



Michel Albouy

Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur*

Quelles sont les implications de ce nouvel « impératif » pour les dirigeants d'entreprise que représente la nécessité de créer de la valeur pour les actionnaires? Quelle est la conception de l'entreprise qui se cache derrière le concept d'EVA (Economic Value Added)? L'auteur s'emploie à clarifier et par là même démystifier le thème de la création de richesse économique considérée comme un nouveau mode de management. D'une part, en faisant apparaître sa filiation, à partir de la théorie financière moderne, et d'autre part, en montrant ses limites d'application et d'utilisation, à partir d'une analyse du mode de calcul opérationnel de l'EVA.

Interrogé sur sa stratégie, Charles de Croisset, président du CCF (Crédit commercial de France), déclarait récemment dans le *Journal des finances* : « Le marché attend de bonnes performances du CCF et notre objectif est cohérent avec le sien. Nous ne souhaitons pas rester indépendant à tout prix. Nous recherchons la meilleure solution, celle qui crée le plus de valeur. Je dirais même que nous sommes des dogmatiques de

* Article publié dans la *Revue française de gestion* (n° 122, 1999).

la création de valeur. Pour l'instant, nous n'avons pas identifié d'alliance susceptible de créer plus de valeur que nous ne le faisons seuls. Le marché n'apprécierait pas un projet alternatif qui ne soit créateur de valeur supplémentaire ¹. »

La création de valeur pour les actionnaires est devenue aujourd'hui le nouveau credo des dirigeants des grandes entreprises françaises. Des groupes aussi différents que la BNP, France Télécom, Lafarge, la Société générale, Strafor Facom, Valéo, Vivendi (ex-Générale des eaux), et bien d'autres, déclarent *urbi et orbi* vouloir « créer de la valeur pour l'actionnaire ».

Pourtant, il n'y a pas si longtemps, l'objectif principal affiché était la course au chiffre d'affaires, à la taille critique, à la part de marché, voire au bénéfice net annuel. Pourquoi un tel changement dans l'objectif ultime de la gestion des entreprises et quelles en sont les conséquences sur leur management? La création de valeur actionnariale ne serait-elle qu'un effet de mode ou un thème de communication comme beaucoup de sujets de management? En tout état de cause, il s'agit d'un thème porteur pour les cabinets de consultants qui rivalisent dans leur capacité à mesurer la « vraie » création de richesse par les entreprises. C'est ainsi que des classements sont réalisés et publiés par des revues telles que *Fortune* aux États-Unis ou *L'Expansion* en France. À l'heure de la globalisation des marchés, ces classements ne sont sûrement pas neutres sur le comportement des investisseurs et des fonds de pension à la recherche de la meilleure valorisation de leur patrimoine.

Les tenants du concept de la création de valeur affirment qu'il existe une « bonne » corrélation entre cet indicateur et l'évolution à terme des cours de Bourse; meilleure qu'avec le bénéfice par action (BPA) ou le célèbre *Price Earning Ratio* (PER). En d'autres termes, que les sociétés soucieuses de l'intérêt de leurs actionnaires et ayant fait leurs preuves dans le passé continueraient à avoir de bonnes performances. Affirmation sûrement contestable compte tenu de l'évolution rapide des technologies et de l'efficacité des marchés. Conseil prudent si l'on considère qu'un management obsédé par la valorisation de l'action ne prendra que de « bonnes » décisions (d'investissement ou de financement) pour l'actionnaire. Aux États-Unis, certains analystes ont observé que le simple fait pour les dirigeants de se réclamer de la création de valeur faisait grimper le cours de Bourse sous le jeu des anticipations!

Pour les théoriciens de la finance d'entreprise, ce discours n'est pas nouveau: l'objectif des dirigeants a toujours été de maximiser la valeur de l'entreprise, ou encore la valeur des capitaux investis par les actionnaires. Cet objectif qui semblait hier « théorique » et tout juste bon à dériver quelques règles de choix d'investissement et de financement est aujourd'hui en passe de devenir une réalité managériale dans les entreprises françaises. D'où les différentes propositions pour associer les dirigeants, voire le personnel, aux performances financières de l'entreprise que ce

1. *Journal des finances*, semaine du 1^{er} août 1998.

soit par le jeu des *stock options*, des différentes formules de participation ou encore des RES (rachats d'entreprise par les salariés).

Si le concept de la création de valeur actionnariale est en passe d'acquiescer ses lettres de noblesse dans le management des entreprises, qu'en est-il de sa mesure? L'objet de cet article est d'essayer de clarifier le concept de création de valeur à partir de la théorie financière moderne et d'en montrer les limites d'application.

I. – L'évaluation de la création de richesse

L'idée fondamentale qui est à l'origine des différentes mesures de la création de richesse par une entreprise consiste à dire qu'une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires dès lors que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des différentes sources de financement utilisées ou encore coût du capital. Cela signifie en clair qu'il ne suffit pas qu'une entreprise soit bénéficiaire au sens comptable pour qu'elle crée de la valeur. En effet, si le coût des dettes financières est bien pris en compte dans le compte de résultat, il n'en va pas de même pour les fonds propres. Or comme chacun sait, les fonds propres ne sont pas une source de financement gratuite; les actionnaires exigeant une « juste » rémunération pour le risque pris. L'essentiel des travaux de recherche en finance s'est du reste concentré ces vingt dernières années sur les méthodes de « pricing » du risque.

La mesure de la création de richesse nécessite de définir précisément ce que l'on entend par « rentabilité des capitaux investis », et « coût du capital » et comment on peut estimer ces grandeurs en pratique.

Comme le soulignent Rousseau et Tabatoni (1998), parmi l'ensemble des approches rendues populaires par les consultants en management pour mesurer la création de valeur on peut distinguer deux approches fondamentales. La première, popularisée par Rappaport (1986), repose sur l'actualisation des *free cash flows*. La seconde, développée par Stewart (1991) propose deux concepts²: l'EVA (Economic Value Added) et la MVA (Market Value Added). Ces indicateurs, publiés par la presse économique, tendent à devenir des standards incontournables de la qualité managériale des firmes.

En fait, ces deux approches ont des fondements théoriques voisins. L'EVA est un concept issu de la théorie économique puisqu'il ne s'agit que de la vieille notion de « profit économique » développée notamment par Alfred Marshall³ en 1890. La méthode des *free cash flows* est en fait une application directe de la théorie financière

2. Ces deux concepts sont des marques déposés par Stern Stewart et Co pour les États-Unis et d'autres pays. On les retrouve sous d'autres appellations dans d'autres cabinets de conseils ou de grandes entreprises.

3. A. Marshall, *Principle of Economics*, vol. 1, MacMillan et Co, New York, 1890.

moderne. Nous le verrons, l'EVA est également un concept parfaitement articulé avec la théorie financière qui affirme que la valeur de la firme est égale à la somme actualisée des flux de fonds allant aux actionnaires et aux créanciers financiers.

1. L'Economic Value Added (EVA) comme indicateur de création de richesse

L'Economic Value Added (EVA) se propose d'être l'indicateur de performance du management. Selon *L'Expansion*, « elle permet de mesurer la qualité de l'équipe en place »⁴. Selon ses promoteurs, l'EVA est égale au résultat opérationnel de l'entreprise après impôt diminué de la rémunération du capital utilisé pour son activité.

Déjà en 1890, Alfred Marshall définissait le profit économique comme le bénéfice qui reste disponible pour les actionnaires après déduction de la rémunération du capital employé: « Ce qui reste de son gain (celui de l'actionnaire ou du dirigeant) après déduction du coût de son capital à un taux approprié peut être considéré comme son profit d'entrepreneur ou de dirigeant. » Cela signifie que la valeur créée par une entreprise pendant une période de temps doit prendre en compte non seulement les charges enregistrées en comptabilité mais également le coût d'opportunité des capitaux propres.

Par définition, le profit économique (ou EVA) est égal à :

$$\text{EVA} = \text{Capital investi} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Avec :

ROIC = Return On Invested Capital ou rentabilité sur les capitaux investis,

WACC = Weighted Average Cost of Capital, ou coût moyen pondéré des capitaux.

Le tableau 1 illustre le calcul de l'EVA pour l'entreprise MGX Systems SA. L'intérêt de ce tableau est de montrer les informations nécessaires au calcul pratique du profit économique. Dans l'encadré intitulé « Notations et définitions » figurent les définitions des principales variables utilisées ainsi que leur notation.

Il faut noter que l'EVA peut également se calculer par différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté (NOPAT) et la rémunération des capitaux investis (RCI) comme le montre le tableau 2.

2. L'évaluation par les free cash flows

Selon la théorie financière moderne, la valeur de la firme, V_0 , est égale à la somme actualisée des flux de fonds allant aux actionnaires et créanciers financiers,

4. *L'Expansion*, n° 576, 25 juin-8 juillet 1998.

Tableau 1
CALCUL DE LA MVA DE MGX SYSTEMS SA*
(en millions de francs)

	1998	1999	2000	2001	2002
CAHT	2 300	2 490	2 642	2 760	2 980
EBIT	300	336	370	400	431
EBIT/CAHT	13 %	13,5 %	14 %	14,5 %	14,5 %
Impôt sur EBIT	120	134	148	160	172
NOPAT _t	180	202	222	240	259
AIN	700	771	795	831	888
BFR	370	350	380	415	455
Capital investi : CI _t	1 070	1 121	1 175	1 246	1 343
$R_{e,t} = NOPAT_t / CI_{t-1}$	18,0 %	18,9 %	19,8 %	20,4 %	20,8 %
$R_{c,t} = WACC$	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Spread = $R_{e,t} - R_{c,t}$	8,0 %	8,9 %	9,8 %	10,4 %	10,8 %
$EVA_t = (R_{e,t} - R_{c,t}) \cdot CI_t$	80	95	110	122	134

Note: montant des capitaux investis en 1997: 1000 MF (600 MF d'AIN et 400 MF de BRF).

* La signification des sigles utilisés se trouve dans l'encadré «Notation et définitions» ci-après.

Tableau 2
CALCUL DE L'EVA À PARTIR
DE LA DIFFÉRENCE ENTRE LE NOPAT ET LA RCI*
(en millions de francs)

	1998	1999	2000	2001	2002
NOPAT _t	180	202	222	240	259
Capital investi : CI _t	1 070	1 121	1 175	1 246	1 343
$RCI_t = R_{c,t} \cdot CI_{t-1}$	100	107	112	118	125
$EVA_t = (NOPAT_t - RCI_t)$	80	95	110	122	134

* La signification des sigles (EVA, NOPAT et RCI) se trouve dans l'encadré ci-après.

c'est-à-dire les *cash flows* d'exploitation diminués des investissements de la période nécessaire à l'exploitation. Par investissement il convient de considérer les acquisitions d'actifs immobilisés (AI) comme les éventuelles augmentations du besoin en fonds de roulement (BFR).

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{V_n}{(1 + R_c)^n}$$

Avec

V_n = valeur résiduelle de la firme à la date n.

NOTATIONS ET DÉFINITIONS

CAHT : chiffre d'affaires hors taxes.

EBIT : Earning Before Interest and Taxes, ou bénéfice avant intérêts et impôt.

NOPAT : Net Operating Profit After Taxes, ou bénéfice d'exploitation diminué de l'impôt ajusté, c'est-à-dire de l'impôt que devrait payer la firme si elle n'avait pas de dettes financières :

NOPAT = EBIT (1- τ) ; avec τ = taux d'imposition des bénéfices.

AIN : Actifs immobilisés nets d'amortissement.

BFR : Besoin en fonds de roulement.

CI_t : Capitaux investis dans l'exploitation de l'entreprise (*invested capital*), année t : $CI = AIN + BFR$

$CI_t = CI_{t-1} + I_t - A_t$

FCF_t : Free Cash Flow, ou flux de fonds disponibles pour les apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers financiers), année t.

$FCF_t = \text{cash flow d'exploitation} + \Delta CI$.

A_t : Dotations aux amortissements de l'exercice t.

I_t : Montant des investissements (actifs immobilisés et BFR) réalisés dans l'exercice t.

R_e : Rentabilité économique ou rentabilité des capitaux investis (ROIC).

$R_{e,t} = \text{NOPAT}_t / CI_{t-1}$

R_a : Rentabilité pour les actionnaires ou rentabilité des fonds propres (nette d'impôt).

R_d : Coût des dettes financières (avant impôt).

R_c : Coût moyen pondéré du capital (WACC).

$$R_c = \frac{1}{1 + \lambda} R_a + \frac{\lambda}{1 + \lambda} R_d (1 - \tau)$$

avec $\lambda = \text{Dettes financières/fonds propres}$

RCI : Rémunération des capitaux investis = $R_{c,t} \cdot CI_{t-1}$

EVA : Economic Value Added = $(R_{e,t} - R_{c,t}) \cdot CI_{t-1}$

MVA : Market Value Added.

Le tableau 3 illustre le calcul des *free cash flows* (FCF) pour l'entreprise MGX System SA et montre clairement que les FCF sont bien les flux de fonds disponibles pour les apporteurs de capitaux (créanciers financiers et actionnaires) et leur rémunération (intérêts et dividendes).

Tableau 3					
CALCUL DES FCF DE MGX SYSTEMS SA					
	1998	1999	2000	2001	2002
CAHT	2300	2490	2642	2760	2980
EBIT	300	336	370	400	431
EBIT/CAHT	13 %	13,5 %	14 %	14,5 %	14,5 %
Impôt sur EBIT	120	134	148	160	172
NOPAT	180	202	222	240	259
Dotation amortissement	60	69	76	84	93
Cash flow d'exploitation	240	271	298	324	352
Δ BFR	(30)	(20)	30	35	40
Investissement brut	160	140	100	120	150
Free cash flow : FCF _t	110	151	168	169	162

En actualisant au coût moyen pondéré du capital ($R_c = \text{WACC}$) la chronique des FCF on obtient la valeur actuelle de la firme. Comme il est impossible en pratique de faire des prévisions à l'infini on borne la période de prévisions sur cinq ou sept ans et on remplace les FCF futurs par la valeur à terme de l'entreprise (V_n valeur résiduelle). Cette valeur à l'horizon peut se calculer en capitalisant le dernier FCF au coût du capital diminué d'un éventuel taux de croissance (g).

$$V_n = \frac{FCF_n + 1}{R_c - g}$$

Par exemple, si on considère que le FCF de l'année 2003 sera de 170 MF avec un coût du capital de 10 % et un taux de croissance infini de 4 %, la valeur à terme (2002) de MGX Systems sera de 2 833 MF :

$$V_{2002} = \frac{170}{0,10 - 0,04} = 2\,833$$

La valeur globale de MGX Systems en 1997 est donc égale à la somme actualisée des *free cash flows* de 1998 à 2002 augmentée de la valeur actuelle de sa valeur résiduelle, soit au total 2 326 MF.

$$V_0 = \frac{110}{1,10} + \frac{151}{(1,10)^2} + \frac{168}{(1,10)^3} + \frac{169}{(1,10)^4} + \frac{162 + 2833}{(1,10)^5} = V_0 = 2326$$

Pour calculer la valeur du capital des actionnaires il suffit de retrancher de la valeur globale de la firme, la valeur de marché des dettes financières. Ainsi, maximiser la valeur globale de la firme (et donc celle des *free cash flows*) revient, pour une valeur de dettes donnée, à maximiser la richesse des actionnaires.

3. Des *free cash flows* à l'EVA (Economic Value Added)

Comme la similitude des données utilisées dans les tableaux 1 et 2 de calcul de l'EVA et des *free cash flows* de la société MGX Systems le suggère, il est possible d'établir une relation formelle entre ces deux variables et de montrer que ces deux approches conduisent à la même valorisation de la firme.

Par définition, la valeur de la firme est égale à la somme actualisée des *free cash flows* à l'infini :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + R_c)^t}$$

Le *free cash flow* est égal au bénéfice d'exploitation après impôt (à dette nulle) augmenté de la variation nette des capitaux investis dans la firme :

$$FCF_t = EBIT_t (1 - \tau) + A_t - I_t$$

Comme :

$$I_t - A_t = CI_t - CI_{t-1} \text{ et } NOPAT_t = EBIT_t (1 - \tau)$$

On en déduit que (équation 1) :

$$FCF_t = NOPAT_t - (CI_t - CI_{t-1}) \quad (1)$$

Mais par construction, l'EVA est égale à l'excédent de rentabilité économique sur le coût du capital appliqué au montant des capitaux investis :

$$EVA_t = (R_{e,t} - R_{c,t}) \cdot CI_{t-1}$$

avec

$$R_{e,t} = \frac{NOPAT_t}{CI_{t-1}}$$

d'où l'équation 2 :

$$EVA_t = NOPAT_t - R_{c,t} \cdot CI_{t-1} \quad (2)$$

Du rapprochement des équations 1 et 2, on déduit que (équation 3):

$$EVA_t = FCF_t + (CI_t - CI_{t-1}) - R_{c,t} \cdot CI_{t-1} \quad (3)$$

On peut vérifier sur le cas de MGX Systems cette relation pour l'année 1999:

$$EVA_{99} = 151 + (1121 - 1070) - 1070 \times 10\% = 95$$

En d'autres termes, l'EVA est égale au *free cash flow* augmenté de la variation nette des capitaux investis et diminué de leur rémunération. L'équation 3 peut encore se réécrire de la façon suivante (équation 4):

$$FCF_t = EVA_t + (1 + R_{c,t}) CI_{t-1} - CI_t \quad (4)$$

En remplaçant dans l'équation de définition de la valeur de la firme les FCFT par leur expression donnée par l'équation 4, on obtient:

$$V_0 = \frac{EVA_1 + (1 + R_c)CI_0 - CI_1}{(1 + R_c)} + \frac{EVA_2 + (1 + R_c)CI_1 - CI_2}{(1 + R_c)^2} + \dots$$

En simplifiant, on obtient:

$$V_0 = CI_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + R_c)^t}$$

Ainsi, la valeur de la firme peut être indifféremment définie à partir de l'actualisation des *free cash flows* ou à partir de la somme du capital initial investi et des EVA actualisée. Il faut noter que la Market Value Added (MVA) n'est rien d'autre que la somme actualisée des EVA.

II. – Pourquoi et comment maximiser la valeur actionnariale ?

« Désormais tout investissement majeur est examiné à l'aune du critère de l'Economic Value Added. Mais nous prévoyons d'aller plus loin en liant la rémunération de plusieurs centaines de cadres dirigeants à la satisfaction des objectifs EVA », déclarait récemment Bertrand Collomb, P-DG de Lafarge⁵.

Cette déclaration, comme beaucoup d'autres, en faveur d'un management par et pour la création de valeur actionnariale pose la question inévitable de savoir pourquoi ce critère devrait s'imposer et surtout pourquoi les actionnaires devraient être les seules parties prenantes (*stakeholders*) du processus de création de richesse dans l'entreprise. Si, dans les pays du capitalisme anglo-saxon (États-Unis, Grande-Bretagne),

5. *L'Expansion*, n° 576, 25 juin-8 juillet 1998.

cette interrogation apparaît comme une curiosité, il n'en va pas de même dans les pays d'Europe continentale (Allemagne, Italie et France pour l'essentiel).

1. Pourquoi privilégier les actionnaires ?

Pour beaucoup de commentateurs et de spécialistes, surtout en Europe continentale, la maximisation de la valeur actionnariale ne va pas de soi. Les intérêts des autres parties prenantes de l'entreprise – clients, créanciers, fournisseurs, salariés, pouvoirs publics – doivent également être pris en compte et sont aussi importants que ceux des actionnaires. Ainsi, il conviendrait de remplacer la notion étroite de « stockholders » par celle plus large de « stakeholders » dans le processus de création de richesse. En effet, dans une optique de maximisation unique de la richesse des actionnaires, les intérêts des autres parties prenantes risqueraient d'être lésés.

L'approche *stakeholders value* aurait pour principal mérite d'obliger le management de l'entreprise à considérer les principales décisions de l'entreprise dans un cadre beaucoup plus large en prenant en compte non seulement les intérêts des actionnaires, mais également ceux des clients, des créanciers, des fournisseurs, des salariés et des pouvoirs publics. Dans le passé, une telle⁶ a été prônée en France par le Cerc (Centre d'études des revenus et des coûts) à travers la méthode des comptes de surplus de productivité globale (SPG) des facteurs de production. L'objectif de l'entreprise, dans cette méthode, n'était plus de maximiser le seul bénéfice comptable mais le surplus de productivité globale afin de le répartir au mieux des intérêts des différentes parties prenantes. Outre des difficultés de mesure du SPG⁷, la méthode n'a jamais vraiment réussi à s'imposer comme outil de management car elle était totalement muette sur la question essentielle de la répartition du surplus entre les différentes parties prenantes. Or, si tout le monde peut être d'accord pour rendre une organisation plus efficiente, il n'en va pas de même pour la répartition des gains ainsi réalisés. En effet, en dehors de la négociation – plus ou moins dure – entre les différentes parties prenantes, il n'existe aucune règle d'optimalité (et pour qui ?) de la répartition du surplus de productivité.

Il en va malheureusement de même pour l'approche de la *stakeholders value*⁸ En effet, comment arbitrer entre des intérêts – nécessairement conflictuels – comme ceux des actionnaires et des créanciers ou encore ceux des actionnaires et des salariés, ou des fournisseurs ? Loin de la vision idyllique de l'entreprise paternaliste ou « citoyenne » prenant la « juste » mesure de la rémunération des différentes parties prenantes, il convient d'adopter une approche plus pragmatique et considérer la firme

6. Cette approche a été formalisée par le CERC et a été appliquée à de nombreuses entreprises publiques : EDF-GDF, SNCF, France Télécom.

7. Voir notamment Albouy (1983).

8. Pour une défense d'une vision pluraliste de la firme et de l'approche *stakeholders*, voir Charreaux et Desbrières (1998).

comme un nœud de contrats dont chaque partie cherche à tirer le maximum d'avantages. Or, dans cette conception, le rôle du management est bien de défendre au mieux les intérêts des actionnaires dans la mesure où l'on peut faire confiance aux autres parties prenantes (créanciers, fournisseurs, salariés, sous-traitants, pouvoirs publics) pour défendre leurs intérêts bien compris. L'idée que la fonction des dirigeants soit d'arbitrer entre les intérêts divergents des différentes parties prenantes de l'entreprise revient à leur donner un rôle sans légitimité et sans instrument de mesure de leur efficacité.

Privilégier la valeur actionnariale à long terme ne signifie par pour autant ignorer les autres *stakeholders* et leurs attentes. Créer de la valeur pour les actionnaires nécessite d'avoir toujours plus de clients satisfaits avec de bons produits, développés par des employés motivés et de qualité, en liaison avec les meilleurs fournisseurs et sous-traitants possibles, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. Recruter et retenir les meilleurs ingénieurs ou commerciaux est indispensable pour créer de la valeur. Pour pouvoir y arriver, il convient de leur donner des rémunérations et des conditions de travail attractives. Quant aux clients, inutile de rappeler combien l'entreprise doit être à leur écoute dans une économie de concurrence mondialisée. Naturellement, la prise en compte des intérêts des autres *stakeholders* se fera d'autant plus pressante que leur pouvoir de négociation sera élevé⁹.

Maximiser la valeur actionnariale ne signifie pas non plus avoir une vision à court terme et supprimer toute activité non rentable dans l'année. Si le management anticipe à court terme des pertes, cela ne doit pas signifier nécessairement fermeture et downsizing si, à terme, il y a un espoir de *free cash flow* important, donc de MVA positive au total. En revanche, que penser d'un management qui maintiendrait en toutes connaissances de causes, pour satisfaire ses salariés ou les pouvoirs publics, des activités non rentables à court, moyen et long terme? Il est vraisemblable qu'il perdrait la confiance de ses actionnaires, aurait du mal à lever des capitaux pour financer ses pertes, et qu'à plus ou moins brève échéance l'entreprise disparaîtrait sous l'effet de la concurrence après avoir détruit beaucoup de valeur et supprimé encore plus d'emplois. C'est vraisemblablement ce type d'analyse à long et moyen terme qui a conduit Renault à prendre la difficile décision de fermer l'usine de Vilvorde en Belgique. Notons que cette optique à long terme ne facilite pas le rôle du management dans la mesure où la question et le débat se portent alors sur la fiabilité des prévisions du business plan. Et l'avenir, comme chacun sait, n'appartient à personne. La maximisation de la valeur actionnariale laisse donc la place à la négociation dans la mesure où les autres parties prenantes (clients, créanciers, fournisseurs,

9. Il est facile d'imaginer ce que deviendrait le sort des autres *stakeholders* (salariés, fournisseurs, créanciers, sous-traitants) si ces derniers n'avaient aucun pouvoir face à un management tout puissant au service exclusif des actionnaires.

salariés, pouvoirs publics) ont, dans nos économies occidentales, un vrai pouvoir de négociation.

2. Comment organiser la création de richesse ?

Organiser l'entreprise en vue de créer de la valeur actionnariale est plus facile à dire qu'à faire. Dans les entreprises qui se convertissent effectivement à ce nouvel indicateur de performance du management, cela implique la prise en compte de nouvelles variables comme le coût du capital, la définition précise des capitaux investis, le découpage des activités de l'entreprise en business units clairement identifiables et même éventuellement leur introduction sur le marché.

Les variables internes de la création de valeur

Il s'agit essentiellement du taux de marge nette opérationnelle (NOPAT/CAHT), du taux de croissance à moyen et long terme du bénéfice avant intérêt et impôt (EBIT) et du contrôle des capitaux investis (actifs immobilisés nets et besoins en fonds de roulement).

L'encadré intitulé « Les variables d'action interne pour la création de valeur » montre comment une entreprise soucieuse de créer de la valeur peut agir.

LES VARIABLES D'ACTION INTERNE POUR LA CRÉATION DE VALEUR

1. Améliorer le taux de marge nette opérationnelle :

- agir sur les processus de production et réorganiser le travail ;
- réduire les coûts de production et augmenter la flexibilité en utilisant la sous-traitance ;
- centraliser les fonctions financières et administratives ;
- utiliser les nouvelles technologies de l'information pour réduire les coûts administratifs et de production.

2. Assurer une croissance à long terme des ventes :

- développer de nouveaux produits ou activités ;
- pénétrer de nouveaux marchés internationaliser les activités ;
- agir sur le marketing mix ;
- rechercher systématiquement les avantages compétitifs.

3. Contrôler les capitaux investis par activité :

- minimiser les besoins en fonds de roulement en agissant sur la rotation des stocks, les délais de règlement des clients et des fournisseurs ;
- évaluer la rentabilité des actifs immobilisés ;
- recourir à la location plutôt qu'à l'achat pour les investissements non stratégiques ;
- désinvestir dans les activités non essentielles ou en dehors du *core business*.

Mais de telles initiatives ne sont pas suffisantes pour créer de la valeur : encore faut-il que le marché les reconnaisse pour les valoriser à leur juste prix. D'où la nécessité pour les dirigeants de mettre en place une véritable politique de communication et d'écoute du marché financier.

Les variables externes de la création de valeur

Il s'agit essentiellement des exigences du marché financier qui s'expriment à travers le coût du capital et une augmentation de la lisibilité de l'activité de la firme. Le coût du capital R_c représente les attentes de rentabilité des bailleurs de fonds de l'entreprise : actionnaires et créanciers financiers. Avec nos notations, il est égal à :

$$R_c = \frac{1}{1 + \lambda} R_a + \frac{\lambda}{1 + \lambda} R_d (1 - \tau)$$

avec :

λ = dettes/fonds propres, soit le levier financier

τ = taux d'imposition des bénéfices.

Il est évident que plus le coût du capital est faible et plus, pour les mêmes *free cash flows*, la valeur de la firme est grande. L'évolution des taux d'intérêt – variable totalement exogène à l'action des dirigeants – a donc un impact sur la MVA et la création de richesse. Le coût des fonds propres, qui est un coût d'opportunité, peut être obtenu grâce à l'équation du modèle d'équilibre des actifs financiers (Medaf) qui nous enseigne que la rentabilité attendue par les actionnaires $E(R_a)$ est égale au taux d'intérêt sans risque R_f augmenté d'une prime de risque, elle-même proportionnelle au risque systématique du titre (β) :

$$E(R_a) = R_f + (E(R_m) - R_f) \beta$$

avec

$E(R_m)$ = taux de rentabilité espéré du marché des actions.

Le coefficient *beta* dépend à son tour du risque d'exploitation de l'entreprise et de son risque financier. Réduire le risque systématique revient donc à chercher à minimiser les coûts fixes (rendre la firme plus réactive) pour abaisser le risque d'exploitation et à diminuer l'endettement pour réduire le risque financier. Notons que si la diminution de l'endettement réduit bien le risque financier et donc le coût des fonds propres, la contrepartie d'une telle politique de désendettement est de perdre l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts. Or, comme Modigliani et Miller¹⁰ l'ont si bien montré, en absence de risque de faillite, la valeur de la firme sur des marchés financiers parfaits est une fonction croissante de son endettement. La création de

10. Voir Albouy et Dumontier (1996).

valeur pour les actionnaires ne passerait donc pas automatiquement par une politique de désendettement.

Sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt et des exigences de rémunération plus forte des actionnaires, après plusieurs années de désendettement, parfois à marche forcée, les entreprises françaises succombent à nouveau au charme de l'emprunt. Depuis 1998, les grandes entreprises se bousculent pour émettre des obligations sur le marché français. Citons à titre d'exemple Lafarge qui a levé 2 milliards de francs en février 1998, Pechiney 1,6 milliard et Carrefour également 2 milliards. Au cours des quatre premiers mois de 1998, les sociétés françaises ont ainsi emprunté plus de 25 milliards de francs, soit pratiquement autant que sur l'ensemble de l'année 1997. Aujourd'hui, la mode dans les grands groupes n'est plus de réduire son endettement à tout prix mais de gérer ses opportunités de croissance en faisant de nouveau appel aux créanciers. C'est ainsi que Lafarge n'a pas hésité à faire passer son ratio d'endettement de 33 % à 95 % en recourant exclusivement à l'emprunt pour financer l'acquisition de son concurrent Redland pour un montant de 18 milliards de francs (dont 16 auprès des banques)¹¹.

Mais créer de la valeur nécessite aussi d'être compris du marché et d'avoir sa confiance. C'est la raison pour laquelle de nombreuses sociétés françaises clarifient leurs liens capitalistiques en décroisant leurs participations croisées et n'hésitent pas à vendre ou à introduire sur le marché leurs filiales non cotées. C'est ainsi que Saint-Gobain a cédé ses participations dans la Générale des eaux et dans Axa-UAP en décembre 1997 et affiche sa volonté de dénouer ses participations croisées. Autre fleuron de l'industrie française, Rhône-Poulenc, sous l'impulsion de son président Jean-René Fourtou, s'est décidé à séparer ses activités chimie de ses activités pharmacie avec l'introduction de Rhodia en Bourse. Citons également Alcatel-Alsthom qui a autonomisé ses activités ferroviaires avec la création et l'introduction sur le marché de la nouvelle société Alstom.

Enfin, créer de la valeur nécessite d'avoir une politique de rémunération de ses actionnaires lisible. Cela passe par une politique de dividende¹² en croissance régulière et éventuellement par des rachats d'actions dans le cas où la firme ne dispose pas de projets d'investissement suffisamment rentables. Encore balbutiante en France, la politique du rachat d'action est aux États-Unis une pratique courante et devrait se répandre en Europe avec les exigences croissantes des investisseurs. En France, les pétroliers Elf et Total, la CGIP, Technip, Paribas ou la SCOR ont expérimenté ces opérations. Un récent projet de loi se propose du reste « d'assouplir les conditions dans lesquelles une entreprise peut racheter ses propres actions » dans le but affiché d'optimiser l'allocation des flux d'épargne au sein de l'économie fran-

11. *Le Monde*, 6 mai 1998.

12. Voir Albouy et Dumontier (1992).

çaise. Notons cependant que l'idée qu'il suffise à une société de racheter ses propres actions pour créer de la valeur reste une hypothèse contestable. En effet, s'il ne fait aucun doute qu'une telle opération¹³ permet d'augmenter mécaniquement le bénéfice par action (BPA), rien ne permet d'affirmer qu'elle permette d'augmenter la valeur unitaire des actions. En théorie, une telle opération s'apparente à une distribution de valeur aux actionnaires (en cash, comme les dividendes) et devrait laisser inchangée la valeur de la firme ajustée du versement ainsi réalisé. Il n'en reste pas moins qu'une telle politique permet de limiter le *free cash flow* à la discrétion des dirigeants et renforce le pouvoir des actionnaires sur le management de la firme. En ce sens, et pour des sociétés bénéficiant d'un excédent de trésorerie confortable, une telle politique ne peut que recevoir l'agrément des actionnaires.

III. – Les limites des critères de la valeur actionnariale

Les critères de type EVA seraient donc la panacée pour évaluer la performance du management de la firme? Même en se plaçant dans l'optique des intérêts stricts des actionnaires, ces critères ne sont pas exempts de faiblesses. La critique tient essentiellement aux difficultés de la mesure et au risque de court-termisme.

1. Les difficultés de la mesure

Classer les entreprises selon le critère de la création de valeur actionnariale (EVA pour le cabinet Stern et Stewart) suppose que l'instrument de mesure soit fiable et peu contestable. Or un tel exercice n'est pas évident. Outre les nécessaires retraitements comptables pour arriver à définir le bénéfice net opérationnel (NOPAT) et le montant des capitaux investis¹⁴ (actifs immobilisés nets + besoins en fonds de roulement), il est nécessaire pour arriver à une mesure de type EVA de connaître le coût moyen pondéré du capital de la firme. Bien qu'une telle mesure ait fait l'objet de progrès notables, grâce aux travaux issus de la recherche financière, elle n'en demeure pas moins imprécise et sujette à révision en fonction de l'évolution des marchés.

L'imprécision vient fondamentalement de la difficulté à évaluer le coût d'opportunité des fonds propres. De nombreux travaux de recherche en finance ont mis en évidence non seulement le manque de stabilité du principal facteur de prix du risque (le coefficient *beta*), mais également son incapacité à expliquer une partie significative de la formation du prix du risque des actions¹⁵.

13. Ces opérations sont qualifiées de « relatives » car elles augmentent le bénéfice par action contrairement aux augmentations de capital qui sont qualifiées de « dilutives ».

14. Afin de piloter plus finement le processus de création de richesse dans l'entreprise il est recommandé de pratiquer une analyse par unité opérationnelle ou *business unit*.

15. Comme en atteste la théorie de l'APT (*Arbitrage Pricing Theory*). Voir Batteau et Lasgouttes (1997).

L'exemple ci-dessous montre combien l'EVA peut varier pour un même résultat net opérationnel (NOPAT) selon une modification conjointe du capital investi et du coût moyen pondéré du capital.

Reprenons le cas de l'entreprise MGX Systems et supposons qu'en 1998, son coût du capital soit de 11 % au lieu de 10 %, et que les capitaux investis soient, après une autre estimation du BFR, en fait plus élevés de 10 %. Dans ces conditions, pour un même résultat net opérationnel l'EVA de 1998 passe de 80 MF à 59 MF :

$$\text{NOPAT}_{98} = 180 \text{ MF}$$

$$\text{CI}_{97} = 1\,100 \text{ MF}$$

$$R_e = 180/1\,100 = 16,36 \%$$

$$R_c = 11 \%$$

$$\text{Spread} = 16,36 \% - 11 \% = 5,36 \%$$

$$\text{EVA}_{98} = 1\,100 \times 5,36 \% = 59 \text{ MF}$$

Cet exemple simple montre combien l'EVA est sensible à des variations relativement faibles du montant des capitaux investis et du coût du capital. Une étude de Parienté (1997) réalisée sur six grands groupes français confirme que la mesure de la création économique de valeur peut varier considérablement selon la méthodologie employée.

2. Le risque du court-termisme

Contrairement à une image répandue, les actionnaires individuels investissent majoritairement à long terme. Selon une enquête réalisée à partir des réponses de 4 000 actionnaires individuels¹⁶, les principales motivations d'achat ou de vente sont les anticipations de résultats, l'évolution du chiffre d'affaires et des cours ainsi que l'obtention de plus-values satisfaisantes. Le fait que ces investisseurs soient actifs sur le marché, c'est-à-dire qu'ils fassent « tourner leurs portefeuilles » en vendant et en achetant des titres, ne signifie donc pas que leur horizon soit simplement le prochain *quarter* ou l'exercice fiscal en cours. De plus, même si leur horizon de détention est à court terme, comme il faut bien trouver un « repreneur », il est indispensable avant d'acheter de se poser la question de la valeur à terme de l'action. Au total, pour un investisseur en actions, la difficulté essentielle se trouve dans la recherche des informations qui lui permettent de forger ses anticipations à long et moyen terme. Dans cette perspective, peut-on considérer l'EVA comme l'indicateur suprême ? La réponse est certainement à nuancer pour plusieurs raisons.

16. Enquête de la société TLB sur le comportement des actionnaires actifs (*Les Échos*, 26-27 juin 1998).

Tout d'abord, l'EVA reste un indicateur de performance annuel. Rien ne permet donc d'affirmer qu'un EVA élevé sur un exercice est le révélateur assuré d'une politique de création de richesse à long terme. Par ailleurs, comme tout indicateur, il est manipulable. Il est en effet tout à fait possible qu'un EVA faible à court terme soit le résultat d'une politique d'investissement à long terme et à valeur actuelle nette pourtant positive, et qu'un EVA élevé ne traduise qu'une politique de sous-investissement, notamment en recherche et développement (R-D) ou en formation. Le risque de « court-termisme » de la part des dirigeants n'est donc pas écarté avec un tel indicateur.

Enfin, la recherche de la valorisation maximum à court terme du capital financier peut entraîner une remise en cause de la compétitivité, donc de la survie à terme, de l'entreprise. C'est le cas lorsque certains programmes de *downsizing* font perdre à l'entreprise une grande partie de son expérience accumulée et de son savoir-faire. Si, en théorie, la maximisation de la valeur actionnariale à long terme n'est pas contradictoire avec la valorisation du capital humain, en pratique ces deux objectifs apparaissent souvent opposés, tout au moins à court terme. Afficher un EVA élevé peut parfois passer par un ajustement des coûts salariaux au risque d'amputer la pérennité de la firme. Ainsi, selon Arie de Geus (1997), il semble que les entreprises multinationales ont valorisé conjointement capital humain et capital financier. Le fait de vouloir perdurer les pousserait à valoriser les hommes avant leurs actifs financiers et à limiter la prise de risques financiers. Au-delà de ces observations qui ne constituent pas, comme le précise son auteur, une démonstration, se pose la lancinante question de savoir si l'objectif ultime de la firme est de devenir multinationale ou d'enrichir ses actionnaires.

Conclusion

Dans l'approche financière classique, la valeur créée est égale à la rente reçue par les créanciers résiduels exclusifs que sont les actionnaires. Vouloir faire de la création de richesse économique (EVA) un nouveau mode de management revient à placer les attentes des actionnaires au centre des processus de décision et de contrôle de l'entreprise. Malgré ses travers et ses approximations, la création de valeur est devenue aujourd'hui un impératif pour les grandes entreprises françaises. Ces dernières semblent redécouvrir que la condition essentielle pour créer de la valeur est que la rentabilité de leurs projets d'investissement soit supérieure au coût moyen pondéré des capitaux utilisés ; bref que les fonds propres ne sont pas une source de financement gratuite et que le bénéfice net comptable est un indicateur partiel de rentabilité.

Nous avons cherché à montrer la filiation entre les indicateurs habituellement retenus pour mesurer la création de richesse, comme l'EVA, et la théorie financière.

Nous avons également cherché à attirer l'attention sur leurs limites d'utilisation, aussi bien pour le management que pour les investisseurs.

Au-delà des approximations de mesure, la principale difficulté d'utilisation de ces nouveaux critères se trouve dans le fait que la notion de valeur doit s'apprécier sur le long terme. Or les indicateurs développés par les cabinets de consultants sont annuels. De ce point de vue, même s'ils constituent une information riche pour les investisseurs, ils restent insuffisants pour définir une politique d'investissement en fonds propres. L'analyse des perspectives futures de l'entreprise, de sa croissance et de ses marchés restent indispensables comme celle de son équilibre financier à terme. Cette conclusion est somme toute réjouissante car elle nous rappelle qu'en matière d'actions l'essentiel se trouve dans le futur et non dans la publication d'un indicateur plus ou moins sophistiqué sur la gestion passée.

Bibliographie

Albouy M., « Comptabilité de surplus », *Entreprise et comptabilité, Les cahiers français*, n° 210, mars-avril 1983.

Albouy M., « Les transformations de la gestion financière », *Mélanges en l'honneur du professeur A. Page*, Presses universitaires de Grenoble, 1996.

Albouy M., « Peut-on réconcilier les dirigeants d'entreprise et les marchés financiers? », *Revue française de gestion*, n° 111, novembre-décembre 1996.

Albouy M., « Peut-on faire confiance au marché pour évaluer les entreprises? », *Valeur, marché et organisation*, tome 1, *Actes des XIV^e journées des IAE*, Presses académiques de l'Ouest, Nantes, 1998.

Albouy M., Dumontier P., *La politique de dividende des entreprises*, PUF, Paris, 1992.

Albouy M., Dumontier P., « Management : les constructeurs : Merton Miller », *Revue française de gestion*, n° 107, janvier-février 1996.

Batteau P., Lasgouttes V., « Modèles multifacteurs des rentabilités boursières », *Encyclopédie des marchés financiers*, Y. Simon (éd.), Economica, 1997.

Black A., Wright P., Bachman J., *In Search of Shareholder Value*, Price Waterhouse, Pitman Publishing, 1998.

Briys E., Pène D., « Stratégie financière et valorisation de l'action », *Revue Banque*, n° 485, juillet-août 1988.

Charreaux G., Desbrières P., « Gouvernement des entreprises et création de valeur », *Valeur, marché et organisation*, tome 1, *Actes des XIV^e journées des IAE*, Presses académiques de l'Ouest, Nantes, 1998.

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2^e éd., McKinsey et Company, Inc., John Wiley et Sons, Inc., 1995.

- Demirag I., "Short-Term Performance Pressures: Is There a Consensus View", *European Journal of Finance*, vol. 1, 1995.
- Geus A. (de), "The Living Company", *Harvard Business Review*, mars-avril 1997.
- Grant J., "Foundations of EVA for Investment Managers", *Journal of Portfolio Management*, automne 1996.
- Hirigoyen G., « Nouvelles approches du lien stratégie-finance », *Revue française de gestion*, n° 92, janvier-février 1993.
- Levasseur M., Quintart A., *Finance*, 3^e éd., Economica, 1998.
- Parienté S., « La création de valeur par l'entreprise », *Cahier de recherche de l'ESUG*, Université de Toulouse I, n° 144, avril 1997.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, New York. 1986.
- Rousseau P., Tabatoni O., « La création de valeur pour les actionnaires: synthèse et limites des mesures traditionnelles de la valeur », *Valeur, marché et organisation*, tome 2, *Actes des XIV^e journées des IAE*, Presses académiques de l'Ouest, Nantes, 1998.
- Stewart G. B., *The Quest for Value*, Harper Collins, New York, 1991.
- Young D., "Economic Value Added: A Primer for European Managers", *European Management Journal*, vol. 15, août 1997.