

Les mesures de la création de valeur : fondements théoriques et limites

Gérard Charreaux

Professeur à l'Université de Bourgogne

La question de la mesure de création de 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 actionnaires. Des mesures comme la MVA (*Market Value Added*) et l'EVA (*Economic Value Added*) sont censées permettre d'orienter les décisions des dirigeants vers cet objectif. Ce contexte constitue, en lui-même, une innovation car ces mesures ont des fondements théoriques paradoxalement étrangers à cette préoccupation incitative.

Dans la théorie financière traditionnelle, la mesure de la valeur créée est liée à la résolution du problème de l'allocation optimale des capitaux, autrement dit, du choix des investissements. Il s'agit de construire des règles de décision permettant de choisir les investissements de façon à maximiser la valeur de la firme.

La théorie initiale de l'investissement, qui puise directement sa source dans la théorie économique néoclassique, est en connexion directe avec la théorie de la valeur, selon laquelle la valeur d'un actif dépend des flux de liquidités qu'il contribue à sécréter. Cette théorie a connu des aménagements successifs permettant, en particulier, de résoudre les questions d'évaluation liées au risque.

Nous allons présenter, dans un premier temps, les fondements théoriques des mesures de la création de valeur, puis dans un second temps, nous nous interrogerons sur leurs limites, comme outils d'incitation-contrôle.

1. Les fondements théoriques des mesures de la création de valeur

La façon d'appréhender le choix des investissements dans la théorie financière néoclassique est très particulière. Nous allons en rappeler brièvement les principales caractéristiques, en partant du modèle de Fisher (1930). Les extensions de ce modèle permettent de prendre en compte le caractère multi-périodique et risqué des investissements. Nous montrerons enfin comment les mesures MVA et EVA sont directement issues de cette approche.

1.1. L'origine de la mesure de la création de valeur

Décrivons schématiquement les principales composantes de la théorie néoclassique de l'investissement. Dans un schéma à deux périodes, les individus choisissent leur plan optimal de consommation en arbitrant entre leur consommation immédiate et leur consommation future. Ils renoncent à consommer immédiatement l'intégralité de leur richesse car, en raison de l'existence de possibilités d'investissement (au sens « physique ») et d'un marché financier, ils sont à même d'accroître leur richesse et d'effectuer des transferts intertemporels. Ils peuvent ainsi parvenir à un schéma de consommation qui leur assure une satisfaction supérieure.

Ce cadre présente des caractéristiques bien particulières :

- Il se limite à deux périodes ; en période 1, les individus décident de leur consommation immédiate, du montant qu'ils investissent en actifs physiques et des sommes qu'ils placent ou empruntent sur le marché des capitaux. En période 2, ils recueillent le flux issu de l'investissement physique ; ce flux est augmenté (diminué) des sommes placées (empruntées)

sur le marché financier, y compris des intérêts acquis (intérêts dus). La richesse finale est intégralement consommée.

- Pour investir physiquement, les individus confient leurs capitaux à un entrepreneur qui choisit les investissements de façon à accroître leur richesse ; les investissements ne sont entrepris que si la rentabilité attendue est supérieure au taux d'intérêt sur le marché des capitaux.

- Il n'y a pas de risque : les flux attendus de l'investissement sont connus de façon certaine.

- L'entrepreneur est censé connaître parfaitement les possibilités d'investissement, fonction uniquement de la technologie. Elles sont données et représentées sous la forme d'une courbe continue qui met en relation le montant de l'investissement et le flux attendu en fin de période ; la rentabilité marginale est supposée décroissante.

- Par hypothèse, le marché des capitaux est parfaitement concurrentiel : tous les prêteurs et les emprunteurs disposent de toute l'information ; il n'y a pas de coûts de transaction... Le taux d'intérêt est unique et identique pour toutes les entreprises ; il représente le « coût du capital ». Il n'y a pas de rationnement, l'entrepreneur trouve toujours les capitaux financiers nécessaires pour financer un investissement rentable. Enfin, le risque étant inexistant, il n'y a pas lieu de distinguer les actionnaires des créanciers.

Les propriétés de cette représentation des choix d'investissement sont les suivantes :

- Le choix du niveau d'investissement est totalement objectif ; il ne dépend que des aspects technologiques et du taux d'intérêt du marché financier. Autrement dit, ce choix est indépendant des préférences des actionnaires et de la personnalité de l'entrepreneur (ou du dirigeant).

- L'entrepreneur-dirigeant se comporte en mandataire, en « agent » parfait des prêteurs et actionnaires. Aucun problème de contrôle ne se pose. Dans cette conception, l'entrepreneur n'est qu'une « machine » qui alloue automatiquement les capitaux de façon optimale.

- La valeur créée se mesure par la « valeur actualisée nette », la VAN. Le niveau optimal d'investissement est celui qui maximise cette valeur ; il est tel qu'il y ait égalité entre le taux de rentabilité marginal et le taux d'intérêt du marché.

- La règle de la VAN permet également de décider de l'acceptabilité d'un investissement particulier. Un projet est acceptable si sa VAN est positive, c'est-à-dire s'il crée de la valeur, une rente, pour les actionnaires. Il est plus rentable de placer ses capitaux dans un tel projet que sur le marché financier qui a un rôle de *benchmark* ; la création de valeur n'a de signification que par rapport à cette alternative.

- Aucun problème ne se pose quant à la répartition de la rente obtenue, de la valeur créée. Elle est reversée aux prêteurs-actionnaires qui l'utilisent sous forme de consommation.

1.2. Les extensions du modèle de base

Le cadre précédent n'est pas fondamentalement modifié lorsqu'on prend en compte le caractère multi-périodique et risqué des flux issus des investissements.

Les principales adaptations du modèle sont les suivantes :

- La VAN s'évalue en actualisant la totalité des flux sur la durée de vie du projet ; cette durée est une donnée exogène supposée connue.

- La prise en compte du risque se fait, soit en évaluant des flux équivalents-certains, soit en ajustant le taux d'actualisation au moyen d'une prime de risque. Dans la théorie standard, les agents ont une rationalité non limitée, qui leur permet de prévoir les différents flux pour l'ensemble des conjonctures possibles et de leur affecter une probabilité de réalisation. En ajoutant d'autres hypothèses sur les anticipations des agents et en supposant toujours des marchés des capitaux parfaitement concurrentiels et efficaces, il est possible de construire des modèles de quantification objective du risque. Par exemple, selon le Medaf – le « Modèle

d'équilibre des actifs financiers » – le taux de rentabilité requis à l'équilibre du marché pour un actif risqué est égal au taux d'intérêt sans risque, augmenté d'une prime de risque qui dépend notamment du coefficient de sensibilité au risque de marché, le bêta (pour une présentation détaillée, on se reportera à Charreaux, 1996).

- L'introduction du risque conduit à distinguer deux catégories d'apporteurs de capitaux : les créanciers, censés ne supporter aucun risque et rémunérés au taux sans risque et les actionnaires qui exigent une prime de risque pour assumer le risque de variabilité de la rente. Les actionnaires sont, dans ce cas, les seuls « créanciers résiduels ». Si le financement est mixte (capitaux propres et dette financière), le taux d'actualisation est le « coût moyen pondéré du capital » (CMP ou coût du capital), moyenne pondérée entre le coût des capitaux propres (taux requis par les actionnaires) et le coût de la dette (taux sans risque). L'objectif étant de maximiser la valeur de marché de la firme – sur un marché efficient, le cours est égal à la valeur actualisée des flux –, la pondération se fait en fonction des valeurs de marché des capitaux.

Ces adaptations ne modifient en rien la façon de concevoir les processus d'investissement et de création de valeur. L'ensemble des projets d'investissement est toujours supposé donné et connu, y compris dans ses caractéristiques risquées. Le dirigeant reste le mandataire parfait des apporteurs de capitaux. Dans ce schéma, en outre, comme l'ont montré Modigliani et Miller (1958), la valeur de la firme et, par conséquent, le coût du capital sont indépendants de la structure de financement. Ce résultat se comprend intuitivement : les flux issus du projet d'investissement étant donnés *a priori*, le mode de financement n'influe que sur leur partage entre actionnaires et créanciers. Sur le plan décisionnel, il y a « séparabilité » complète des décisions d'investissement et de financement : l'entrepreneur évalue le coût du capital puis sélectionne les investissements dont la VAN est positive ; le mode de financement n'influe pas sur la nature de l'investissement choisi. La prise en compte de l'impôt sur les résultats entraîne l'abandon du résultat d'indépendance sans remettre en cause, cependant, la séparabilité. En raison de la déductibilité des intérêts, plus l'entreprise est endettée plus son coût du capital est faible et plus sa valeur de marché est élevée. Le processus de décision reste toutefois identique.

Dans cette représentation traditionnelle, qui prévaut dans les manuels de finance, la valeur créée se mesure par la VAN, évaluée en actualisant les espérances de flux. Le taux d'actualisation est égal au coût du capital qui tient compte de l'impôt et du risque. Il n'y a aucune différence entre la création de valeur pour la firme et pour les actionnaires. Les actionnaires, uniques « créanciers résiduels », sont les seuls à percevoir les rentes : par conséquent, la valeur des capitaux propres est égale à la valeur actualisée des rentes futures.

1.3. La MVA et l'EVA, des mesures dérivées de la VAN

La logique de la VAN sous-tend directement la MVA et l'EVA. La MVA, la « valeur de marché ajoutée », se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (capitaux propres et dettes financières) et leur valeur comptable VC :

$$MVA = VM - VC.$$

Si le marché des capitaux est efficient, VM correspond à la valeur actualisée au coût du capital des flux de liquidités anticipés. Par ailleurs, si la valeur comptable VC est estimée par le coût de remplacement des actifs, alors la MVA est égale à la somme des VAN des différents projets d'investissement constitutifs du portefeuille d'actifs de l'entreprise.

L'EVA, la « valeur ajoutée économique », constitue le surprofit – la « rente du *goodwill* » – évalué relativement à la norme constituée par le coût du capital, CMP. En posant k_a le taux exprimant la rentabilité économique produite par les actifs, l'EVA est telle que :

$$EVA = (k_a - CMP) VC.$$

Contrairement à la MVA qui tient compte implicitement de l'ensemble des rentes anticipées, l'EVA ne retient que la rente sécrétée sur une période.

La MVA et l'EVA traduisent la même idée que la VAN. Il y a création de valeur si la rentabilité obtenue permet d'offrir aux apporteurs de capitaux une rémunération supérieure au coût du capital, ou de façon équivalente et du seul point de vue des actionnaires, si la rentabilité des fonds propres est supérieure à leur coût.

2. Les limites des mesures de création de valeur dans un cadre incitation-contrôle

La MVA et l'EVA font l'objet de nombreuses critiques. La catégorie de critiques, la plus immédiate, consiste à attaquer ces mesures sur la base, soit de l'irréalisme des hypothèses qui les sous-tendent, soit de leur manque de fiabilité. En particulier, l'imprécision des méthodes habituelles d'estimation du coût des capitaux propres suffit à contester très sérieusement les classements auxquels conduisent ces mesures. Ces critiques traditionnelles ne suffisent pas, cependant, à les disqualifier. D'un point de vue opérationnel, ces mesures constituent des outils d'incitation-contrôle utiles si elles conduisent à améliorer la performance.

Notre critique porte donc sur la capacité de la MVA et de l'EVA à jouer ce rôle, en raison de deux types possibles d'effets pervers qui sont liés, soit à leur caractère boursier, soit aux conflits d'intérêts pouvant intervenir entre les actionnaires et les autres parties prenantes. Une telle critique s'inscrit dans le cadre de la reconstruction de la théorie financière entreprise depuis près de 25 ans, notamment *via* le courant de la « théorie de l'agence », dont les bases ont été jetées par Jensen et Meckling (1976).

2.1. Les effets pervers liés au caractère boursier des mesures de création de valeur

L'argument, selon lequel, le caractère marchand des mesures conduirait à une création de valeur sous-optimale est notamment au centre des critiques adressées au système de gouvernance américain, suspect de court-termisme, alors que, paradoxalement, le recours à la valeur de marché, sous les hypothèses de la théorie financière traditionnelle, ne peut s'inscrire que dans le long terme.

Trois raisons principales, liées au non-respect des hypothèses qui sous-tendent la théorie financière traditionnelle, peuvent éventuellement justifier ce caractère « pervers ».

- Premièrement, les marchés financiers seraient inefficients sur le plan informationnel. Ils ne refléteraient que partiellement la valeur des actifs : les flux les plus incertains, souvent les plus éloignés, ne seraient qu'incomplètement valorisés et certains actifs – notamment les actifs immatériels – auraient un caractère « latent » important. Le recours aux valeurs de marché induirait un sous-investissement dans cette catégorie d'actifs.

- Deuxièmement, contrairement aux hypothèses traditionnelles, les dirigeants peuvent agir tant sur les flux issus des investissements que sur la divulgation de l'information qui les concerne. Si la rémunération des dirigeants (ou leur maintien à la tête de l'entreprise) dépend de la valeur boursière, leur intérêt est d'agir sur les flux et sur l'information, de façon à maximiser cette valeur sur l'horizon de résultat qui leur est imposé. En particulier, il peut être de leur intérêt d'avancer ou de retarder la diffusion des informations, selon qu'elles soient ou non favorables. À l'instar des mesures comptables, les mesures boursières présenteraient également un caractère manipulable.

- Troisièmement, l'instabilité des valeurs de marché et la difficulté à identifier une relation de causalité simple et directe entre la performance boursière et les compétences du dirigeant compliquent singulièrement la mesure de performance. D'une part, le caractère brutal des variations de la valeur de marché rend difficile l'évaluation sur le court terme ; d'autre part,

une composante importante de ces variations s'explique par des facteurs, macro-économiques notamment, qui échappent au contrôle du dirigeant.

Des mesures comme la MVA et l'EVA pourraient ainsi induire des choix managériaux, notamment en matière d'investissement, contraires à la maximisation de la rente offerte aux actionnaires.

2.2. Les effets pervers liés à l'assimilation de la création de valeur à la valeur actionnariale

Dans la théorie financière traditionnelle, il n'y a pas de conflits associés à la répartition de la rente créée. Les créanciers sont rémunérés de façon équitable au taux sans risque et les dirigeants ne se soucient que de gérer conformément à l'intérêt des actionnaires qui sont les seuls « créanciers résiduels ». La valeur du capital humain des dirigeants est supposée indépendante de la performance de la firme et la rémunération qu'ils perçoivent est la contrepartie exacte de leur contribution. Dans ce cadre très particulier, il y a identité entre la valeur actionnariale et la valeur de la firme.

Une analyse plus réaliste montre que les actionnaires ne sont pas les seuls à assumer les risques résiduels, c'est-à-dire les risques qu'on ne peut pas prévoir contractuellement, en raison de la rationalité limitée et des coûts d'établissement des contrats. Tant les dirigeants que les salariés supportent une partie de ces risques, en termes de capital humain et, plus généralement, l'ensemble des parties prenantes aux décisions de la firme est également exposé au risque résiduel. Ainsi, en cas de défaillance de l'entreprise, les clients, privés de garantie, subissent une perte résiduelle.

Une gestion fondée exclusivement sur une mesure de la valeur actionnariale, en méconnaissant les conséquences des conflits associés au partage du risque résiduel, peut avoir des conséquences dommageables. Dans une perspective d'efficacité élargie, qui retiendrait comme critère, non seulement la richesse des actionnaires, mais le bien-être de l'ensemble des parties prenantes, une telle gestion est susceptible de conduire à une contre-performance, dans la mesure où la création de valeur actionnariale résulterait d'une spoliation des autres parties prenantes. Une telle spoliation entraînerait une accentuation des conflits d'intérêts pouvant induire une baisse de productivité dommageable également pour les actionnaires.

Cette dernière remarque souligne l'interdépendance entre la mesure de la performance et le processus de création de valeur. Une mesure fondée exclusivement sur l'enrichissement des actionnaires peut entraîner une désincitation des salariés ; or, il est vraisemblable que ces derniers jouent un rôle déterminant dans la formation du capital spécifique à l'origine même de la création de rentes. Si l'entreprise crée de la valeur, c'est qu'elle est à même de disposer de compétences-clés non facilement imitables, par exemple, d'un savoir-faire spécifique qui trouve sa source plus vraisemblablement dans le capital humain (ou organisationnel) que dans le capital financier.

Sauf à démontrer qu'il y a obligatoirement convergence d'intérêts entre les actionnaires et l'ensemble des autres parties prenantes, ou encore que la poursuite de l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires conduit nécessairement à maximiser le bien-être de l'ensemble des parties prenantes, le recours à la MVA ou à l'EVA peut donc avoir des effets contre efficaces.

Conclusion

Des indicateurs comme la MVA et l'EVA reposent sur un soubassement théorique qui suppose notamment l'efficacité des marchés financiers, l'absence de conflits entre les différentes parties prenantes aux décisions de l'entreprise et une conception particulière du

processus d'investissement : l'ensemble des projets d'investissements est supposé défini *a priori* et indépendamment des stratégies des acteurs.

La question principale est de savoir si ces indicateurs, qui constituent des extensions directes de la VAN, peuvent être utilisés comme mesures de performance dans un contexte d'incitation-contrôle. Comme nous l'avons suggéré, ils peuvent, paradoxalement, conduire à des décisions sous-optimales en termes de création de valeur actionnariale.

Ces réserves ne signifient pas, pour autant, qu'il faille délaissier ces indicateurs. D'une part, il faut les juger comparativement aux autres outils disponibles, notamment aux mesures comptables de la performance. D'autre part, il faut réfléchir à une démarche qui permettrait de les élargir, par exemple, dans la perspective de la valeur partenariale ouverte par Charreaux et Desbrières (1998).

Bibliographie :

Charreaux G., *Gestion financière*, Litec, 5^e éd., 1996.

Charreaux G. et Desbrières P., « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, p. 57-88.

Fisher I., *The Theory of Interest*, MacMillan, 1930.

Jensen M.C. et Meckling W.H., « Theory of the Firm :Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305-360.

Modigliani F. et Miller M.H., « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, June 1958, p. 261-297.