques financières, enregistrement et impact sur l'analyse de comptes », *La revue fiduciaire comptable*, n° 184, pp. 22-40.

Nelson K. K. (1996), « Fair Value Accounting for Commercial Banks : An empirical Analysis of SFAS N°107 », *The Accounting Review*, vol. 71, n° 2, pp. 161-182.

Scialom L. (1999), *Economie bancaire*, Collection Repères, La Découverte, Paris, 122p.

Watts R. L. and Zimmerman J. L. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, 388 p.