

## Cours développé :

### La « création de valeur pour l'actionnaire »

La *création de valeur pour l'actionnaire*, le *pilotage par la valeur*, la *stratégie de la valeur*, le **value based management**, etc. : tous ces termes sont très à la mode depuis au moins – en France – le début des années 90, et singulièrement depuis le milieu de la décennie<sup>1</sup>. Cette mode va de pair avec celle de la *Governance*, c'est-à-dire le retour en force du pouvoir des actionnaires sur les managers qui pensaient avoir pris une certaine autonomie.

### 1 - De la concurrence pure et parfaite sans conflits aux contradictions entre les différents capitaux et les managers dans la théorie financière « moderne »

#### 11 - La microéconomie traditionnelle et la « libération des entrepreneurs » : l'« ère des managers »

Longtemps – en fait depuis la crise des années 30 et l'après-guerre -, la théorie dominante de la firme en terme d'organisation fut celle de la *théorie directoriale* ou *du contrôle manageriale*. La séparation entre des actionnaires dispersés et les dirigeants, la séparation de la propriété et du pouvoir, apparaît pour la première fois dans la littérature moderne en 1933 par le livre de Berle et Means<sup>2</sup>. L'actionnaire ressemble de plus en plus à un vulgaire créancier rémunéré en dividende « proposé » par les dirigeants qui ont une grande marge de liberté (la « *managerial discretion* »).

Ce point de vue correspond en fait à une tentative de libération des managers qui renvoie au mythe de l'entrepreneur indépendant des apporteurs de capitaux – et du facteur travail – de la théorie néoclassique traditionnelle : le manager tente en effet de maximiser son « profit pur » (sous la forme de rémunération de son « travail de direction » et de son pouvoir en général corrélés avec la taille de l'entreprise qu'il gère). Il tente de maximiser en fait la masse de profit en gagnant des parts de marché, en diversifiant les activités (formation de conglomérats) ; ce faisant il n'assure pas obligatoirement la maximisation du taux de profit de ses mandants ni celle de la valeur boursière de la firme.

Cette thèse fut critiquée « par la gauche » en rappelant que les propriétaires restent les patrons, par les « contrôles de minorité » : il suffit de posséder quelques pour cent des actions ou des droits de vote pour contrôler le Conseil d'administration si le reste de l'actionariat est très dispersé. Elle fut aussi critiquée « par la droite » qui maintiennent que la gestion doit bien être « *Stockholder-oriented* », c'est-à-dire que le but de la firme est bien la maximisation de la capitalisation des titres de propriété.

---

<sup>1</sup> La bibliographie est déjà très importante, outre les approches dans les différents manuels, on peut lire : Jérôme Caby et Gérard Hirigoyen, *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, Paris, 1997.

<sup>2</sup> A. A. Berle et G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property (La société anonyme moderne et la propriété privée)*, New York, Macmillan, 1933. Cette thèse fut popularisée en France par J. K. Galbraith, *Le nouvel état industriel*, Paris, 1969, Gallimard, et son concept de *technostructure*.

## 12 - La nouvelle microéconomie néoclassique : la fin de l'« ère des managers », les conflits et la reprise du pouvoir par les actionnaires matérialisée par la « gouvernance »

Des théories de la firme sont alors apparues<sup>1</sup>, toujours gérées avec les paradigmes néoclassiques, mais dans des marchés imparfaits et à rationalité limitée, tentant de résoudre avec les techniques néoclassiques les conflits d'intérêt évident. Toutes ces théories débouchent sur la *Corporate governance*.

Cette nouvelle microéconomie fut également appliquée à la « *nouvelle macroéconomie keynésienne* »<sup>2</sup> et à la « *théorie de la croissance endogène* »<sup>3</sup>.

### \* La « nouvelle microéconomie » néoclassique

On trouvera les fondements microéconomique de cette nouvelle révolution dans la microéconomie, dans Pierre Cahuc, *La nouvelle microéconomie*<sup>4</sup> ; cette approche date, dans sa systématisation, d'une vingtaine d'années, mais trouve différentes sources.

La première est très ancienne : il s'agit de la théorie du duopole de Cournot<sup>5</sup>, de 1838, suivie de diverses théories macroéconomique de la concurrence imparfaite. La principale, plus récente, est la théorie des jeux<sup>6</sup> qui prend en compte les stratégies d'agents - qui ne sont plus des atomes sans pouvoir économiques, simples « preneurs de prix » dans un marché parfait - en opposition. Cette approche fut enrichie par la notion d' « *équilibre de Nash* »<sup>7</sup>.

Quant à la théorie de l'organisation hiérarchique d'une firme complexe (curiosité contraire à la théorie néoclassique de contrats entre individus-atomes), tout commença il y a bien longtemps, en 1937, avec Ronald Coase<sup>8</sup>. Il fallut attendre les années 1970 pour que les limites de l'analyse néoclassique de la firme par ses seules relations avec les prix réapparaissent, avec *l'asymétrie d'information*, des conflits d'intérêt palliés par des contrats incitatifs avec *la théorie des contrats*, dont la *théorie de l'agence* (ou *modèle « principal-agent »*, mandant et mandataire), la *théorie des signaux*, celle des *coûts de transaction*, avec Williamson<sup>9</sup>.

En bref, ce dernier approfondissant Coase, la régulation du système par la hiérarchie et les relations de pouvoir est plus efficace que celle par le marché qui suppose des coûts de transaction pour définir chaque contrat microéconomique, soit ex ante (pour définir les incertitudes de l'avenir), soit ex post pour vérifier le respect du contrat. La *théorie de la rationalité limitée* de Simon<sup>10</sup>, dont Williamson tient compte, avait auparavant jeté une autre pierre dans le jardin néoclassique.

L'asymétrie de l'information trouve sa source dans l'analyse économique : si l'information des acheteurs concernant la qualité du produit est imparfaite (l'exemple des voitures d'occasion, des « *lemons* »<sup>11</sup> en

---

<sup>1</sup> On trouve ces nouvelles théories rapidement évoquées – comme ici – dans tous les manuels de gestion, de stratégie ou d'organisation, quelquefois d'économie. La présentation la plus claire et la plus complète est probablement celle de Cobbaut, op. cit. : *Chapitre 4 La théorie économique de l'organisation*, pp. 89 et suivantes et *Chapitre 13 L'objectif financier et le gouvernement d'entreprise*, pp. 335 et suivantes.

<sup>2</sup> G. N. Mankiw et D. Romer, *New Keynesian Economics*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1991, 2 volumes.

<sup>3</sup> P. Aghion et P. Howitt, *Endogenous Growth Theory*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1998.

<sup>4</sup> Op. cit.

<sup>5</sup> A. Cournot, *Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses*, Paris, 1938.

<sup>6</sup> Von Neumann et Morgenstern, op. cit.

<sup>7</sup> J. F. Nash, *Noncooperative Games*, *Annals of Mathematics*, Vol. 54, 1951, pp. 289-295.

<sup>8</sup> Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, (*La nature de la firme*) *Economica*, New Series, IV, 1937, pp. 386-405.

<sup>9</sup> O. E. Williamson, *Market and Hierarchies*, (*Marché et hiérarchies*) Free Press, New York, 1975.

<sup>10</sup> Op. cit. 1955.

<sup>11</sup> G. Akerlof, *The market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, (*Le marché des voitures d'occasion : Incertitude sur la qualité et mécanisme économique*), *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, 1970, pp. 488-500.

anglo-américain), on aboutit à l' « antisélection » où le prix n'est plus un critère de choix ; cette théorie s'est développée dans l'économie du marché des assurances.

La théorie des signaux met l'accent sur cette asymétrie de l'information et donc sur l'importance de la politique de communication des dirigeants : « ... *le seul savoir-faire ne suffit plus s'il n'est pas accompagné d'un faire-savoir et d'un faire-percevoir* »<sup>1</sup>.

La théorie de l'agence (ou, en anglais donc, le modèle « principal-agent ») met en avant les coûts (...d'agence) liés aux contradictions résolues par contrat entre les mandataires ou agents (les managers) et les mandants, ou « principaux » - en français - (les actionnaires et, dans une certaine mesure, les créanciers).

### \* **Les conflits entre managers et apporteurs de capitaux et la « gouvernance »**

Dans ces différents cadres, la rentabilité de l'entreprise n'a plus à proprement parler de sens : l'entreprise (en clair ses managers) n'est plus tout à fait « dans le même bateau » que ses actionnaires, considérés au contraire comme des ponctionneurs de profit au même titre que les prêteurs - ou les salariés. *La rentabilité devient donc coût*, comme l'intérêt et le travail. Il est frappant de se rendre compte qu'en fait, il s'agit tout simplement de pousser la logique néoclassique de la microéconomie marginaliste qui, rappelons-le, suppose le « profit pur » de l'entrepreneur nul à l'équilibre en concurrence pure et parfaite, dans un cadre réel ou ... la concurrence n'est pas pure et parfaite mais imparfaite.

Cependant, le renversement « politique » est maintenant complet : le « *coût du capital* » pour l'entreprise et ses managers redevient clairement une « *rentabilité* » pour les actionnaires qui sont devenus dominants alors qu'ils étaient dominés dans l'ère manageriale. La reprise en main récente, surtout aux Etats-Unis, du pouvoir par les actionnaires (par les fonds de pension en particulier) semble remettre à l'honneur le bon vieux capitalisme traditionnel des propriétaires : la théorie du *gouvernement* d'entreprise, ou *Corporate Governance*. Cette théorie propose de mettre en place des *instruments de contrôle* dans les Conseils d'administration ou de surveillance ainsi que l'intéressement des dirigeants.

L'une de ses méthodes est celle de la création de valeur actionnariale.

## 2 – Un nouveau concept de valeur de la vision « stockholder »

La théorie de la valeur actionnariale est un développement de ce que l'on appelle la vision « *stockholder* » – la vision des seuls actionnaires porteurs d'actions, qui s'oppose à la vision dite « *stakeholder* » – celle des **parties prenantes**, des **partenaires**, quelquefois traduite par *requérants* (les actionnaires toujours, mais aussi, l'Etat, les salariés, les fournisseurs, les prêteurs et les clients peuvent prétendre à une part de la valeur créée).

### 21 – La vision « stakeholders » ou des « requérants »

Dans cette vision on parle également de création de valeur, de « valeur ajoutée », mais il s'agit d'une sorte de « **mélange** » entre le concept de **valeur ajoutée** des économistes et de la comptabilité, privée ou nationale (production moins consommations intermédiaires) et celui *d'analyse de la valeur* dans l'optique de l'analyse stratégique. Cette « valeur partenariale ajoutée » sera partagée entre les *requérants*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, Dalloz, 1994, p. 366. Une réédition récente, augmentée par Pascal Quiry et Franck Cedda (la quatrième), est sortie en 2000, après la mort de l'auteur en 1996.

<sup>2</sup> A cette vision correspond une vieille méthode « technique » accompagnée d'une vision réformatrice, « partageuse » de la valeur ajoutée – au sens purement économique – par la « *création-répartition des surplus de productivité* ». Cette méthode des surplus de productivité eut son heure de gloire dans les années 50 et 60 et est quelquefois reprise à l'heure actuelle.

Le débat est vif entre la vision *stakeholder* qui jure que, d'après la théorie économique (néoclassique, la seule, la « vraie »), l'optimum des actionnaires ne peut être différent de l'optimum social, et celle *stakeholder*, plus « progressiste ». Nous n'abordons pas ici ce débat.

## 22 – Le nouveau concept de « valeur » de la vision stockholder

Le point de départ est le suivant : il existe un écart entre la *réalité* de la rentabilité économique réellement obtenue et le **désir de rentabilité** exprimé par les apporteurs de capitaux. On notera *re* la rentabilité économique réelle obtenue et *reD* la rentabilité économique désirée qui n'est rien d'autre que le CMPC désiré. C'est **cet écart qui « produit » ou « détruit de la valeur »**.

Le glissement de sens du terme « valeur » est phénoménal avec la théorie financière dominante. Il ne s'agit donc plus évidemment de la théorie objective de la valeur (la valeur travail et la création de valeur accaparée par les apporteurs de capitaux : *la plus-value* de Marx). Il ne s'agit pas non plus de celle que l'on retrouve dans *l'analyse de la valeur* en tant que services rendus aux clients dans les analyses stratégiques et/ou de la vision *stakeholder*. Rien à voir non plus avec la valeur ajoutée au sens économique et comptable que les Anglo-saxons ignorent d'ailleurs de par leur comptabilité en résultats nets.

Il s'agit de la valeur, la « vraie »... pour les apporteurs de capitaux : les *vrais créateurs de valeurs* en quelque sorte ! Ce glissement de sens est encore plus amusant quand on parle de création de valeur actionnariale, ou de « *Valeur Economique Ajoutée pour l'actionnaire*<sup>1</sup> » (*l'EVA : Economic Value Added*<sup>2</sup> ainsi que de « *Valeur Ajoutée de Marché* » (*la MVA : Market Value Added*).

## 3 – Le modèle EVA-MVA et autres modèles équivalents

### 31 – L'EVA

#### \* Une analyse à capital économique donné *K* produisant une rentabilité économique réelle *re*

Imaginons une entreprise dont le capital économique investi **comptable**<sup>3</sup> (*K*) de 100 « produit » pour l'année *t* un profit effectif *PI* de 10, soit une rentabilité économique *effective re* de 10 %.

---

<sup>1</sup> J.M Stern, *Accounting and stock price (Comptabilité et cours boursiers)*, in M. Seeley (ed.), *The Guide to Maximising Shareholder Value (Le guide pour maximiser la valeur de l'actionnaire)*, 1984 ; G. B. Stewart, *The Quest for Value (A la recherche de la valeur)*, Harper Collins, New York, 1991 ; Stern, Stewart et D. H. Chew, *The EVA Financial Management System (Le système de gestion financière par l'EVA)*, *Journal of Applied Corporate Finance* (vol 8, n° 2, summer 1995), pp. 43-45.

Un livre récent est une quasi-publicité pour la méthode et le Cabinet Stern-Stewart, celui d' Al Ehrbar « senior vice president » de Stern Stewart, *EVA : les défis de la création de valeur*.

<sup>2</sup> Les auteurs de ce sigle – Stern et Stewart - ont eu le culot d'y ajouter une *registered mark* ! Ils ont en effet inventé et vendu un « produit » : une méthode de gestion déclinée par leurs cabinets de conseils. Les cabinets concurrents ont donc du inventer d'autres sigles-concepts ; le cabinet Arthur Andersen « vend » sa création de valeur en la nommant *Shareholder Value Added (SVA)*... Laurent Batsch, *Finance et stratégie*, (op. cit., pp.31 et suivantes) s'insurge avec raison contre ce glissement de sens du mot valeur, sans parler de la *registered mark*. « *Les mots de la valeur, la valeur des mots* » (p. 31) ou « *Miller et Modigliani auraient-ils songé à déposer le « weighted average cost of capital – le coût moyen pondéré du capital, le CMPC - WACC* ? » (p. 32).

<sup>3</sup> Les méthodes *EVA*, *SVA* ou autres prennent comme base les données *comptables* et non les valeurs de marché. Car il s'agit de **méthodes de gestion interne** à l'entreprise qui doit déboucher sur un nouveau management, de nouvelles incitations financières des dirigeants, etc. Bref, c'est une méthode de

Ce capital est considéré comme constant : les éventuels gains de profit ne proviennent que d'économies de charges et/ou de croissance des produits ; l'investissement n'est pas nié dans cette analyse, mais la préoccupation principale de cette dernière n'est pas de choisir le « bon investissement » mais d'améliorer sa rentabilité une fois qu'il est en œuvre<sup>1</sup>.

### \* Le CMPC désiré ou $reD$

Imaginons que le coût moyen des capitaux *désiré* par les apporteurs de capitaux  $reD$  ( $re <$  ou  $>$  à  $reD$ ), soit de 8 %, il s'agit *pour l'entreprise*<sup>2</sup> du coût du capital, du *CMPC désiré*, considéré comme moyenne pondérée des coûts désirés sur les marchés financiers des capitaux d'emprunts et des capitaux propres.

Ce coût du capital tient compte du risque et varie ou non – voir plus haut le débat concernant le « théorème de Modigliani-Miller » – avec la structure de financement ; on prendra évidemment le point de vue de « MM ».

La  $reD$  est calculée en gestion par la somme du taux d'intérêt sans risque  $r$ , par exemple 5 %, plus une prime de risque  $R$ , par exemple 3 %. L'entreprise bénéficie ainsi d'un « profit économique », plus exactement d'un *surprofit*, ici de 2 % ( $re - reD = 10 \% - 8 \%$ ), de ses capitaux comptables, donc de 2 pour un  $K$  de 100. Ce surprofit revient évidemment aux seuls apporteurs de capitaux propres. Ce sont ces 2 – et non pas le taux de 2 % – que Stern et Stewart nomment l'*EVA*<sup>3</sup>. Si elle n'avait pas obtenu ce surprofit, elle n'aurait couvert que ses « coûts », dont le coût « normal » du capital. Bien entendu, ce « coût » normal du capital inclut la rentabilité désirée, exigée par les actionnaires<sup>4</sup>.

L'*EVA* est donc, à un instant  $t$  :

$$EVA_t = (re_t - reD_t) K_t$$

Ici :  $EVA_t = 2 = (10 \% - 8 \%) \times 100$

On peut noter  $r_{s\Pi t}$  la différence  $re_t - reD_t$  apparaissant comme un « taux de surprofit »<sup>5</sup> entre la rentabilité réelle et la rentabilité désirée,  $r_{s\Pi t}$  pouvant être négatif. Ici  $r_{s\Pi t} = 2 \%$ . On a alors :

$$EVA_t = r_{s\Pi t} K_e t$$

Ici :  $EVA_t = 2 = 2 \% \text{ de } 100$

### \* Création ou destruction de valeur

Si l'*EVA* est positive on a *création de valeur pour l'actionnaire*, si elle est négative *destruction de valeur*. Cette destruction – les mots sont très forts – peut apparaître alors que l'entreprise est parfaitement bénéficiaire. Si par exemple l'entreprise dégage 7 de profit, elle sera rentable – sa rentabilité comptable

*Governance* et non une analyse des marchés financiers. Remarquons que la valeur boursière serait égale à la valeur comptable si le profit effectif correspondait au profit jugé normal et désiré par les investisseurs ; en effet un profit économique de 8 jusqu'à l'infini actualisé à 8 % donne bien une valeur de rendement de  $8 / 0,08 = 100$ .

<sup>1</sup> Une question reste posée néanmoins : l'amélioration éventuelle des profits provient-elle des efforts de gestion opérationnelle à capital économique donné ou de nouveaux investissements ? On peut tenir compte de la variation de  $K$ , mais encore une fois l'analyse n'est pas faite pour cela.

<sup>2</sup> Nous disons bien *pour l'entreprise*. En valeur de marché, les rendements des apporteurs de capitaux seront différents.

<sup>3</sup> Ne pas oublier donc de rajouter « registered mark » chaque fois que vous employez ce concept ! Répétons-le, le modèle le plus connu - il existe quelques autres compétiteurs, équivalents pour les concepts fondamentaux - de création de valeur, est une véritable opération de marketing !

<sup>4</sup> On croît rêver. Imaginons les salariés demandant un taux « normal » de rémunération du travail, plus précisément une « rémunération désiré ou exigée »... « *Tous les désirs sont égaux, mais certains sont plus égaux que d'autres !* »

<sup>5</sup> On notera  $\Pi_n$  le profit normal anticipé par les capitalistes et  $\Pi = \Pi_n + \Delta\Pi$  le profit réel réalisé.  $\Delta\Pi / K$  est donc ce taux de surprofit  $r_{s\Pi t}$ .

étant de 7 % - mais *détruira* de la valeur pour l'actionnaire qui s'attendait à 8 %. En effet l'EVA deviendra :

$$EVA_t = -1 = (7\% - 8\%) \times 100$$

En cas de création de valeur, le cours des actions – si l'on se limite aux seuls propriétaires des capitaux - « doit », selon la théorie, augmenter si l'on suppose que le surprofit n'est pas transitoire. Cette hypothèse est forte ; elle peut sembler absurde. C'est souvent ce qui se passe, curieusement : l'augmentation des profits d'une année isolée fait bondir la valeur des actions alors que rien n'indique a priori qu'il s'agit d'un mouvement récurrent : c'est l'une des manifestations du *courtermisme* boursier. Néanmoins, si ce surprofit  $\Delta\Pi$  et le taux correspondant est bien le résultat d'un effort de gestion interne (des économies récurrentes de coûts et/ou un meilleur pouvoir de marché par rapport à la concurrence), sa reconduction n'est pas hors de question. Les secteurs où les variables d'environnement sont fondamentales<sup>1</sup> insistent sur cette approche.

Dans ce cas, la rentabilité effective *ex post* de la valeur de marché tend vers la rentabilité attendue *ex ante* : l'adaptation s'effectue par la valeur de marché, pas par la rentabilité désirée<sup>2</sup>.

## 32 – La MVA et la valeur de marché

### \* La valeur de marché est modifiée pour un *reD* qui est censé ne pas varier

On peut donc actualiser cette  $EVA_t$  sur les périodes futures au taux d'actualisation qui est dans l'analyse de la valeur actionnariale *toujours le  $reD_t$  présent*.

Il s'agit du **surprofit actualisé** que Stern et Stewart nomment la *MVA*, la *Market Value Added*<sup>3</sup>, ou « Valeur Ajoutée de Marché ». Si l'on suppose que cette  $EVA_t$  est actualisée jusqu'à l'infini avec le « vieux » taux de *reD*, on obtient :

$$MVA = EVA / reD_t$$

Ici :  $MVA = 2 / 0,08 = 25$ .

Cette MVA est l'**accroissement de la valeur boursière de l'entreprise**. La valeur de marché de l'entreprise en bourse est donc cette *MVA plus K* ; ici elle devrait être de 125 (= 100 de *K* + 25 de *MVA*). L'analyse traditionnelle aurait trouvé la même valeur boursière en actualisant à 8 % le bénéfice réel actuel considéré comme une estimation des bénéfices futurs constants jusqu'à l'infini :  $10 / 0,8 = 125$ .

On peut développer la *MVA* pour, évidemment, retrouver les résultats de ce calcul simple:

$$[(re_t - reD_t) / reD_t] K_t = [(re_t / reD_t) - 1] K_t$$

---

<sup>1</sup> On pense au pétrole. Les sociétés pétrolières françaises – maintenant l'unique TotalFinaElf - indiquent depuis des années l'influence des variables d'environnement (prix du baril, taux de change du dollar, niveau de la marge de raffinage) qui a amélioré ou dégradé leur « résultat opérationnel ». Ils en déduisent l'effet de l'efficacité interne de leur gestion (gains de volumes et gains de productivité), en mentionnant, après des fusions, les synergies recherchées et réalisées. On recommande la lecture des rapports annuels du Groupe Total depuis une dizaine d'années pour se convaincre de l'affinement de la communication avec les actionnaires.

<sup>2</sup> Pourquoi pas l'adaptation contraire ? La hausse de la rentabilité désirée et la stagnation de la valeur de marché ? On est au cœur du problème fondamental déjà soulevé dont l'éventuelle solution sera présentée plus loin.

<sup>3</sup> Ils ont dû oublier de déposer le brevet ; du coup *Arthur Andersen* utilise le même sigle - mais pas celui d'EVA remplacé par la SVA...

La différence  $(re_t / reD_t) - 1$  est **l'augmentation relative de la rentabilité réelle par rapport à la rentabilité désirée**. Si la rentabilité augmente de 25 % (ici 10 % de  $re$  pour 8 % de  $reD$ ) la  $MVA$  représente 25 % du capital économique.

Il va de soi que ce détour est parfaitement inutile pour calculer la nouvelle valeur de marché ; effectuons-le néanmoins.  $K_t$  pouvant s'écrire :

$$K_t = reD K_t / K_t$$

cette nouvelle valeur de marché est, en passant par le détour inutile de la  $MVA$  :

$$reD K_t / K_t + (re_t - reD_t) K_t / reD_t$$

En développant on trouve :

$$K + MVA = (re_t / reD_t) K_t$$

qui n'est rien d'autre que **le capital économique multiplié par l'indice de rentabilité effective, en prenant pour base la rentabilité désirée**.

En notant  $\Pi_D$  le profit désiré et  $S\Pi$  le surprofit, avec le profit effectif  $\Pi = \Pi_D + S\Pi$ , on obtient plus simplement, à partir de l'actualisation des profits futurs :

$$K + MVA = \Pi_D / reD_t + S\Pi / reD_t = \Pi / reD_t$$

### \* Et encore l'incertitude du taux de rentabilité désiré et de la valeur boursière

Se pose encore une fois la question soulevée plus haut mais éludée par cette révolution dans la pensée du management. Les marchés ne vont-ils pas corriger leur  $reD$  ex ante ? Ici passer de 8 % à 10 %. D'après les *formules financières* non, dans la réalité le *CMPC ex ante* ne bouge en effet pas tant que ça, mais un peu quand même... Laurent Batsch<sup>1</sup> constate même une diminution aux Etats-Unis de 1995 à 1997, de 11,7 à 10,2 %.

Application d'une formule « universitaire » ou pas, dans la pratique, cette fuite en avant se voit en fait tous les jours : la course à la compétitivité est le discours dominant, avec plans de licenciements collectifs – pardon, de « restructuration », ça fâche moins - ou de réductions d'emploi multiples et variées, etc.<sup>2</sup>. Pourquoi cette augmentation constante, ce « toujours plus » de la  $reD$ , n'est-il pas théorisé dans le génial modèle *EVA-MVA* ou confrères ? Plus généralement, pourquoi le taux d'actualisation, la  $reD$  est-elle considérée comme un pivot stable permettant l'actualisation des bénéfices futurs ?

Il existe une raison de fond. Quand on place son argent à un instant  $t$ , on a le choix entre le placer à la rentabilité moyenne actuelle, qui est au fondement de la  $reD$ , ou le placer dans un nouveau projet, plus rentable : la constance du  $reD$  est donc théoriquement fondé *si seule la rentabilité de l'entreprise analysée est modifiée* et n'est qu'un atome dans une mer d'entreprises en concurrence pure et parfaite. Dans la réalité, les modifications touchent la majorité du secteur, et ne peuvent pas ne pas modifier les  $reD$ .

Mais il est une autre explication, moins technique. La théorisation de la croissance du taux de rentabilité désiré en cas de croissance des bénéfices futurs, aurait un effet d'annonce négatif sur la bourse : elle

---

<sup>1</sup> Op. cit. p. 32.

<sup>2</sup> Discours et actes - entre autres : Michelin annonçait il y a déjà quelques années des bénéfices Bibendum et en même temps un plan de dégonflement des effectifs. Gonflé, non ! En 2001, les restructurations de Danone et Marks & Spencer connaissaient également un certain succès médiatique. Revinrent également très à la mode en 1998-1999, les *Mégafusions* et la recherche de *synergies* : gains de coût et de chiffre d'affaires, toutes deux dues à la somme des activités qui fait que  $2 + 2 = 5$ . On supprime les doublons, pas seulement les emplois mais aussi les emplois - gains de coûts unitaires - et on renforce sa position dominante sur le marché (gains de prix de vente unitaires), juste ce qu'il faut pour ne pas se faire pincer par les lois anti trust et abus de position dominante. Les *Mégafusions* dans le pétrole ont en particulier défrayé la chronique en 1998 et 1999, en France avec TotalFinaElf devenu quatrième pétrolier mondial après Exxon, Shell et BP. Exxon en achetant Mobil a reconstitué la *SO* (Standard Oil, *ESSO*) cassée au début du siècle par le Sherman Act de 1891, la loi anti-trust. Avec la bénédiction aujourd'hui, à part quelques détails, de la même loi.

reviendrait à augmenter le taux d'actualisation donc à freiner l'envol de la valeur boursière fondamentale. C'est donc à un véritable jeu de cache-cache que l'on assiste : on n'annonce pas explicitement que l'augmentation de la *reD* doit faire baisser la valeur boursière fondamentale – on n'est pas suicidaire et de toute façon, si on ne le répète pas, les agents oublient vite cette vérité de base. Au contraire, en annonçant des objectifs de résultat ambitieux – les managers annoncent bien depuis quelques années des objectifs de taux de rentabilité ; les années antérieures, on annonçait des objectifs de réduction de coûts en masse, en valeur - les managers font tout pour les mettre en œuvre et réduire les coûts. Cette annonce dope la valeur de marché, avec le danger au coin de la rue du *profit warning* en cas de trop grande gourmandise.

On constate donc une véritable fuite en avant de recherche du profit maximum et du taux de profit maximum : à *court terme*, c'est la valeur boursière qui monte quand apparaissent des surprofits par rapports aux profits « normaux » désirés ; à *moyen terme*, la *reD* est évidemment corrigée. Elle le sera « automatiquement » dans la mesure où le boom des actions se traduit en général par la chute des obligations et la hausse du taux d'intérêt qui en résulte. Si le taux d'intérêt  $r$  augmente, la rentabilité économique désirée  $reD = r + R$  va augmenter, avec néanmoins l'incertitude sur la prime de risque  $R$ ... Et le boom des actions sera théoriquement régulé<sup>1</sup>.

On aura compris que cette méthode de management *interne* présente évidemment une cible *externe* : le bonheur des actionnaires. Nous proposons à Stern et Stewart, sans *registered mark*, gratuitement, le slogan publicitaire suivant qui devrait faire des ravages dans un monde financier de Candide : « *Avec l'EVA, tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes des actionnaires* ».

---

<sup>1</sup> C'est toute la question du « cycle des affaires », des cycles courts Juglar qui est posée. Il existe d'ailleurs un effet pervers sévère : la valeur de marché de la firme est un multiple (autour de deux ou trois en moyenne, très variable selon les secteurs et la conjoncture boursière) de la valeur comptable, ce que les financiers appellent, en ne considérant souvent que la capitalisation boursière et les capitaux propres comptables, le *Price to Book ratio (PBR)* ou *Market to book ratio (MBR)*, rapport entre la valeur de marché (*price* ou *market*) et la valorisation dans les livres comptable (*book*). Le rendement attendu par les propriétaires de titres, qui doit être bien supérieur au taux d'intérêt sans risque, induira des rentabilités économiques comptables désirées en gros deux ou trois fois plus élevées avec un *PBR* de 2 ou 3. D'où les niveaux jugés délirants des rentabilités comptables imposées par les investisseurs institutionnels, dont les fameux fonds de pension très à la mode. Mais d'une *re* ou *reD* comptable de 15 ou 20 %, il ne reste plus en valeur de marché que la moitié ou le tiers, une misère pour les fonds de pension... mais nettement plus que le taux d'intérêt sans risque. Heureusement le rendement des actions inclut les gains en capital, ce qui incite à toujours augmenter les rentabilités économiques comptables. Refuite en avant...