

# Chapitre 1

## Notion de la performance de l'entreprise

*Traditionnellement, il s'agit de savoir si une entreprise a su créer ou est en mesure de créer, sur un horizon déterminé, davantage de valeur pour ses actionnaires que ses concurrentes.*

*Le référentiel sous-jacent qui s'appuie sur la théorie financière néoclassique suppose :*

- ❖ *les marchés sont parfaitement concurrentiels*
- ❖ *les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires, supposés seuls propriétaires de l'entreprise.*

*La valeur créée revient exclusivement aux actionnaires, les autres participants (créanciers, salariés...) au processus de création de valeur reçoivent par contrat la rémunération fixée sur le marché de la ressource qu'ils apportent.*

*En revanche, l'observation de la réalité permet de prendre en compte d'une part, les phénomènes d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts entre les agents qui concourent à la création de valeur et d'autre part, l'impossibilité de rédiger des contrats complets — qui permettraient de résoudre les conflits portant sur l'appropriation ex post de la valeur créée —, en raison des limites de la rationalité et de l'incertitude.*

*Au sein de ce cadre théorique modifié qui sous-tend la théorie économique-financière récente, les actionnaires ne sont plus les seuls propriétaires, la répartition a une influence sur la création de valeur et, surtout, le problème de la mesure de performance change de substance.*

### **I . L'approche traditionnelle de la mesure de la performance**

L'approche traditionnelle s'inscrit dans le cadre de la finance néoclassique, à vocation normative, dont le but est d'élaborer des règles d'allocation optimale des capitaux. Elle repose sur les principes fondant la mesure de performance sur le critère de la valeur actualisée des flux, avec ses adaptations successives permettant d'intégrer le prix du risque, grâce notamment aux différents modèles construits par la théorie du portefeuille, par exemple, le modèle d'équilibre des actifs financiers, le Medaf.

Ainsi, le marché financier permet une mesure directe de la valeur de l'entreprise à partir des cours boursiers.

Dans ce cadre, la mesure de la valeur que s'approprient les actionnaires — la valeur actionnariale — s'identifie à celle de la valeur créée par l'entreprise et les différentes mesures issues de l'approche financière traditionnelle retiennent toutes le même principe d'évaluation de la valeur créée, à savoir, le différentiel, prévisionnel ou réalisé, entre la valeur qui revient aux actionnaires et celle de leur investissement initial. Les différences tiennent principalement au mode d'appréhension de ce différentiel (valeur monétaire absolue, indice relatif...) et à l'horizon sur lequel il est considéré.

### *1.1. Les mesures ex ante*

**Le ratio Q**, proposé par Tobin, constitue dans son principe une mesure de l'ensemble des rentes anticipées, sur un horizon infini. Cette mesure se fait en rapportant la somme des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers) au montant des capitaux qu'ils ont investis. La valeur des capitaux investis est mesurée par le coût de remplacement des actifs financés, le plus souvent évalué à partir des immobilisations.

**Q de Tobin = Valeur de marché (capitaux propres + dettes financières) / Coût de remplacement des actifs**

Un ratio Q supérieur à l'unité signifie, à un moment donné, que la rentabilité secrétée par l'ensemble des actifs de la firme et anticipée par le marché, est plus élevée que le CMP (coût moyen pondéré du capital). Ce ratio a fait l'objet d'un certain nombre de critiques :

- ❖ la non-considération des actifs immatériels dans l'évaluation du coût de remplacement des actifs et à la difficulté de mesurer ce coût.

Dans de nombreuses études, cette dernière difficulté est surmontée en considérant que la valeur comptable des actifs inscrits au bilan représente une mesure acceptable. De même, il est fréquent, malgré les biais induits, que la valeur « de marché » des dettes bancaires soit estimée par leur valeur bilantielle.

- ❖ L'importance actuelle des actifs immatériels conduit cependant à supposer que les performances estimées à partir du Q de Tobin sont vraisemblablement surévaluées.

**Le ratio de Marris** — l'inverse du *Book to Equity* ratio — repose sur la même logique que le Q de Tobin, mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires.

Un certain nombre de caractéristiques communes à ces deux mesures sont à souligner :

- ❖ Elles tiennent compte du risque car, s'appuyant sur les valeurs de marché, elles procèdent implicitement d'une actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque encouru
- ❖ elles ne mesurent pas dans l'absolu la valeur créée (ou plutôt le potentiel de création de valeur) mais représentent des indices relatifs de création de valeur.
- ❖ elles font implicitement référence à une norme identique. Un ratio faisant apparaître une création de valeur (valeur supérieure à 1) laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le CMP.

### *1.2. Les mesures ex post issues de la théorie du portefeuille*

Les trois mesures usuelles, issues de la théorie du portefeuille constituent des mesures de la valeur créée pour les actionnaires qui prennent également la forme d'indices.

Quel que soit l'indice retenu, la mesure des rentabilités réalisées se fait à partir des cours boursiers ; ces mesures ne font intervenir aucune valeur comptable.

- ❖ L'indice de Sharpe : il fournit le niveau de rendement par unité de risque.

$$S_p = \frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$

- ❖ L'indice de Treynor : Le risque spécifique étant éliminé, seul le risque systématique, non éliminable par diversification, est retenu pour pondérer la rentabilité obtenue.

$$T_p = \frac{R_p - R_F}{\beta_p}$$

Prime de risque

Si T est supérieur à T<sub>e</sub>, la rémunération offerte par l'entreprise, pondérée par le risque systématique, est plus élevée que la norme requise il y a création de valeur.

- ❖ Alpha de Jensen

$$\alpha = (R_p - R_F) - \beta_p \cdot (R_M - R_F)$$

Un terme  $\alpha$  positif signifie qu'il y a eu création de valeur.

### 1.3. Les autres mesures

- ❖ La part du marché : pour certaines entreprises, la croissance des parts du marché constitue un objectif principal. Il se peut que la maximisation de la richesse des actionnaires ne soit pas visée par cette pratique.
- ❖ La rentabilité : mesurée par le rapport Résultat/ Moyens. Elle s'évalue en fonction d'un retour sur le capital des actionnaires ou investisseurs. Ces mesures présentent des aspects critiquables :
  - Le numérateur est évalué en unités monétaires courantes et le dénominateur est estimé en unités monétaires de diverses périodes.
  - Abstraction au CMPC
- ❖ La satisfaction des employés : l'entreprise suppose que si les employés aiment leur travail, ils serviront mieux leur clientèle....

Remarque : il est illogique de parler de la maximisation de plusieurs objectifs en même temps. Par exemple, maximiser le prix de l'action réduit la compétitivité à long terme. Ce caractère multidimensionnel de la performance souligné en 2001 par Johnson montre qu'avoir plusieurs objectifs ce n'est pas un objectif. Cet auteur trouve que l'appellation de *maximisation de la valeur totale* est ambiguë. Il vaut mieux l'appeler « création de valeur » afin d'éviter l'impossibilité de maximisation dans un monde complexe. Ainsi, les dirigeants et les partenaires sont amenés à réfléchir sur la création de la valeur vu que ce facteur est une mesure de succès de l'entreprise. A travers cet objectif, l'entreprise peut tendre à réaliser plusieurs sous objectifs.

## II. Les mesures récentes de la valeur créée

Ces différentes mesures, recommandées par un certain nombre de cabinets de conseils anglo-saxons, sont représentées par :

- ❖ la *Market Value Added* (MVA)
- ❖ l'*Economic Value Added* (EVA).

Elles s'appuient sur le même référentiel théorique que les mesures présentées précédemment. La MVA, « la valeur de marché ajoutée », se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux VC.

$$\text{MVA} = \text{VM} - \text{VC}$$

En supposant que cette dernière représente une approximation satisfaisante du coût de remplacement des actifs financés, cette mesure s'apparente au Q de Tobin. Cependant, alors que ce dernier représente un indice relatif de la création de valeur, la MVA constitue une mesure monétaire absolue de la valeur créée.

L'EVA, la « valeur ajoutée économique », est égale à la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers financiers) :

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{Résultat d'exp (1- } t_s) - C_{\text{inv}} \times \text{CMPC} \\ \text{EVA (\%)} &= \text{Rt d'exp (1- } t_s) / C_{\text{inv}} - C_{\text{inv}} \times \text{CMPC} / C_{\text{inv}} \\ &= \text{Rentabilité économique - CMPC} \end{aligned}$$

L'EVA représente ainsi le surprofit évalué relativement à la norme constituée par le CMPC. Contrairement à la MVA qui tient compte implicitement de l'ensemble des rentes futures anticipées, l'EVA ne retient que la rente secrétée sur une période.

L'apport de l'EVA est important à plusieurs niveaux :

- ❖ L'EVA n'est pas influencée par les conventions comptables
- ❖ Elle constitue une mesure de performance remplaçant le bénéfice par action du marché boursier, la VAN de la décision d'investissement et la rentabilité économique cible du dirigeant.
- ❖ Elle peut contribuer à la réduction des conflits d'intérêts entre les différents salariés et dirigeants par la mise en place d'un système de rémunération basé sur les primes calculées sur la base de l'EVA.

Indépendamment de la mesure de la création de valeur, il n'y a création de valeur que dans la mesure où la rémunération offerte aux actionnaires est supérieure au coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis, ce coût d'opportunité étant, le plus souvent, évalué à partir du MEDAF.

Il faut cependant souligner que ces différentes mesures peuvent conduire à des conclusions fortement divergentes en raison :

- ❖ des différences d'horizon qu'elles supposent,
- ❖ de leur caractère *ex ante* ou *ex post*,

❖ de leur forme, mesure absolue de la valeur créée ou indice relatif.

Le choix final d'une de ces mesures dépend, bien entendu, de l'objectif poursuivi.

Enfin, il faut rappeler que la fiabilité de la mesure de la valeur actionnariale est fortement conditionnée par deux hypothèses, l'efficacité des marchés financiers et la mesurabilité du coût du capital à partir du MEDAF. Or, ces deux hypothèses sont de plus en plus contestées.

*La question de la mesure de la performance de l'entreprise, si elle reçoit une réponse théorique simple dans le cadre de la théorie financière traditionnelle, devient particulièrement complexe dès qu'on écarte les hypothèses traditionnelles qui sous-tendent cette théorie, notamment celles d'identité des objectifs des différents agents et de symétrie de l'information. La multiplicité et la diversité des critères d'évaluation utilisés par les entreprises et le rôle marginal qu'occupent les critères issus de la théorie financière traditionnelle laissent à penser que la question de la mesure de la performance est loin d'avoir reçu une réponse satisfaisante. Or cette question, loin de se réduire à un aspect technique, est fondamentale pour comprendre la formation même de la valeur, en relation notamment avec les systèmes de gouvernance des entreprises qui encadrent les processus de création et de répartition de la valeur.*

### **Bibliographie**

Brennan M. J. (1995), Corporate Finance Over the Past 25 Years, Financial Management, Vol. 24, N°2, Summer 1995, p. 9-22.

Caby J. et Hirigoyen G. (1997), La création de valeur de l'entreprise, Économica, 139 p.

Chung K. H. et Pruitt S.W. (1994), A Simple Approximation of Tobin's q, Financial Management, Vol. 23, N°3, p. 70-74.

Haugen R.A. (1996), Finance from a New Perspective, Financial Management, Vol. 25, N°1, Spring 1996, p. 86-97.

Jacquillat B. et Beaumont D. (1996), De la création de richesse à la mesure de la valeur, Chroniques Économique, SEDEIS, Tome XLV, N°7, Juillet 1996, p. 287-294.

Jacquillat B. et Solnik B. (1997), Marchés financiers, Dunod, 1997, 395 p.

Milgrom P. et Roberts J. (1997), Économie, organisation et management, De Boeck, PUG, 829 p.