

La définition du concept de la valeur :

Le mot "valeur" appartient à la philosophie, à la sociologie aussi bien qu'à l'économie, dans son sens le plus général «la valeur consiste dans l'accord des jugements collectifs que nous portons sur l'aptitude des objets à être plus ou moins, et par plus ou moins grand nombre de personnes, crus, désirés ou goûtés»¹ .

Mais, si en philosophie et en sociologie la valeur reste un concept qualitatif, en économie, et alors que la définition précédente s'applique parfaitement, la valeur des biens s'exprime en fait sur une échelle de nombre : les prix de ces biens, qui présentent précisément l'accord des jugements collectifs .et, on l'a dit, le but de toute théorie économique de la valeur est de parvenir à construire une explication de ces prix.

Il a fallu attendre le début du XX^e siècle et les contributions de Fischer [1930] et de Williams [1938] (*The Theory of Investment Value*) pour que soit donnée une définition précise de la valeur d'une firme. Elle est pensée comme la capacité de la firme à engendrer des profits futurs.

Selon Irving Fisher, qui est connu comme le père de l'économie mathématique en Amérique. Dans son livre [1930], « **La Théorie de l'intérêt** »², il définit la valeur comme suit, "La valeur de tout bien ou droit de propriété est sa valeur en tant que source de revenus [...] elle est déterminée en actualisant les revenus anticipés [...] [ce] principe évidemment n'est pas limité aux obligations. Il s'applique à tout bien et richesse : actions, terres, immeubles, machines ou à toute autre chose"

J.B. Williams [1938] a développé la même approche (*The Theory of Investment Value*)³ quand il écrit: "Like a host in a haunted house, the notion of a soul possessing the market and sending it up or down with a shrewdness uncanny and superhuman, keeps ever reappearing... Let us define the investment value of a stock as the present worth of all dividends to be paid upon it."

- Selon le dictionnaire **le petit robert** la valeur est un nom féminin, vient du mot latin valor et signifie le prix selon lequel un objet peut être échangé, vendu...etc.

¹ Dictionnaire de la langue philosophique, Paul Foulquié, PUF 1969 Paris (P747).

² Fisher I. (1930), *The Theory of Interest*, Mac Millan, New York

³ Williams J.B. (1938), «*The Theory of Investment Value*», Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

- Selon le dictionnaire **Larousse** la valeur est un caractère mesurable d'un objet en tant que susceptible d'être échangée.

I.2. Genèse et évolution du concept de valeur :

Comme on a déjà noté, la valeur en économie s'exprime par rapport à une échelle ledit le prix, les théories de la valeur en économie veulent expliquer comment le prix est déterminé et ce qu'il signifie, donc se sont des théories explicatives des prix⁴.

Adam Smith, le père de l'économie politique était parmi les premiers qui ont abordé ce sujet, selon lui, un bien a deux valeurs ; une valeur d'échange et une valeur d'usage, ces deux valeurs ne sont pas nécessairement corrélés, pour défendre son idée il présente une démonstration avec deux biens, un qui a une valeur d'usage sans valeur d'échange (l'eau, l'air...etc.)Et un autre bien qui a une grande valeur d'échange sans une valeur d'usage (le diamant).

C'est surtout avec David Ricardo que les classiques ont pu formulé une théorie complète de la valeur à travers son fameux livre de 1817 «des principes de l'économie politique et de l'impôt». il déduit que la valeur d'échange est un rapport entre deux quantités de marchandises, elle est déterminé par le rapport de travail nécessaire à la production (d'où vient l'appellation de valeur- travail),il disait« dans l'enfance des sociétés ,la valeur échangeable des choses ou la règle fixe la quantité que l'on doit donner d'un objet pour un autre ,ne dépend que de la quantité comparative d travail qui a été employé à la production de chacun d'eux»⁵.

Un autre classique mais socialiste, Karl Marx, s'est intéressé à ce sujet, il a débuté son analyse du même base que Ricardo, mais il privilège une dépendance de la valeur d'échange de celle d'usage « la marchandise est d'abord un objet extérieur, une chose qui par ses propriétés satisfait des besoins humains de n'importe quelle espèce [...].l'utilité d'une chose fait de cette chose une valeur [...].les valeurs d'usage ne se réalisent que dans l'usage ou la consommation. Dans la société que nous avons examiné, elles sont en même temps les soutiens matériels de la valeur d'échange»⁶

Smith distingue aussi valeur et richesse, qui est l'ensemble des valeurs d'usage, alors que Marx critique le system capitaliste qui est fondé non pas sur la production des richesses utiles mais sur la production de valeur d'échange en vue de profit.

⁴ Les théories de la valeur,Claude Mouchot édition economica 1994,p 06.

⁵ David Ricardo,des principe de l'économie politique et de l'impôt 1971, paris:Flammarion,p 26.

⁶ Le capital ,livre 1 , Garnier Flammarion ,p 41-42)

David Ricardo illustre la notion de rareté qui peut être un élément déterminant de la valeur d'échange, «les choses, une fois qu'elles sont reconnues utiles par elles mêmes, tirent leur valeur échangeable de deux sources, de leur rareté et de la quantité de travail nécessaire pour les acquérir»⁷

Pour les classiques le prix naturel, qui est égal à la quantité nécessaire pour avoir le produit, ne correspond pas essentiellement au prix de marché déterminé par les fluctuations accidentelles du marché, Smith puis Ricardo et Marx expliquent que les divergences entre les deux ne peuvent être que de court terme celles-ci offrent des opportunités qui seront saisies par les investisseurs et feront graviter le prix du marché vers le prix naturel.

En parallèle de cette théorie, une autre fut apparaître, c'est la théorie néo-classique de La valeur .elle a émergé vers les années 1870, elle refuse la distinction entre prix naturel et prix de marché et rejette la dissociation entre prix et utilité. Selon ce courant Le déterminant primordial du prix n'est pas le travail mais l'utilité et pour résoudre le paradoxe de diamant et de l'eau (utilité plus forte de l'eau mais prix très faible) ils ont introduit le concept d'utilité marginale basée sur l'hypothèse (la loi) "de satiété".

-Une autre théorie a essayé de répondre à cette problématique de la détermination des prix, c'est la théorie symétrique de la valeur inspiré par l'école anglaise (Stanley Jevons et Marshall)et l'école de Lausanne(Walras et Pareto),elle a plus de retentissement de nos jours, le prix y est le résultat de la confrontation de l'offre et la demande.

En récapitulant, la théorie classique est donc une théorie objective de la valeur et la théorie néo-classique est subjective.

⁷ David Ricardo, des principes de l'économie politique et de l'impôt 1971, paris : Flammarion p 26.

- Aujourd'hui en science de gestion, il existe différentes notions de «valeur» :

I.3.1. La valeur commerciale :

Elle se rapproche de la valeur d'utilité, elle est, selon les analyses stratégiques de porter «Ce que les clients sont prêts à payer : la valeur s'obtient en pratiquant des prix inférieurs à ceux des concurrents (stratégie de domination par les coûts) ou en fournissant des avantages uniques qui font plus que compenser un prix plus élevé (stratégie de différenciation)». ⁸

I.3.2. La valeur comptable :

Elle représente la valorisation de l'entreprise (immobilisations, capital, créances,...), après retraitement du bilan et du compte de résultat ; de nombreuses méthodes existent pour valoriser une entreprise (méthode patrimoniale, méthode de rendement...etc.)⁹

I.3.3. La valeur boursière :

Elle est observée sur le marché et est supposée refléter à tout moment toutes les informations pertinentes disponibles sur le titre, la valeur boursière est enrichie en intégrant la notion de risque : le modèle de Modigliani et Miller valorise un bénéfice espéré au taux reflétant ce risque encouru sur les flux financiers attendus. De ce fait, il faut que les capitaux (et donc leurs contreparties, les actifs) obtiennent un rendement supérieur au taux minimal requis pour couvrir le risque

I.3.4. La valeur ajoutée :

Elle est la valeur créée par l'entreprise tout au long de son activité de transformation des matières premières et produits semi finis en biens et services ; le conseil supérieur de l'ordre des experts-comptables la définit comme étant «la différence entre le prix de vente et la somme des ressources externes à l'entreprise mises en œuvre pour réaliser la vente»¹⁰

⁸ M.PORTER, competitive strategy: techniques for analyzing industries and competition, the free press 1980p 13.

⁹ M.LEBAS, glossaire de comptabilité de gestion, paris expert- compta média, 1999, p 226.

¹⁰ Site web du l'ordre supérieur des experts-comptables WWW.ONECC.DZ.

I.4. Le bénéfice Économique versus Bénéfice comptable :

Deux distinctions importantes doivent être faites entre le bénéfice comptable et le bénéfice économique. La première distinction est le coût du capital. Le bénéfice comptable est la différence entre les revenus et les coûts, basé sur la représentation de ces éléments selon les principes comptables. Le profit économique est aussi la différence entre les recettes et les coûts, mais, contrairement à la détermination du bénéfice comptable, dans le résultat économique, le coût du capital est inclus dans les coûts.

La seconde distinction entre la comptabilité et les méthodes du profit économique est les principes de reconnaissance des revenus et des coûts. Le Bénéfice comptable, pour la plupart, est représenté en utilisant la méthode d'exercice, tandis que les bénéfices économiques reflètent la comptabilité de caisse. Mais parce que les données figurant dans les états financiers sont seulement en termes de comptabilité d'exercice, les analystes qui calculent des bénéfices économiques doivent d'abord commencer par les bénéfices comptables et ensuite faire des ajustements pour placer les données sur base de caisse (flow). D'autres ajustements doivent être faits pour les bénéfices comptables pour compenser les distorsions qui peuvent résulter de choix des méthodes comptables particulières. Par exemple, le goodwill est amorti sur 40 ans aux Etats-Unis, mais le goodwill ne représente pas un coût, l'amortissement du goodwill doit donc être rajouté dans le revenu net déclaré pour le calcul le profit économique. Contrairement au bénéfice comptable, le profit économique (s'il est mesuré avec précision) ne peuvent pas être manipulés par le management ou par le choix des méthodes comptables. Par ailleurs, la compensation se basant sur le profit économique, plutôt que le bénéfice comptable, encourage les dirigeants à une prise de décision plus prévoyante et plus responsable. Donc, la rémunération du management basée sur le profit économique est une idée séduisante.

I.5. Définition de la création de la valeur :

Selon Alfred Rappaport, on voit que la notion de valeur occupe une place prépondérante dans les préoccupations des managers et des investisseurs.

Les premiers essayent, à travers cette approche, de développer un climat de confiance avec les fournisseurs de fonds. Les derniers trouvent dans cette approche le gage qu'ils peuvent tirer du manager en contre partie de la participation au capital de l'entreprise. La création de valeur est une forme radicale et complète de la société cotée, réforme fondée sur de nouvelles

façons d'envisager la rémunération des dirigeants, la direction, l'évaluation des stratégies et la distribution des ressources excédentaires aux actionnaires, devrait entraîner un rajeunissement de cette institution vital.

selon l'AICPA¹¹ (American Institute of Certified Public Accountants), la valeur est créée quand la gestion produit des revenus supérieurs aux coûts économiques générés par ces revenus. Ces coûts proviennent de quatre sources: les salaires, matériel, matières premières, la dépréciation des actifs physiques; les impôts et taxes et le coût de capital, cette valeur est créée aux seuls actionnaires de la firme parce qu'ils sont les vrais propriétaires de l'entreprise, les actionnaires espèrent que la gestion produise la valeur au-dessus des coûts des ressources consommés, y compris le coût de capital.

La gestion d'une entreprise crée de la valeur quand elle prend des décisions qui procurent des avantages supérieurs aux coûts. Ces prestations peuvent être reçues dans un avenir proche ou lointain, et les coûts comprennent les coûts directs de l'investissement et un coût moins évident, le coût de la capitale.

Ce concept de création de valeur connaît aujourd'hui un renouveau et cela pour plusieurs raisons. Ce renouveau résulte d'abord incontestablement de la transformation du capitalisme financier et a pour origine les mouvements d'OPA menés sur les sociétés qui n'exploitaient pas efficacement leur base d'actifs pour les actionnaires. Ces pratiques ont fourni une visibilité externe à la « discipline de marché » qui a incité les dirigeants à faire plus d'attention à la création de valeur et à replacer l'actionnaire au centre de la stratégie.

En outre, le développement de la globalisation et l'essor des nouvelles technologies de l'information et de la communication (TIC) ont accéléré les processus d'internationalisation des entreprises et la constitution de réseaux complexes et mondialisés. Il en est résulté une financiarisation de la stratégie basée sur le recentrage sur le marché principal et la recherche de la taille critique. C'est pourquoi, l'achat de parts de marchés et les options de croissance externe sont systématiquement privilégiés au détriment du développement endogène de l'entreprise. Or, pour les investisseurs institutionnels, qui contrôlent davantage de sociétés grâce à leur puissance, la capacité d'une entreprise à créer de la valeur est un critère essentiel d'appréciation. Enfin, un autre facteur externe qui a dynamisé la création de valeur est la disparition progressive des monopoles d'Etat. Le système de monopole public reposait sur

¹¹ Site officiel de l'AICPA, www.aicpa.org

l'existence de participations croisées dont la finalité était d'assurer un partenariat stable. La globalisation financière a réduit progressivement l'intérêt d'un actionnariat national en rendant moins essentiel les bouclages en capital qui apportent peu de ressources.

I.6. La signification du concept de la création de la valeur:

Le bénéfice net comptable passé et actuel ne peut être considéré comme un indicateur suffisant pour approcher la valeur d'une entreprise, parce qu'il est la résultante de données comptables non représentatives de la réalité économique d'une part ,et qu'il peut masquer une insuffisance d'investissement matériels ou immatériels générateurs de productivité ,d'innovation ..etc. C'est pour cela que certains analystes et praticiens ont cherché à développer des méthodes palliant de telles défaillances, l'objectif était de trouver des indicateur pertinents ,qui tiennent compte notamment du risque ,de la croissance et de la pérennité des résultats t qui retraitent les données comptables non conformes à la réalité économique, c'est ainsi que dès les années 20 est apparue aux USA l'idée de création de valeur.

I.7. Risque et création de valeur

Le risque naît de l'incertitude quant à la réalisation d'un événement dans le futur, mais le risque est de l'incertitude qui « compte », puisque ses conséquences sont financières. Les dirigeants font face à des contradictions qui les poussent à prendre des risques pour créer de la valeur tout en les limitant pour éviter les pertes.

I.8. Qu'est-ce que le risque ?

La notion de risque est liée à la notion d'aléa, à savoir l'incertitude attachée à la réalisation d'un événement futur. Le risque appréhende les conséquences d'une prise de décision qui seront chiffrées en termes financiers. Chaque décision comprend un risque qu'il faut quantifier à la fois en termes d'opportunités et de création de valeur et en termes de menaces et de destruction de richesse. La gestion des risques vise à minimiser la probabilité de perte attachée à la décision et à maximiser les chances de réussite.

Les entreprises cherchent à identifier tous les risques qu'elles encourent et particulièrement ceux qui menacent les sources de création de valeur. Les risques auxquels les entreprises font face sont classés en quatre catégories

- ❖ La première source de risque est celle inhérente à l'activité même de l'entreprise et aux conséquences incertaines sur les cash-flows ou résultats futurs des décisions en matière d'investissement, d'orientation stratégique ou de politique marketing. Ce risque traduit principalement l'incertitude sur le volume et les prix de vente, compte tenu de l'environnement concurrentiel.
- ❖ La deuxième source de risque susceptible d'affecter sévèrement les résultats de l'entreprise est le risque de marché. Ce risque englobe toutes les incertitudes liées aux évolutions des taux de change, des taux d'intérêt, des prix de matières premières et des Marchés d'actions.
- ❖ La troisième source de risque est le risque de crédit. Elle traduit l'incertitude quant à la capacité d'une des contreparties d'un contrat à honorer ses engagements.
- ❖ Enfin, les risques opérationnels constituent la quatrième source de risque. Le champ des risques opérationnels est très vaste puisque le comité de Bâle II l'a défini comme l'ensemble des risques inhérents aux processus (incidents touchant à la sécurité...), aux systèmes d'information (obsolescence, virus...), aux collaborateurs (fraude, mouvements sociaux...) et aux événements extérieurs (environnement réglementaire, terrorisme risques climatiques...).

Dans le processus de gestion des risques, les entreprises doivent quantifier les risques après les avoir identifiés, et si possible les hiérarchiser afin de mettre en place des outils de contrôle et de gestion adéquats. Une matrice de risque facilite la mise en œuvre des décisions en comparant la probabilité d'occurrence d'un événement et la vulnérabilité de l'entreprise en cas de réalisation de l'événement. La valorisation d'une entreprise dépend des prévisions faites sur les cash-flows futurs.

Cette incertitude sur la confirmation ou non des prévisions crée du risque, donc il faut quantifier les conséquences. Les analyses de sensibilité, des scénarios, du point mort et les simulations mesurent l'impact du risque sur la valeur

I.9. LA MESURE DE LA VALEUR AJOUTEE:

La question de la mesure de la création de la valeur s'inscrit dans le contexte de la gouvernance des dirigeants, c'est-à-dire dans une perspective d'incitation-contrôle, la performance étant définie en termes de richesse des actionnaires¹².

La place prise par le thème de la création de la valeur en finance a conduit au développement d'une batterie d'indicateurs qui tentent de la mesurer : TSR, MVA, CFROI, ROCE-WACC...dont les sigles anglo-saxons sont parfois ésotériques.

I .9.1. Les indicateurs de gestion :

I .9.1.1. LE CASH-FLOW RETURN ON INVESTISSEMENT (CFROI):

Dans la guerre des métriques que se livrent les différents cabinets anglo-saxons, CFROI ,est le plus concurrent de l'EVA .dans sa première version développée entre autres par *Salamon (1982)* et connue sous le nom de CRR (cash recovery rates), le CFROI est un ratio entre le cash –flow génère au cours de l'année et la valeur comptable brute des investissement .le cash-flow est égal à l'excédent brut d'exploitation (EBE),et les investissements sont

appréhendés par l'actif économique pris en valeur brute, soit la somme de l'actif immobilisé brut (AIB) et du besoin du fond de roulement BFR:

$$CFROI = \frac{EBE}{AIB + BFE}$$

Une fois calculé le CFROI est comparé au coût moyen pondéré du capital corrigé de l'inflation .si le CFROI est supérieur au CMPC inflation, l'entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires. Dans le cas ou' l'écart est négatif, l'entreprise est destructrice de valeur.

I .9.1.2. ECONOMIC VALUE ADDED(EVA) OU VALEUR AJOUTEE ECONOMIQUE:

Popularisée au milieu des années 90 par le cabinet de consultant anglo-saxon *Stern Stewart* l'économique value added ou la valeur ajoutée économique est une mesure de performance de l'entreprise .elle se calcule en retranchant du résultat d'exploitation net d'impôts (RE (1-Tis))

¹² Charreaux Get Desbrieres p, Gouvernace des entreprise et création de la valeur, finance, contrôle, stratégie, vol 1,n2 p57-88

le coût des capitaux investis (CI) multiplié par le coût moyen pondéré du capital ajusté (CMPC)

$$EVA = RE(1 - Tis) - CMPC * CI$$

En raisonnant en rentabilité, l'EVA se réécrit comme suit :

$$EVA = (ROIC - CMPC) * CI$$

ROIC: return on invested capital, le taux de rentabilité des capitaux investis.

L'avantage de l'EVA par rapport aux mesures de performance traditionnelles, comme le bénéfice net par action, le rendement des capitaux propres ou encore le rendement des actifs, est la prise en compte du risque. L'EVA juge la performance en fonction de la rentabilité des investissements (ROIC) tout en tenant compte du coût et donc du risque (CMPC) des différents modes de financement (CI). L'EVA est un indicateur de gestion qui se généralise à tout les niveaux opérationnels en sensibilisant les différents acteurs à la fois sur des objectifs de résultats mais aussi sur les coûts des ressources financières mises à leur disposition.

- ❖ Lorsque l'EVA est positive, l'entreprise dégage une rentabilité en excès par rapport au coût des fonds mis à disposition, l'entreprise est créatrice de richesse pour les actionnaires.
- ❖ Lorsque l'EVA est négative, la performance des investissements ou des projets de l'entreprise est insuffisante pour couvrir les coûts de financement, elle est donc destructrice de valeur.

I .9.1.2.1. Démonstration de calcul de l'EVA:

$$EVA = (ROIC - CMPC) * CI$$

I .9.1.2.1.1. RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)

Différents ratios permettent d'appréhender la rentabilité du capital: la rentabilité des capitaux employés (ROCE), la rentabilité économique (ROA) ou la rentabilité des capitaux investis (ROIC). Le résultat net à l'inconvénient de tenir compte des résultats financiers, qui peuvent en cas de cession importante de valeurs immobilières de placement, affecter favorablement les bénéfices, les arrangements comptables tels que les provisions ou encore les opérations

exceptionnelles conduisent parfois à des doutes sur la sincérité du résultat net .pour permettre des comparaison interentreprises ,seul le résultat opérationnel est un critère pertinent et représentatif de la qualité de l'activité d'une entreprise .

$$ROA= ROIC =ROCE= \frac{RE(1-t_{IS})}{CP + D}$$

-L'impôt calculé est un impôt corrigé puisqu'il n'est affecté qu'au résultat d'exploitation.

-Ces ratios rendent compte du rendement des investissements réalisés.

I .9.1.2.1.2. Le montant des capitaux investis :

Les capitaux investis (CI) dans leur vision financière sont constitués des ressources apportées par les actionnaires et créanciers: c'est-à-dire des capitaux propres CP et des dettes financières D .dans une vision plus opérationnelle mais de façon équivalente, les capitaux investis se définissent comme la somme des actifs immobilisés AI et du besoin de fond de roulement BFR .on parlera aussi de capitaux employés CE ou d'actif économique AE :

$$CI=CP+D$$

Ou

$$CI=AI+BFR$$

Dans la formule de l'EVA, les capitaux investis sont estimés non pas à une date précise mais sur une période en calculant la moyenne des capitaux investis entre le début et la fin de l'année fiscale .le montant des capitaux investis au début de la période est égale au montant des capitaux investis à la fin du période précédente. Cette moyenne permet de tenir compte du décalage entre la date de l'investissement et ses effets sur le résultat d'exploitation.

$$CI \text{ moyen} = (CI \text{ début} + CI \text{ fin}) / 2$$

Le cabinet *Stern Stewart* recommande la prise en compte de l'ensemble des investissements dans la détermination des capitaux investis .les immobilisations corporelles rentreront naturellement dans ce calcul des immobilisations, mais aussi d'autre éléments comme les dépenses de recherche et développement, la marque, les dépenses de marketing et publicité ou encore la formation du personnel.

I .9.1.2.1.3. Le coût des capitaux investis:

Le coût des capitaux investis dans le calcul de l'EVA est mesuré par le coût moyen pondéré du capital (les anglo-saxons utilisent l'acronyme WACC=Weighted Average of Cost of Debt and Equity Capital). Le coût moyen du capital (CMPC) en présence d'impôt est égal à la moyenne des coûts (K_{CP} et K_D) de chaque source de financement (dette et capitaux propres) pondérée par leur poids respectif dans la structure financière:

$$CMPC = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_D (1 - T_{IS}) \frac{D}{CP + D}$$

Le coût des capitaux engagés exprime les attentes des différents bailleurs de fonds en termes de rentabilité. Ces coûts serviront de référence pour apprécier le niveau de performance d'une entreprise, le coût des fonds propres, mesuré par le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers), est plus élevé que le coût des emprunts, compte tenu du risque des actions, cette différence de coût est renforcée par un traitement fiscal différent des modes de financement.

I .9.1.3. Le goodwill :

Une entreprise peut avoir une valeur supérieure à son actif net comptable corrigé. Le fait que l'entreprise vaille plus que la somme des éléments qui la compose est dû à différents facteurs comme par exemple le know-how, l'image de marque, la clientèle... chacun de ces facteurs est malaisé à évaluer en soit. Par contre, chacun apporte une valeur additionnelle à l'entreprise si bien que l'on puisse écrire l'égalité suivante:

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{actif net corrigé} + \text{goodwill}$$

Comme l'affirme Emmanuel Tchameni «ainsi une synergie positive entre les différentes activités, une bonne ambiance sur le plan social, une activité de recherche et de développement productive, une bonne stratégie, sont à l'origine de bénéfices supplémentaires qui augmentent la valeur de l'entreprise : de façon générale le supplément de rentabilité par rapport à la valeur patrimoniale constitue le goodwill.....»¹³

Il est à noter que la valeur de l'entreprise peut être inférieure à son actif net comptable corrigé, auquel cas on parlera de badwill.

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{Bt - rAt}{(1+k)^t}$$

¹³ E. Tchameni, évaluation des entreprises, economica, 1993, pp88

Avec :

Bt: la capacité bénéficiaire de la période T.

At: les actifs d'exploitation de la période t.

r : le taux de rémunération normal des actifs d'exploitation.

K : le taux d'actualisation.

N : la durée de la période de super profit.

I .9.2. Les indicateurs boursiers :

I .9.2.1. Le Q de Tobin:

Le Q de Tobin, est obtenu par le rapport de la valeur de la firme par la valeur de remplacement de ses actifs:

$$Q = \frac{\text{valeur de marche des actifs}}{\text{cout de remplaceme nt des actifs}}$$

Le Q de Tobin, est utilisé pour mesurer la valeur créé dans une entreprise pendant une période donnée .plus le coefficient Q est élevé plus l'entreprise créera de la valeur .l'avantage de Q du Tobin réside dans le fait qu'il fournit une estimation des actifs incorporels de l'entreprise à savoir le goodwill, la qualité du management, les opportunités d'investissement et les parts de marché.

La difficulté qui se rencontre lors de l'implémentation du Q de Tobin réside dans la détermination du coût de remplacement des actifs.

❖ Lindenberg et Ross (1981)¹⁴ donnent un excellent proxy du ratio Q ,en l'occurrence:

$$q = \frac{\text{valeur comptable des dettes} + \text{valeur de liquidation des ADF} + \text{valeur de marché des AO}}{\text{Total des actifs}}$$

¹⁴ Lindenberg et Ross ,Journal of Business 54:1, 1981.

Avec:

ADP : désignent les actions à dividendes prioritaires

AO : actions ordinaires

Du même, les firmes ayant Q DE Tobin actuel élevé sont celles qui ont eu tendance à obtenir de bons résultats dans le passé .il permet de sélectionner les firmes ayant obtenu de bonnes performance dans le passé .ce qui signifie qu'il permet de retenir, les firmes ayant créé de la valeur dans le passé cependant il n'est pas utilisable pour appréhender l'avenir, les performances passées n'entraînant pas toujours des performances future.

I .9.2.2. LE MODELE DE LA DROITE DE VALEUR:

Le modèle dit de la droite de la valeur présenter en 1981 par Strategic Planning Associates met en relation deux indicateurs: **Iv** et **Q**

Iv correspond au rapport de la rentabilité financière par la rentabilité exigée par les actionnaires .la rentabilité financière est obtenue en rapportant le résultat net aux capitaux propres tandis que la rentabilité exigée est fournie par la relation du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers).**Iv** est encore appelé «levier de valeur».

Avec ce coefficient l'entreprise crée de la valeur si la rentabilité des fonds propres (RQ) est supérieur aux exigences des actionnaires, c'est-à-dire à l'espérance de rentabilité des fonds qu'ils ont investis (E(RQ)) .ce qui s'exprime simplement sous la forme suivante:

$$Iv = \frac{RQ}{E (RQ)}$$

Où la rentabilité RQ (ROE, return on equity) est mesurée par le résultat net rapporté aux capitaux propres, E(RQ) n'est autre que le cout du capital.

Q, quant à lui même correspond au rapport de la valeur boursière de l'entreprise par sa valeur comptable .un ratio Q inférieur à l'unité indique que une destruction de la valeur et il y création de la valeur dès lors que ce ratio excède l'unité .plus q sera élevé, plus la firme créera de la valeur pour ses actionnaires.

Le ratio Q encore appelé ratio de Marris, il est similaire dans sa construction au ratio de Tobin. Le ratio de Marris ne retient que les capitaux investis par les actionnaires

contrairement au ratio de Tobin qui intègre la valeur de marché des dettes financières, Q n'est autre que le price to book ratio (PBR) relatif aux capitaux propres.

$$Q = \frac{\text{valeur boursière des capitaux propres}}{\text{valeur comptable des capitaux propres}}$$

Donc
$$Q = \frac{VB}{VC}$$

Mathématiquement, on effectue la régression de **Q** par rapport à **Iv** ce qui donne

$$Q = \alpha + Iv \gamma + \delta$$

α représente la valeur moyenne estimée de Q lorsque l'indice de la valeur est nul, c'est-à-dire lorsque la rentabilité financière est nulle et que l'entreprise est au seuil de rentabilité .il traduit le potentiel de croissance de profits de secteur.

γ mesure la relation entre la performance économique des entreprises **Iv** et leur évaluation par les marchés financiers **Q**.

δ est le terme résiduel du modèle, d'un point de vue strictement statistique, il mesure les variations du ratio **Q** non expliquées par le ratio **Iv**.

I .9.2.3. Le model de TOTAL SHAREHOLER RETURN (TSR):

La rentabilité totale pour l'actionnaire ou total shareholder return(TSR) appréhende

la création de valeur actionnariale à partir des flux de revenu acquis par la détention d'une action .elle est égale à la somme des gains en capital (**Pt-Pt-1**) rapporté au cours de l'action à la date d'achat Pt-1.

Pt; le prix de l'action en fin d'années.

Pt-1: la cour de souscription de l'action, la différence avec Pt donne la plus value.

Dt : les dividendes distribués sur la période

$$TSR_t = \frac{p_t - p_{t-1} + D}{p_{t-1}}$$

Les conventions de calcul retiennent habituellement une rentabilité calculé en brut de toute imposition sur les plus-value et dividendes

Pour déceler si l'investissement a crée de la valeur ou non ,la rentabilité totale est à comparer à la rentabilité attendue par les actionnaires .cette rentabilité est la rémunération que les investisseurs souhaiteraient recevoir .compte tenu du risque perçu sur leur investissement .cette rentabilité attendue est le coût du capital des capitaux propres KCP .donc une entreprise crée de la valeur pour ses actionnaires si :

$$\text{TSR} > \text{KCP}$$

L'analyse précédente peut être complétée par une rentabilité comparative. La création de valeur pour l'actionnaire est appréciée en comparant un investissement en actions à des investissements sans risque comme les obligations à moyen terme du Trésor (OAT). Dans cette approche, la création de valeur est mesurée par le différentiel payé pour rémunérer la prise de risque.

L'augmentation de la valeur pour l'actionnaire est appréciée également à partir de la comparaison de l'évolution des cours boursiers de l'entreprise à celle d'un indice de référence de même catégorie de risque. Cet excédent de rentabilité d'un placement est mesuré par l'alpha de Jensen. Exploitant le MEDAF, l'alpha se calcule directement comme la constante de la droite de régression suivante¹⁵:

$$(R_i - R_F) = \alpha + \beta(R_M - R_F) + \varepsilon_i$$

où $R_{i,t}$ est la performance annualisée du placement, $R_{M,t}$, la performance annualisée de l'indice de référence, R_F , le taux sans risque, et β , le risque systématique

Un alpha de Jensen positif (négatif) indique une performance supérieure (inférieure) à la moyenne rencontrée sur des fonds de risque équivalent.

¹⁵ Création de valeur et capital-investissement, Mondher Cherif et Stéphane Dubreuille, édition Pearson 2009 ,p8.

I .9.2.4. LA MARKET VALUE ADDED(MVA) OU LA VALEUR AJOUTEE PAR LE MARCHE

La Market value donne une information sur la valorisation par le marché boursier des ressources apportées par les actionnaires et créanciers par rapport à leur valeur enregistrée en comptabilité .cette création de valeur boursière est égale à la somme de la capitalisation des actions et de la valeur de marché de la dette diminuée de la valeur comptable des capitaux investis:

$$MVA=VB (CP+D)-VC (CP+D)$$

Avec : VB (CP+D): la valeur boursière des capitaux investis.

VC (CP+D): la valeur comptable des capitaux investis.

A défaut de valeur boursière des dettes financières .on retiendra la valeur comptable, en supposant qu'aucun supplément de valeur ne provient de celle-ci, sous cette hypothèse ,la MVA reflète la création de la valeur uniquement pour les actionnaires et son calcul se limite à la capitalisation boursière des actions et la valeur des capitaux propres dans le bilan:

$$MVA=VB (CP)-VC (CP)$$

La valeur de marché des action est mesurée par la capitalisation boursière, qui se définit comme le produit du cours en bourse de l'action par le nombre de titres en circulation .la MVA ne peut donc pas se calculer pour les société non cotées.

Ce ratio mesure ce que le management de la firme est capable de créer ou de détruire à partir d'un niveau de ressource donné .en l'occurrence le capital investis, un MVA positive indique que le marché est optimiste et qu'il porte à payer le prix actuellement coté sur celui-ci, car il anticipe que l'entreprise va créer de la richesse au-delà du coût de capital. en revanche un MVA négative traduit un manque de confiance du marché dans le management qui prévoit une rentabilité insuffisante compte tenu du coût des capitaux engagés.

Sachant que le MVA est obtenu à partir de la différence entre valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres la MVA est égale à la somme actualisée des EVA :

$$V_0 = V_B (CP+D) = V_C (CP+D) + \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + CMPC)^t}$$

Le résultat obtenu en calculant la MVA est exprimé en unité monétaire.

I.10. Les sources de la création de a valeur

Retenir la création de valeur comme critère d'évaluation des performances des entreprises implique la définition de ses sources et de ses origines, cela permet d'identifier les variables d'action susceptibles de l'influencer favorablement ou défavorablement .l'analyse des déterminants de la performance économique requiert en amont une compréhension de la stratégie de l'entreprise et notamment de sa capacité à conserver un avantage concurrentiel.

I.10.1. l'analyse stratégique

L'étude préalable au diagnostique stratégique de chacune des activités de l'entreprise concerne l'analyse de son positionnement sectoriel et de son environnement économique, politique, juridique et social. Pour réussir à long terme, l'entreprise doit élaborer des stratégies qui lui permettent de faire face aux cinq forces concurrentielles qui pèsent sur son secteur¹⁶ ; la rivalité entre les entreprises présentes, la menace de nouveau entrants, la menace des produits de substitution, le pouvoir de négociation des clients et le pouvoir de négociation des fournisseurs.

D'après porter, l'entreprise dispose de différents leviers décisionnels pour s'engager dans la concurrence (gamme de produits, marchés cibles, commercialisations .main-d'œuvre, fiance et contrôle de gestion ...etc.) mais ses engagement stratégiques doivent s'étendre sur le long terme pour permettre une création de valeur importantes. Après avoir analysé l'environnement concurrentiel, il faut déterminer où et comment la valeur se crée dans l'entreprise, pour cela, L'analyse de la chaîne de valeur qui est une méthode développée par Michael Porter dans les années 1980, permettre d'examiner la contribution des différents processus de l'organisation à son avantage concurrentiel. Elle repose sur l'idée que l'organisation est constituée d'une chaîne de relations clients-fournisseurs, chacune des

¹⁶ L'avantage concurrentiel, Michael porter .édition dunod ,2003.

intersections ou interfaces de cette chaîne ayant pour but d'ajouter de la valeur au produit(s) ou au(x) service(s). Cette valeur peut être définie comme le meilleur rapport possible entre la satisfaction des besoins du client, d'une part, et les coûts associés au produit ou service, d'autre part. La valeur se situe donc principalement à l'intersection de la relation client- produit- processus.

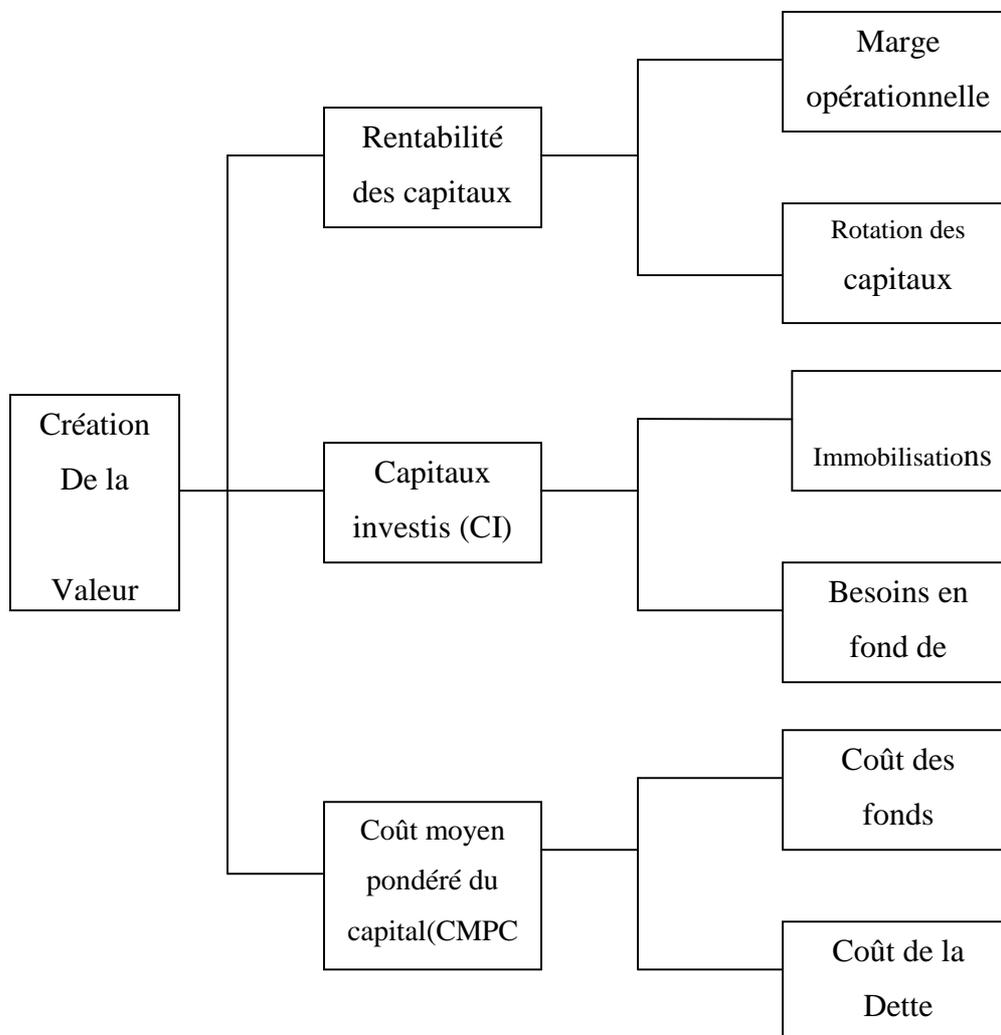
L'analyse de la valeur permet d'identifier quelle est la marge compétitive (*competitive edge*) où l'entreprise réalise des activités cruciales en terme de valeur et d'y concentrer les ressources nécessaires pour que cette chaîne d'activités soit réalisée plus efficacement que

chez les concurrents, par exemple à meilleur prix, avec une meilleure qualité ou en fournissant d'autres avantages absents des produits concurrents.

I.10.2. Les déterminants de la performance économique :

Après cet audit stratégique, l'entreprise va identifier les moteurs de la création de valeur. ces moteurs sont synthétisés graphiquement dans l'arbre de la valeur inspiré du modèle SVA (shareholders value analysis) de Alfred Rappaport ¹⁷

¹⁷ Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors Alfred Rappaport , edition *Free Press* 1998



L'arbre de la valeur inspiré de Rappaport (1998).

- L'arbre de la valeur est fondé sur le modèle de l'EVA, donne les variables sur lesquelles l'entreprise peut agir pour améliorer sa création de richesse :

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{CPMPC}) * \text{CI}$$

Où ROIC (return on invested capital) est le taux de rentabilité des capitaux investis, CPMPC est le coût moyen pondéré du capital ajusté, et CI est le montant des capitaux investis, pour améliorer la performance économique, les variables d'action portent sur chaque composante de la formule ci-dessus.

I.10.2.1. Les leviers opérationnels:

Le taux de rentabilité des capitaux investis est décomposé comme le produit de la marge opérationnelle par le taux de rotation des capitaux investis :

$$\text{ROIC} = \left[\frac{RE(1 - T_{IS})}{CA} \right] * \left[\frac{CA}{CI} \right]$$

Au niveau opérationnel, la création de la valeur résulte de l'amélioration de la marge opérationnelle

$$\left(\frac{RE(1 - T_{IS})}{CA} \right)$$

Et/ou du taux de rotation des capitaux investis : $\left(\frac{CA}{CI} \right)$

- la marge opérationnelle progresse par la réduction du coût de production, par la réorganisation du travail pour gagner en productivité et par l'augmentation du volume des ventes .la croissance a long terme des ventes résulte du développement des produits et/ou des activités, de la conquêtes de nouveaux marchés et du renforcement des avantages compétitifs.
- L'amélioration du taux de rotation des capitaux investis découle d'une part de la minimisation du BFR, obtenue par la réduction du temps d'écoulement des stocks et du crédit clients et par l'augmentation des crédits fournisseurs, et d'autre part du désinvestissement dans des activités inutiles ou destructrice de la valeur.

I.10.2.2. les leviers financiers :

La création de valeur, implique la prise en compte du coût de capital .la coût du capital reflète les exigences des apporteurs de ressources, et son niveau dépend directement de la lisibilité de l'entreprise et donc de sa communication pour séduire les investisseurs et obtenir leur confiance.

Pour un niveau de résultat opérationnel donné, plus le coût moyen pondéré du capital est faible et plus l'EVA est élevé, d'après la formule les dirigeants ont trois variables d'actions :

$$CMPC = K_{CP} \frac{CP}{CP + D} + K_D (1 - T_{IS}) \frac{D}{CP + D}$$

- la réduction du coût des capitaux propres (K_{CP})
- la réduction du coût de la dette (K_D)
- une combinaison optimale des fonds propres (CP) et des dettes (D) dans la structure financière pour minimiser le coût du capital.

I.11. Les salariés et la création de la valeur

Une firme ne peut créer durablement de la valeur que si elle dispose d'un avantage compétitif difficilement imitable par ses concurrents. Un tel avantage trouve son origine dans les ressources [J. B. Barney 1991] que se procure la firme et dans la combinaison qu'elle en fait. Les composantes les plus difficilement reproductibles sont liées au capital humain et aux arrangements organisationnels qui permettent d'instaurer une coopération et un apprentissage organisationnel efficaces au sein de la firme. Comme le souligne R. W. Coff [1997],

Les salariés constituent des actifs difficilement duplicables ou transférables en raison de leur spécificité, de leur imbrication dans les systèmes sociaux tant internes qu'externes à la firme et de la causalité ambiguë (au sens où elle est difficile à établir précisément) qu'ils entretiennent avec la performance. Ces deux derniers éléments sont également la source de dilemmes managériaux [R. W. Coff 1997] – les mêmes dilemmes existent au sein de la relation d'agence qui lie les actionnaires aux dirigeants – dans la mesure où les réseaux sociaux externes auxquels ont accès les salariés leur permettent de quitter plus facilement la firme et où la difficulté à cerner l'origine de la performance, due notamment à l'asymétrie d'information, qui est une source importante de risque moral. La relation d'agence existant entre la firme et les salariés pose deux problèmes. D'une part, les salariés doivent être à même de préserver et d'accroître leur capital humain. D'autre part, la firme doit maintenir son avantage compétitif ainsi que la valeur du capital humain spécifique qu'elle a contribué à créer. Différents mécanismes permettent un alignement des intérêts des salariés et de la firme, en particulier les systèmes de participation financière et décisionnelle et les cultures organisationnelles fortes. Les différentes études ont généralement conclu à un effet positif limité de la participation financière sur la

productivité ou la rentabilité [P. Artus et al. 1989 ; D. Vaughan-Whitehead 1992]. La plupart des tests portent cependant sur la liaison entre la participation et la rentabilité financière, échouant ainsi à mettre en évidence un lien avec la création de valeur partenariale. L'étude de cette relation et des systèmes de GE qui lui sont associés est à replacer dans le cadre de la création et du partage de la valeur partenariale sur le long terme. Il ne semble pas que les législations nationales qui permettent le mieux de sauvegarder les intérêts des salariés, notamment en les associant aux organes de surveillance, aient entraîné des performances économiques inférieures. Un certain nombre d'études empiriques [J. Hubler, G. Schmidt 1996] qui met Gérard Charreaux et Philippe Desbrières 79 tent en évidence une réaction négative des cours à l'annonce de suppressions d'emplois et positive à celle de conflits sociaux paraissent confirmer le rôle positif des salariés dans la création de valeur. Une trop grande flexibilité dans la gestion des salariés pourrait accroître le risque de court-termisme dû à la pression des actionnaires. De plus, il est paradoxal, au vu des principes d'efficacité économique, de faire supporter le risque résiduel aux salariés qui, par définition, ne peuvent pas diversifier leur capital humain.

Un approfondissement de la gestion de cette composante du système de GE passerait par l'étude comparée de l'incidence de la flexibilité sur la création de valeur. Selon l'argumentation précédente, on devrait constater un lien inverse entre la création de valeur et la flexibilité, en particulier dans les secteurs à fort capital humain spécifique. A contrario, une trop grande rigidité dans la gestion des ressources humaines peut entraîner une baisse de la création de valeur en réduisant la latitude managériale dans le partage de la valeur. Dans une perspective d'efficacité, il conviendrait de préciser les conditions d'un compromis optimal entre la perte de valeur créée liée à une flexibilité de la politique de personnel et le gain éventuel dû à l'accroissement de la latitude par rapport aux différents SH.

La recherche de corrélations simples reste par ailleurs une réponse pauvre pour appréhender le lien entre la gestion de la relation firme/salariés et la création de valeur. Si, comme il est vraisemblable, le moteur essentiel de la création de valeur passe par l'investissement en capital humain, notamment via la formation – C. H. d'Arcimoles [1995] trouve une corrélation positive entre l'effort de formation et la performance – et l'accroissement du capital organisationnel, il est nécessaire d'approfondir l'analyse des mécanismes, notamment informels, qui facilitent cet investissement ou, inversement, qui le freinent.