



**HAL**  
open science

## Les indicateurs de performance par la création de valeur dérivent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ?

Nadine Levratto, Elisabeth Paulet

### ► To cite this version:

Nadine Levratto, Elisabeth Paulet. Les indicateurs de performance par la création de valeur dérivent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ?. 2005. halshs-00004633

**HAL Id: halshs-00004633**

**<https://shs.hal.science/halshs-00004633v1>**

Preprint submitted on 15 Sep 2005

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## **Les indicateurs de performance par la création de valeur dérivent-ils d'une lecture idéologique de l'entreprise ?**

**Nadine Levratto**

IDHE, UMR 8533 CNRS – Ecole Normale Supérieure de Cachan  
Bâtiment Laplace  
61, avenue du Président Wilson  
94235 Cachan Cedex  
E-mail : [levratto@dhe.ens-cachan.fr](mailto:levratto@dhe.ens-cachan.fr)

**Elisabeth Paulet**

Professeur Economie et Finance  
ESCEM Campus de Poitiers  
E-mail : [epaulet@escem.fr](mailto:epaulet@escem.fr)

### **Résumé**

Gouvernance et information financière sont en pleine mutation. Gérer, gouverner, contrôler sont devenus des mots familiers mais dont on a oublié l'importance réelle pour la pérennité de nos sociétés. La dernière modification des normes comptables votée en 2002 par le parlement européen aura non seulement pour effet de procéder à la valorisation des actifs non plus à leur coût historique mais à leur "juste valeur". Elle visera également une plus grande transparence pour une meilleure gouvernance.

Cette contribution se propose d'étudier la corrélation de ces deux facteurs. Après avoir brièvement présenté les différentes formes de gouvernance non complètement déconnectées des systèmes bancaires présents dans les pays considérés (partie1), les changements de terminologie concernant la comptabilité et la communication financière (partie 2) seront discutés. Nous nous efforcerons de démontrer qu'ils rendent compte du changement de vision de la corporate governance en général (partie 3) et ses conséquences sur l'organisation des facteurs réels dans l'entreprise et sur la clé de répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes de l'activité de la firme (partie 4).

### **Summary**

Corporate governance and financial information are at the core of the recent debate of the management of enterprises. The new IAS rules aim to greater transparency which will induce a more efficient governance for firms. The objective of this paper is then to study the correlation between these two concepts.

After having briefly presented the different forms of corporate governance in correlation with the banking systems existing in the given country (section 1), the new terminology of the financial communication will be discussed. The final aim is then to exhibit that these changes are conformed to the actual evolution of corporate governance and try to better take into account the fair value (or creation of value) for companies

Mots clés : normes comptables, juste valeur, communication financière

Codes JEL : M14, M41

L'information financière est en pleine mutation<sup>1</sup>. En atteste la modification des normes comptables votée en 2002 par le parlement européen<sup>2</sup> qui aura pour effet de procéder à la valorisation des actifs non plus à leur coût historique mais à leur "juste valeur". Preuve en est également les changements touchant la communication financière des entreprises françaises qui, depuis la popularisation du ROI (Return on investment), s'appuie de plus en plus fréquemment sur l'utilisation d'acronymes et de sigles reprenant le système comptable anglo-américain. EBIT, EBITDA, ROE et autres EVA ou MVA (Cf. le tableau 1 ci-dessous) qui constellent ainsi les rapports financiers et les sites internet des entreprises. La montée en puissance de la *corporate governance* est la cause efficiente de ces modifications. L'idée de gouvernance est au coeur de l'organisation productive et financière de l'entreprise. Gérer, gouverner, contrôler sont devenus des mots familiers mais dont on a oublié l'importance réelle pour la pérennité de nos sociétés. Y a-t-il une ou des gouvernance(s) ? Les théories économiques et de gestion nous enseignent que l'objectif primordial d'une entreprise est la création de valeur. Toute société est donc vouée à générer des profits qu'elle répartira ensuite entre plusieurs acteurs. La question qui se pose est la confrontation de l'intérêt de l'investisseur (actionnaire ou autre) et l'intérêt collectif. Or, la finance d'entreprise nous montre que la rentabilité exigée par l'actionnaire dépend essentiellement de deux facteurs: le rendement potentiel de l'investissement sans risque d'une part, la prime de risque d'autre part. Dans ce cadre comment évaluer la création de valeur pour l'entreprise ? Comment en trouver la répartition optimale ?

C'est également la gouvernance qui transparaît dans l'argument le plus souvent cité pour appuyer les changements comptables, à savoir la transparence et la qualité de l'information clé de voûte de la gestion des entreprises depuis l'affaire Enron :

"la comparabilité, la fiabilité et la transparence des comptes des entreprises européennes constituait un facteur essentiel de l'intégration des marchés financiers européens et de leur compétitivité internationale" (site de l'UE).

C'est elle encore qui, au nom de l'efficacité des entreprises et du système capitaliste, choisit de connecter plus étroitement l'entité entreprise aux marchés financiers, la priorité des nouvelles normes étant de :

"créer les conditions pour un marché des capitaux intégré et efficace en augmentant la comparabilité des comptes dans le marché unique pour faciliter la concurrence et la circulation de capitaux" (site de l'UE).

Les occasions de rappeler que l'enjeu des changements est d'améliorer les procédures en vue de renforcer la capacité de la comptabilité à refléter le "vrai" fonctionnement de l'entreprise n'ont pas manqué. Ni les analogies soulignant que de même qu'on fait évoluer un protocole d'expérimentation en recourant à des technologies plus performantes (la RMN au lieu de la colonne de distillation par exemple) pour mieux caractériser un produit les changements de systèmes d'information visent à mieux intégrer contrôle et pilotage de l'entreprise. Pourtant, le regain d'intérêt pour l'analyse des liens entre capitalisme et

---

<sup>1</sup> Mistral, J. Ch. de Boissieu et J-H. Lorenzi (2003) *Les normes comptables et le monde post-Enron*, Rapport du CAE, La Documentation Française, Paris.

<sup>2</sup> Une synthèse de la législation (Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, Journal officiel n° L 243 du 11/09/2002 p.0001 – 0004) peut être consultée sur le site de l'Union européenne à l'adresse suivante : [www.europa.eu.int/scadplus/leg/fr/lvb/l26040.htm](http://www.europa.eu.int/scadplus/leg/fr/lvb/l26040.htm).

comptabilité<sup>3</sup> rappelle que si la comptabilité décrit bien l'activité marchande des entreprises elle est aussi partie intégrante du réel économique puisque les comptes possèdent un caractère performatif.

L'engagement d'une réflexion sur les normes comptables et les indicateurs de gestion constitue le cadre de travail idoine à la mise en évidence du caractère construit de la comptabilité et de la gestion. Conventions variables dans le temps et dans l'espace, ces techniques présentent la caractéristique d'être incorporées dans un système économique qu'elles contribuent également à modeler. Ne serait-il pas alors opportun de souligner davantage encore que modèles de l'entreprise proposés ne sont pas simplement une aide à la gestion, mais servent aussi de munitions ou de technologie de pouvoir dans l'entreprise ? Qu'ils ne font pas que rendre visible ou compréhensible, mais transforment en savoir en « science », instituant la légitimité au nom de la raison, et transpirent dans le milieu social dès le moment de leur création. C'est dans le but d'apporter des éléments de réponses à ces questions que nous reprenons la thèse d'une comptabilité liée à la genèse des institutions économiques du capitalisme développée au XIX<sup>ème</sup> siècle par les structuralistes allemands au premier rang desquels figurent Weber, Simmer et Sombart en soutenant que, loin d'être développés « en laboratoire » par des chercheurs qui n'auraient vocation qu'à faire progresser la connaissance de l'entreprise et simplement détournés de leur usage principal par des praticiens animés par une logique de profit exacerbée, les instruments de gestion sont au contraire inhérents au principe d'accumulation du capital et servent d'emblée le développement du mode de production dont ils sont issus

C'est dans ce courant de pensée que s'inscrit cette contribution. Après avoir brièvement présenté les différentes formes de gouvernance non complètement déconnectées des systèmes bancaires présents dans les pays considérés (partie 1), les changements de terminologie concernant la comptabilité et la communication financière (partie 2) seront discutés. Nous nous efforcerons de démontrer qu'ils rendent compte du changement de vision de la corporate gouvernance en général (partie 3) et ses conséquences sur l'organisation des facteurs réels dans l'entreprise et sur la clé de répartition de la valeur entre les différentes parties prenantes de l'activité de la firme (partie 4).

## **I. Emergence et évolution du concept de Gouvernance d'entreprise**

Les affaires Enron, Worldcom aux Etats Unis ou Alcatel, France Telecom, Vivendi en France rappellent l'importance du management d'entreprise. A travers les enjeux financiers et l'apparente technicité de la gestion des sociétés, ce sont les principes mêmes de la 'corporate governance' qui sont posés. En particulier comment justifier le peu de respect des exigences de transparence et d'efficacité en matière de gestion ? L'éthique est-elle absente de l'idée de gouvernance ? Ou bien la logique financière a-t-elle pris le pas sur la logique entrepreneuriale ?

Pour répondre à ces questions, il est nécessaire de rappeler que le rôle d'une entreprise n'est rien d'autre que d'inciter les managers à prendre des initiatives pour créer un réel progrès technique, source de profit et de création de valeur. La sphère productive et la

---

<sup>3</sup> Voir Bignon, V., Y. Biondi et X. Ragot (2004) Une analyse économique de la juste valeur: l'évolution des principes comptables dans la réglementation européenne, *Prisme* n°4, mars, Centre Saint-Gobain pour la recherche en Economie, 30 p.; Cartelier, J. (2004) *Sur les rapports entre comptabilité et pensée économique : quelques observations exploratoires*, Miméo FORUM, Université de Paris X-Nanterre, 23 p. et Chiapello, E. (2003) Accounting and the birth of the notion of capitalism, *Miméo HEC*, 26 p.

sphère financière sont donc intimement imbriquées. De cette interdépendance doit naître une dynamique dont émergera une gouvernance adaptée à l'activité de l'entreprise. Une analyse comparative entre l'Europe et le monde anglo-saxon sera menée pour tenter de faire émerger un modèle où logique entrepreneuriale et éthique pourront être compatibles.

### **I.1. Qu'appelle-t-on gouvernance d'entreprise?**

Une entreprise est le lieu de production d'un certain nombre d'outputs sur une période donnée. En début de période ces outputs constituent autant de projets auxquels il faudra trouver des sources de financement. Traditionnellement deux voies s'offrent à l'entrepreneur : la voie interne fondée sur l'autofinancement, la voie externe avec le recours au marché financier et l'appel au crédit bancaire: l'endettement. La gouvernance d'entreprise sera alors définie à partir des formes de contrôle des décisions au sein de l'entreprise permettant d'assurer l'adéquation des objectifs fixés par ses différents acteurs (managers, actionnaires, financiers) tant au niveau productif que financier. Entre ces partenaires, existent des relations d'agence à la base de la définition du gouvernement d'entreprise et du contrôle qu'il engendre<sup>4</sup> (cf. encadré n°1). On distingue traditionnellement deux grands mécanismes :

- le contrôle interne exercé par les différentes instances (conseils et comités) chargées de surveiller les actions du ou des dirigeant(s)
- le contrôle externe exercé essentiellement par les marchés et les intermédiaires financiers.

Implicitement ce concept s'attache à définir essentiellement la répartition des pouvoirs au sein de l'entreprise. Cette dernière n'est donc plus considérée comme une entité homogène mais comme le centre d'intérêts divergents entre le manager et les investisseurs. Le processus de décision est donc central dans la forme que prendra le gouvernement d'entreprise. Il tient compte à la fois d'un système de droits de propriété caractérisant (entreprise privée, entreprise publique) ainsi que de d'indicateurs de performance et d'un système de rétribution<sup>5</sup>. Dans ce contexte la gouvernance n'est rien d'autre qu'une réponse endogène au processus décisionnel soumis aux contraintes extérieures (conditions du marché, contraintes financières....). Minimiser les coûts d'agence générés par les conflits des différents partenaires (banque, actionnaires, managers) implique la maximisation des gains mutuels retirés par la coopération obligatoire de ces mêmes partenaires

Deux modèles organisationnels peuvent alors être distingués:

- un modèle dit "shareholder" appelé également gouvernance de marché où la firme est responsable uniquement envers ses actionnaires et où la maximisation de la valeur actionnariale sera privilégiée ;
- un modèle dit "stakeholder" ou encore gouvernance de réseau selon lequel l'entreprise devra se défendre face un ensemble plus global de parties prenantes (employés, clients, environnement proche de l'entreprise....) ; ce dernier modèle permettra en outre aux firmes d'améliorer leurs performances économiques.

---

<sup>4</sup> On dit qu'il existe une relation de mandat entre deux personnes lorsque l'une d'entre elles appelée le *mandataire* (ou *agent*) agit au nom d'une autre personne comme représentant appelée le *mandant* (ou *principal*). La théorie de l'Agence se base sur la différence informationnelle existant entre les différents acteurs de la firme (dirigeants, actionnaires et créiteurs) pour justifier du choix entre finance interne et finance externe. On peut y voir une réponse aux questions concernant les conflits d'intérêts entre individus dans un monde avec information incomplète.

<sup>5</sup> Brickley J.A., Smith C.W. et Zimmerman J.L. (1997), 'Management Fads and Organizational Architecture' Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 10, n° 2, pp. 24-39

Les systèmes de rémunération ne sont pas indépendants de ces types organisationnels. Dans le premier cas, ils reposent essentiellement sur le contrôle des résultats et des cours boursiers via l'attribution d'actions et/ou d'options d'achat d'actions qui incitent leur bénéficiaire à privilégier la performance actionnariale. Dans le second cas ils se caractérisent par un rôle dominant des mécanismes disciplinaires spécifiques, notamment le conseil d'administration.

Cette typologie n'est également pas sans relation avec la typologie désormais traditionnelle des différentes formes de marchés financiers, au système anglo-saxon basé sur le marché contrastant (et donc privilégiant des considérations court termiste) étant opposé un système plus congloméral représenté par l'Europe continentale (se situant davantage sur le long terme). Selon le modèle retenu, le gouvernement d'entreprise obéira plus à une logique financière (modèle 'shareholder') ou à une logique plus globale (modèle 'stakeholder'). Ainsi, pour Shleifer et Vishny (1997) gouvernance signifie préservation de l'investissement financier <sup>6</sup>. Dans le cadre d'une optique plus partenariale, l'objectif principal est la "sécuritisation" de l'ensemble des investissements spécifiques à la firme <sup>7</sup>. Le rôle des systèmes de gouvernance est donc double : exercer un contrôle disciplinaire préventif afin de permettre la croissance interne et externe de l'entreprise, ainsi qu'un rôle disciplinaire curatif visant à pallier toute erreur de gestion et à assurer la pérennité de l'entreprise (Cf. Tableau n°1 ci-dessous).

Le concept de gouvernance pose donc deux grandes questions :

- Quelle est l'incidence de la gouvernance sur la performance économique au sens large ?
- Quel est l'objectif principal retenu et comment agir sur le système de gouvernance en cas de défaillance ?

|                              | Théorie actionnariale   | Théorie partenariale  |
|------------------------------|---|---|
| Rôle disciplinaire préventif | Systèmes incitatifs et contrôle ex ante<br>Dirigeants/ Actionnaires Majoritaires / Minoritaires | Systèmes incitatifs et contrôle ex ante<br>Tous les partenaires |
| Rôle disciplinaire curatif   | Systèmes de contrôle ex post<br>Dirigeants / Actionnaires Majoritaires / Minoritaires           | Systèmes incitatifs et contrôle ex post<br>Tous les partenaires |
|                              |   |   |

**Tableau 1** : Les rôles des systèmes de gouvernances

## **I.2. Un concept anglo-saxon confronté à la spécificité de la culture d'entreprise européenne**

<sup>6</sup> Shleifer et Vishny (1997, Journal of Finance):

'Corporate governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment'

<sup>7</sup> Blair (1995, Ownership and Control)

'Governance systems ...set the ground rules that determine who has what control rights under what circumstances, who receive what shares of the wealth created, and who bears what associated risks.'

La logique de la *corporate governance* américaine est sur la voie de s'imposer en Europe du fait de l'internationalisation des marchés. Fondée sur le principe du contrôle de la décision financière et productive, elle repose sur un capitalisme agressif (l'entreprise doit générer des profits) où l'actionnariat institutionnel (fonds de pensions, assurances) se taille la part du lion, l'actionnariat restant étant très dispersé. Dans un tel contexte, le conflit majeur réside entre les actionnaires et les managers.

Le tissu industriel européen constitué en grande partie de sociétés de petite et moyenne envergure pourrait lui conférer une spécificité. Les entreprises européennes ont tendance à s'astreindre et à être astreintes à une tutelle bienveillante à l'égard de leurs partenaires qu'ils soient sociaux, financiers ou actionnariaux. Contrairement à la situation américaine, la structure du capital européenne reste concentrée dans les mains d'un petit groupe d'investisseurs, de banques, de holdings familiaux... Pourtant cette différence culturelle des entreprises européennes tend à s'amoindrir dès lors qu'existe une présence d'investisseurs institutionnels suffisante dont Vivendi Universal ou Alcatel constituent de tristes exemples. Pour s'en convaincre, rappelons simplement que dans les pays anglo-saxons (Etats-Unis, Royaume-Uni mais aussi, dans une moindre mesure, au Japon) la place des fonds de pensions dans le financement des entreprises représente en pourcentage une part plus importante qu'en Europe. De cette structure de capital découle un contrôle où la logique financière est prépondérante. La situation de Vivendi Universal reste un cas d'étude intéressant dans le sens où, bien qu'ayant des intérêts en Europe, son mode de gestion est resté très proche du modèle anglo-saxon. Le dernier cas d'affaire européen - Parmalat aussi appelé le nouvel Enron - amène à s'interroger sur le rôle de contrôle exercé par les banques, les auditeurs et autres actionnaires. En d'autres termes, les formes que revêt la *corporate governance* ne seraient-elles pas directement liées aux structures bancaires existant sur le lieu d'implantation des dites sociétés. C'est ce que nous allons tenter de discuter sur la base du tableau ci-dessous. Les trois pays privilégiés représentent trois formes bancaires spécifiques en Europe : un basé sur l'universalisme (l'Allemagne) l'autre reposant essentiellement sur le marché (le Royaume-Uni), le troisième constituant un système intermédiaire (la France).

| Système financier germanique  | Système financier britannique  | Système financier français  |
|---|--|---|
| <b>Secteur Financier</b>  | <b>Secteur Financier</b>   | <b>Secteur Financier</b>  |
| 1. Les banques, surtout universelles, dominent le secteur financier. Les institutions non financières et en particulier les fonds de pension jouent un rôle mineur.   | 1. Les établissements non bancaires (unit trusts et pension funds) dominent le secteur financier. Le marché boursier est très développé. Ces mêmes établissements assurent directement ou indirectement majoritairement l'accumulation du capital. | 1. Jusqu'à une vingtaine d'années le système financier était dominé par l'Etat. Le secteur bancaire était très fragmenté.   |
| 2. Les marchés financier sont relativement peu développés en comparaison avec les autres pays industrialisés. L'accumulation d'actifs des ménages prend la forme d'investissement offert par les banques et/ou assurances |  | 2. Avec la désintermédiation les intermédiaires non financiers et le marché du capital ont gagné en importance en tant que source de financement.                             |
| <b>Modes de financement</b>   | <b>Modes de financement</b>  | <b>Modes de financement</b>   |
| 3. Le financement externe des petites et moyennes entreprises est largement dominé par des crédit de long terme reposant sur des relations type 'Hausbank'.   | 2. Le financement externe se fait essentiellement par le marché boursier, directement ou indirectement. Le financement bancaire se situe surtout au niveau du court terme.   | 3. Les banques ont perdu leur position dominante dans le processus de financement. Les fonds de pension et autres institutions non financières jouent un rôle non négligeable |
| 4. Les fonds propres continuent d'être une  | 3. Du fait du montant important de liquidité   |   |

|  |   |  |
|--|---|--|
| source importante de financement interne.  | à leur disposition, les fonds de pensions sont une source importante de financement externe pour les entreprises.                                       |  |
| <b>Corporate governance</b>  | <b>Corporate governance</b>   | <b>Corporate governance</b>  |
| 5. Les entreprises publiques ne constituent pas la forme dominante. Les entreprises cotées sont caractérisées par un actionariat concentré.                    | 4. Les entreprises type SA ou SARL constituent la forme dominante des corporations.   | 4. La Corporate governance repose toujours sur un insider system, et sur plus de transparence du fait de l'importance des investisseurs institutionnels. |
| 6. Parallèlement à l'actionariat, d'autres parties prenantes telles que les banques ou les employés sont engagés dans l'exercice du contrôle (insider system). | 5. Les entreprises cotées sont en grande partie détenues par des fonds mutuels ou des petits actionnaires.  | 5. Les relations avec les parties prenantes sont de long terme et basées sur des contrats implicites.  |
| 7. Les contrats de long terme engendrent la stabilité. Le contrôle externe (takeover market) est quasi inexistant.   | 6. Le contrôle s'exerce par les mécanismes de marché (takeover market) et est orienté par la création de valeur pour les actionnaires (outside system). |  |

D'après Schmidt et alii (2001)

**Tableau 2:** Convergence et disparités du secteur bancaire et financier en Allemagne, France et Royaume Uni

Les banques sont devenues plus vulnérables et ont perdu leur monopole en matière de financement des entreprises. Ceci n'a pas été sans influence sur les prix de leur produits et sur leur niveau de marge net, par voie de conséquence, sur les critères utilisés pour apprécier leur qualité. Ainsi, après avoir été dominé par la notion de taille de l'actif, le champ de l'évaluation des institutions financières s'est vu gagné par le critère de capitalisation ajusté en fonction du risque encouru. De fait, le concept de corporate gouvernance conduit à préciser le rôle et les responsabilités des pourvoyeurs de fonds pour les entreprises, le contrôle exercé sur ces dernières en constituant l'une des mesures. On distingue ainsi :

- le contrôle interne exercé par différents groupes (Conseil d'Administration etc...) en vue d'évaluer la politique financière des managers ;
- le contrôle externe généralement exercé par le marché et les financiers de l'entreprise.

Dans ce sens le système allemand est particulier : en reposant sur les relations de 'Hausbank' par l'octroi de crédit de long terme, il met en évidence un modèle de contrôle interne basé précisément sur la structure bancaire. L'Europe est donc peut être en mesure de proposer un modèle de gouvernement d'entreprise original alliant à la fois le contrôle interne et externe. Si l'on ajoute à cela le débat récurrent sur l'éthique économique et le développement d'entreprises dites "citoyennes", on peut s'interroger sur la production d'informations susceptibles d'apporter un éclairage sur le type de management et l'horizon temporel profits privatifs à court terme ou retombées élargies à long terme) sur lequel se projette la firme. A delà des discours sur ces questions, on peut se demander si les outils comptables à la disposition de l'entreprise permettent effectivement de refléter la domination d'une logique sur l'autre. C'est ce que nous nous proposons d'analyser maintenant.

## II. Nouvelles règles et nouveaux critères

Le principe de la "juste valeur" porté par l'Organisme International des Normes Comptables (I.A.S.B. en anglais) et voté par le Parlement européen en juillet 2002 prévoit l'adoption des normes comptables I.F.R.S. (International Financial Reporting Standards) produites par le même O.I.N.C. par l'ensemble des sociétés européennes exceptées celles des secteurs de la banque et de l'assurance qui ont retardé l'application de cette norme pour l'activité d'intermédiation. A partir de 2005, la valeur des actifs sera donnée par l'estimation



des flux de profits anticipés actualisés, théoriquement égale à leur valeur de marché dans l'hypothèse de marchés parfaits<sup>8</sup>. Les promoteurs de ce nouveau mode de calcul mettent en avant trois principaux avantages liés à l'adoption de la "juste valeur" :

- elle donnerait aux actionnaires une image plus fidèle de l'entreprise grâce à une meilleure évaluation du patrimoine<sup>9</sup>,
- elle permettrait aux investisseurs de mieux apprécier le risque de faillite car les documents comptables traduiraient fidèlement l'exposition au risque de l'entreprise,
- elle aiderait au contrôle externe de la part des actionnaires et des marchés financiers en réduisant la marge de manœuvre dans la détermination du résultat de l'entreprise.

Si le changement de méthode ici mentionné correspond à une reconstruction complète en vue de la réorientation du système de comptabilité en direction des actionnaires et des marchés financiers, il en va quelque peu différemment de la multiplication des nouveaux critères de gestion des entreprises dont quelques uns sont présentés dans le tableau ci-dessous.

| Français  | Symboles       | Anglais/américain  |
|---|----------------|--|
| Excédent brut d'exploitation (EBE)  | EBE            | Earning before depreciation interests and taxes (EBDIT), <i>Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)</i>                     |
| Résultat d'exploitation, résultat opérationnel, résultat économique   |                | Operating profit, <i>Earnings before interest and taxes (EBIT)</i>   |
| Résultat courant (avant impôt)  | RCAI           | Profit, <i>Earnings before tax</i>   |
| Capacité d'autofinancement ( CAF)   | CAF            | Cash flow  |
| Survaleur, écart d'évaluation, goodwill   |                | Goodwill   |
| Rentabilité économique, ou rentabilité opérationnelle =<br>Résultat d'exploitation x (1 - taux IS)<br>Actif économique                                | R <sub>e</sub> | Return on capital employed (ROCE), <i>Return on invested capital (ROIC) = Operating income or EBIT x (1 - tax rate) Capital Employed or Invested capital</i> |
| Taux de distribution = DPA / BPA  | d              | Pay out ratio = DPS / EPS  |
| Coût moyen pondéré du capital (CMPC), coût du capital   | k              | Weighted average cost of capital (WACC), cost of capital (CoC)   |
| Flux de trésorerie disponible (FTD) =<br>Excédent brut d'exploitation - Impôts sur le résultat d'exploitation -<br>Variation du BFR - Investissements | FTD            | Free cash flows = EBITDA - Corporate tax on operating profit, <i>EBIT - Charge in working capital - Capital expenditures (CAPEX)</i>                         |

**Tableau 3** : Versions française et anglaise des principaux critères de gestion

Derrière ces nouveaux sigles se cachent souvent d'anciens soldes intermédiaires de gestion ou autres ratios comptables qui ne sont rien d'autre que des avatars du résultat comme on peut l'observer sur le précédent tableau qui met face à face les expressions françaises et anglaises. Leur usage va néanmoins se propager à la suite du succès

<sup>8</sup> Pour une présentation des modes de calcul, Cf. Hoarau C. et R. Teller (2001) *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, Paris.

<sup>9</sup> On se sent ici obligé de rappeler que le 21 décembre 1991 l'action Enron valait 21,50\$, le 17 août 2000, 90\$ et le 15 décembre 2001, trois jour après la faillite, 1,01\$. Cet exemple de volatilité du prix des actifs suffit à soulever la question de la capacité du prix de marché à refléter la valeur actualisée des profits futurs.

rencontré par l'EVA, variante de la notion ancienne de bénéfice résiduel<sup>10</sup>,  $BR = (ROCE - CoC) \times \text{Capital employé}$ , dont le sigle EVA ® rappelle qu'il s'agit d'une marque déposée par la société Stern, Stewart & Co, et dont existent, sur le marché du conseil en entreprise, de nombreux dérivés<sup>11</sup>. Comme le note Lordon<sup>12</sup>, "par sa consistance théorique et son degré d'élaboration analytique, très supérieurs à ceux des autres indicateurs de la valeur (même si la performance reste toute relative), par sa capacité, en conséquence, à faire innovation, en tout cas en apparence et par rapport à ses « concurrents », dont beaucoup ne sont que des classiques de l'analyse financière et ne sont rebaptisés « valeur » que par valeur ajoutée cosmétique, l'EVA sort indiscutablement du lot." (p. 124). L'EVA est ainsi typique de ces critères de gestion qui font entrer le marché à l'intérieur de l'entreprise puisqu'elle s'adresse aussi bien à l'actionnaire, qu'au chef d'entreprise. Au premier est fourni un critère lui permettant de défendre son revenu alors qu'au second est proposé un critère de performance susceptible de se traduire en pratiques managériales.

L'emprise de la communication financière, nouveau marché occupé par des intermédiaires tels que les cabinets de conseil en proxy du côté des investisseurs ou par des cabinets davantage spécialisés en communication d'entreprise s'est effectuée dans un contexte où la « création de valeur » devenait le leitmotiv de la relation entre l'entreprise et les investisseurs. Non définie théoriquement, mal cernée empiriquement, cette dernière demeure l'idée force de la finance moderne, la multiplication des indicateurs (EBIT, EBITDA, EVA, ROCE, ROE, ROI, ROA, CFROI, MVA...) donnant moins matière à remettre en cause le cadre et le contenu qu'à justifier l'importance d'un comportement *shareholder friendly*.

On ne peut rester neutre face à la réorientation des batteries de critères privilégiés qui ont davantage vocation à mettre en évidence la capacité de l'entreprise à dégager un excédent de trésorerie, source d'une valeur appropriable par des actionnaires-proprétaires, qu'à éclairer sur sa capacité à créer de la valeur indépendamment de la politique de dividendes qui sera ensuite mise en œuvre comme va le rappeler la prochaine partie.

### III Nouveaux critères du point de vue de l'actionnaire

La dernière décennie a fait entrer non seulement les sociétés du CAC 40 mais l'ensemble du discours de et sur la gestion de l'entreprise dans l'ère de la création de valeur associée à la mise en place d'un gouvernement d'entreprise dont l'efficacité serait à la mesure de la transparence. La *shareholder theory*, ignorant les interrogations sur la nature des droits de propriété<sup>13</sup>, considère que l'objectif indiscuté de maximisation de profit de la firme s'opère de manière à servir les intérêts des actionnaires car ces derniers en sont propriétaires<sup>14</sup>. Dans la pratique, « ...il s'agit de faire en sorte que le jeu des pouvoirs au sein des organismes délibérants et exécutifs des entreprises favorise d'abord ceux qui en sont les

---

<sup>10</sup> Le BR représente la différence entre les ventes et les coûts propres à une entité. L'ensemble est minoré des charges financières internes calculées à partir des actifs de l'entité. Le taux utilisé correspond au coût du capital de l'entreprise.  $BR = \text{bénéfice avant frais financiers} - \text{taux d'intérêt interne} \times \text{actifs}$ .

<sup>11</sup> Arthur Andersen vend de la SVA (Shareholder Value Added), Price Waterhouse Coopers brevète ses outils (ValueBuilder 1™) et on calcule des CFROI.

<sup>12</sup> Lordon, F. (2000) La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionnariale", *L'année de la Régulation*, n° 4, pp. 117-165.

<sup>13</sup> Cf. Milgrom, P. et J. Roberts (1992) *Economics, Organization and Management*, Princeton Hall International Editions (traduction française De Boeck, 1997)

<sup>14</sup> Dans le cas des SA, par exemple, dire que la firme appartient aux actionnaires n'est pas totalement exact puisqu'elle n'existe pas en tant que telle en droit. Pour le droit positif, l'entreprise ne peut que se décomposer en un faisceau de contrats non reconnu officiellement en tant que tel.

propriétaires : les actionnaires. Les dirigeants ne sauraient poursuivre d'autres objectifs que la recherche des intérêts des actionnaires »<sup>15</sup> (p. 46). Pour y parvenir, trois principes de base doivent être respectés<sup>16</sup>:

1. L'entreprise a pour objectif de maximiser le patrimoine de ses propriétaires, c'est-à-dire la valeur des actions,
2. La création de valeur suppose la reconnaissance du coût du capital,
3. Lorsque l'entreprise n'a pas d'emplois dont le rendement soit supérieur au coût des ressources, elle doit utiliser ce *cash flow* disponible non en investissant, mais en remboursant l'actionnaire.

Cette orientation exclusive de la firme vers les investisseurs est à l'origine de la production d'indicateurs offrant une évaluation de la valeur effective ou potentielle créée par l'entreprise dont seront tirés des enseignements sur les perspectives de rémunération offertes. Dans la mesure où l'opportunité d'investir se juge exclusivement par rapport à des critères purement financiers, les indicateurs internes (ROE) et externes (ROA, ROI, ROCE, EVA ou son équivalent le CFROI) de création de valeur deviennent de véritables critères de pilotage qui guident d'autant plus l'action des dirigeants que leur rémunération en dépend avec ou sans stock-options<sup>17</sup>. Cependant, en dépit de l'absence d'outil de mesure de la valeur créée unique et malgré la sensibilité d'un même indicateur aux hypothèses relatives aux taux sans risque, au niveau du  $\beta$  retenu...<sup>18</sup>, la Commission des Opérations en Bourse estime qu'il serait malvenu de normaliser la méthode, «...sauf à brider l'innovation financière et comptable »<sup>19</sup>. On soulignera que, sans pousser l'argument aussi loin, les rapports de J. Mistral et de C. de Boissieu et J-H. Lorenzi<sup>20</sup> parviennent à une conclusion semblable, de même que les soixante propositions pour réformer la *corporate governance* de O. Pastré et M. Vigier<sup>21</sup>.

Les travaux relatifs à l'adoption d'un nouveau comportement de communication financière des entreprises sont, on le voit, assez nombreux et rappellent que la plupart des entreprises cotées disposent de services spécialisés («Relations Investisseurs» ou «Investors Relations») destinés à communiquer les informations financières auprès de leurs actionnaires, non seulement lors des assemblées générales mais également à l'occasion de tournées de présentation, conférences téléphoniques avec les analystes financiers externes et autres entretiens bilatéraux avec les principaux investisseurs. Pour un service « Relations Investisseurs », cet objectif de transparence accru peut se décliner de manière suivante :

- faire en sorte que le consensus de marché corresponde aux fondamentaux de l'entreprise,
- faire évoluer ce consensus en fonction de l'évolution de la situation de l'entreprise,

---

<sup>15</sup> Création de valeur actionnariale et communication financière, *Bulletin COB*, n°346, mai 2000, pp. 43-94.

<sup>16</sup> *Ibid*, p.46.

<sup>17</sup> Ce sera bientôt « sans » puisque la méfiance des actionnaires à l'égard d'un système qui a incité les dirigeants à prendre des risques élevés et la chute des cours qui rend cette forme de rémunération moins attrayante se conjuguent pour accélérer la fin des options sur actions. Microsoft a annoncé qu'il y renonçait totalement aidé par la décision de l'IASB de comptabiliser les stocks-options comme des coûts supportés par les entreprises, ce qui n'était pas le cas jusqu'à présent (*Alternatives Economiques*, avril 2004, n° 224, p. 19).

<sup>18</sup> Voir Hoarau, C. et R. Teller (2001) *Création de valeur et management de l'entreprise*, Op. Cit.

<sup>19</sup> Création de valeur actionnariale et communication financière, *Op. Cit.*, p. 89.

<sup>20</sup> Mistral, J., Ch. de Boissieu et J-H. Lorenzi (2003) *Les normes comptables et le monde post-Enron*, Op. Cit.

<sup>21</sup> Pastré, O. et M. Vigier (2003) *Le capitalisme déboussolé. Après Enron et Vivendi : soixante réformes pour un nouveau gouvernement d'entreprises*, La Découverte, Paris.

- donner une information égale à l'ensemble des investisseurs de manière à éviter toute mise en cause pour délit d'initiés.

Les entreprises sont maintenant obligées de se focaliser sur l'évolution de leur cours de bourse et de se justifier vis-à-vis d'un objectif dominant : la création de valeur pour l'actionnaire. Dans une étude de la COB portant sur la place de la création de valeur dans la communication financière, il est fait état que 21 sur les 40 entreprises du CAC s'y réfèrent maintenant directement (dont 14 dans le message du Président) sans que des précisions soient apportées sur les moyens mis en œuvre pour calculer la valeur créée. De même, rien ne permet dans ces rapports de mesurer l'indépendance entre contrôle et propriété, alors qu'elle fait partie des priorités de la *corporate governance*. On notera à titre d'exemple que l'Oréal est l'une des rares entreprises françaises à calculer un TSR sur 1 et 5 ans alors qu'il s'agit de l'indicateur externe traditionnel dans la presse spécialisée anglo-saxonne (voir par exemple les classements annuels du *Wall Street Journal*). De même, en ce qui concerne les indicateurs internes, les entreprises françaises communiquent le plus souvent la rentabilité comptable des capitaux employés par grands segments, chaque entreprise ayant sa propre définition du ratio correspondant. La COB (COB, 2001), si opposée à l'établissement d'un critère unique dont la corrélation avec la valeur boursière serait significative et stable invite donc les entreprises à diffuser des notices explicatives permettant aux interlocuteurs externes de reconstituer les différentes étapes des calculs proposés.

Il semble donc qu'en dépit d'une abondance de discours et d'un terrain favorable à la production d'indicateurs de valeur utiles pour les investisseurs, la gestion fondée sur la valeur soit essentiellement cantonnée au domaine de la communication ou serve à justifier la mise en place d'opérations cosmétiques tels que les tant décriés rachats et annulations d'actions en vue de réduire les capitaux propres et d'améliorer de façon automatique autant qu'artificielle la rentabilité des capitaux investis tout en augmentant le bénéfice par action. L'évolution de la communication financière s'opérerait ainsi à travers trois groupes d'entreprises comme le montre le tableau suivant<sup>22</sup>.

|  | Impact marginal   | Impact significatif  | Changement de la logique de pilotage  |
|--|---|--|---|
| Utilisation des critères de création de valeur | Essentiellement pour la communication financière  | Pour rénover les indicateurs utilisés pour l'évaluation des performances dans le sens d'une prise en compte plus systématique du coût du capital | <b>Pour réformer les bases de calcul et la structure de la rémunération dans le sens d'une plus grande variabilité couplée à la valeur perçue pour l'actionnaire (le cours de l'action)</b> |
| Arguments                                      | <b>Ces indicateurs n'apportent rien de très nouveau et sont incompatibles avec la culture de l'entreprise</b> | <b>Besoin de sensibiliser sur la nécessité du bouclage entre la performance opérationnelle et la valeur actionnariale</b>                        | <b>L'ensemble des salariés doivent agir dans les intérêts des actionnaires et bénéficiers de la valeur créée. Cela suppose un changement des modes</b>                                      |

<sup>22</sup> Il résulte du croisement de l'enquête de la COB déjà citée et de la typologie établie par Nabet, A. (2002) Les systèmes de gestion par la valeur : une analyse de leur impact sur la communication financière des sociétés du CAC 40, *Communication au 21<sup>ème</sup> Congrès de l'AFC*, Angers.

|  |  |  |   |
|--|--|--|---|
|  |  |  | de rémunération (plus fort bonus, stock options...) |
|--|--|--|---|

**Tableau 4 :** Types d'usage des nouveaux critères de gestion dans les entreprises du CAC 40

Quoique loin de s'être diffusée à l'intérieur des groupes et des entités dites « décentralisées », la gestion par la création de valeur exerce son influence sur les règles tacites et formelles à l'œuvre dans l'entreprise comme le met en évidence la section suivante.

#### **IV. Les effets réels des critères de gestion**

En mettant en évidence le caractère idéologique et l'orientation théorique sous jacente des nouveaux critères de gestion fondés sur la « création de valeur », il devient possible de comprendre comment leur adoption conduit à la mise en pratique de certaines décisions relatives à la gestion de l'entreprise. En effet, parmi les multiples modes d'accès à la rentabilité mis en évidence par Salais et Storper<sup>23</sup>, celui qui relève du « monde industriel », lequel nous est familier comme étant celui de la production de masse dans lequel l'acteur productif typique est la firme capitaliste classique, nécessite l'accumulation d'actifs corporels. Requerrant la disponibilité de capitaux fournis par les actionnaires, cette stratégie conduit l'entreprise à émettre des signaux de rentabilité favorables à cette classe de financeurs et à adapter l'organisation des facteurs de production en conséquence. Parmi les différents effets réels provoqués par l'adoption de critères de gestion axés sur l'appropriation de la valeur par l'actionariat, c'est à ceux qui portent sur la nature de la relation de travail d'une part et sur le système de rémunération de l'autre que nous nous intéresserons de manière prioritaire<sup>24</sup> d'abord, la question de la performance de la firme étant ensuite rapportée au développement du discours éthique de l'entreprise

##### **IV.1 La gestion de la ressource en travail**

L'approche *Resources Based* qui s'est développée dans les années quatre-vingt dix stipule que les employés d'une entreprise constituent un avantage compétitif difficile à dupliquer pour les concurrents. Les auteurs s'accordent pour considérer que quatre critères doivent être réunis pour qu'un avantage compétitif émerge des ressources humaines. Premièrement, ces dernières doivent créer de la valeur dans le processus de production de la firme. Deuxièmement, elles doivent constituer une ressource rare. Le troisième critère est que la combinaison des investissements en capital humain au sein de la firme ne soit pas facilement imitable. Enfin, les ressources humaines ne doivent pas être sujet à un remplacement facile par une avancée technologique. Au-delà de ces principes, la mise en œuvre des « nouveaux critères de gestion » et la convention de financement qui les accompagne suggère l'établissement d'une relation particulière non seulement entre critères de gestion et décisions de licenciement, mais aussi entre ces mêmes critères de gestion et le recours au travail intérimaire qui réanime le débat autour de l'opposition capital travail.

<sup>23</sup> Salais, R. et M. Storper (1993) *Les mondes de production. Enquête sur l'identité économique de la France*, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris.

<sup>24</sup> Une présentation exhaustive de la relation EVA-gestion de la relation salariale est disponible dans le rapport de Montagne, S. et C. Sauviat (2001) *L'impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines : une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises*, rapport DARES, n° 42, mars, 113 p.

Comme le souligne T. Boyer<sup>25</sup>, « l'idée d'un licenciement réflexe, conditionné par l'évolution d'un très petit nombre d'indicateurs (en particulier financiers), contredit l'importance donnée dans les discours managériaux aux hommes et à leur capacité d'innovation et de réactivité » (p. 58) et se présente comme le résultat d'une *theory in use* des membres des conseils d'administration et dirigeants d'entreprise non étayée statistiquement<sup>26</sup>. Néanmoins, nombreux sont les exemples de licenciements mis en œuvre, soit dans le but de restaurer un niveau de rentabilité souhaité, soit d'envoyer aux marchés financiers des signaux de flexibilité de l'entreprise qui, pour des raisons de rigidité du facteur capital, ne peuvent passer que par une altération de la part du facteur travail dans le *process* de production.

Le recours au licenciement n'est cependant pas l'unique forme de recherche de rentabilité par l'entreprise pour les actionnaires. Comme le montrent Paraque, Rivaud Danset et Salais<sup>27</sup>, l'accession de l'entreprise du monde industriel à la rentabilité exige l'optimisation des ressources en capital et en main d'œuvre le long d'une prévision de trajectoire à moyen terme. ce qui suppose que l'entreprise prenne en compte la demande anticipée et la rentabilité anticipée de ses capitaux. Cette prévision est un référent d'autant plus important et stable qu'elle est incorporée dans les investissements productifs générateurs d'économies d'échelles indispensables à la compétitivité de l'entreprise qui doivent obligatoirement être mis en œuvre pour déclencher la création d'un revenu. L'adhésion à la règle :

exigence de rentabilité => économies d'échelles=> production de grandes séries => accumulation du capital

permet à l'entreprise de considérer tout écart entre la production réalisée et les ventes effectuées comme un déséquilibre temporaire justifiant une action correctrice de courte période. La viscosité du capital interdisant son adaptation instantanée, c'est sur le travail que portera l'essentiel de l'adaptation ce qui requiert sa malléabilité dont la forme la plus aboutie réside dans l'intérim. Retenir la profitabilité comme guide positif pour orienter les choix d'organisation conduit ainsi, dans un monde industriel éclairé par les critères de résultat et mû par une convention financière, à faire jouer au facteur travail un rôle actif dans l'atteinte d'une flexibilité de réaction. Ce mode d'adaptation sera d'autant plus performant que les contraintes à l'embauche et au licenciement seront réduites ce qui passe par un recul du droit du travail et/ou par un recours intensifié au travail temporaire.

Cependant, l'action sur le volume de main d'œuvre n'est pas la seule conséquence induite par l'adoption des critères de gestion mettant en exergue l'appropriation de la valeur par l'actionnaire. Celle-ci suppose aussi, conformément aux enseignements de la théorie de la firme comme système incitatif développée par Holström, Milgrom et Roberts<sup>28</sup>, que soit mise en application une variété d'instruments qui, combinés, doivent inciter les salariés à agir dans l'intérêt de l'employeur. La combinaison retenue dépend de l'incertitude sur le

---

<sup>25</sup> Boyer, T. (2002) *Licenciements et marchés financiers : les illégitimités de la convention financière*, Rapport DARES n° 52, avril, 113 p.

<sup>26</sup> Cf. Abowd, J., G. Milkovich et J. Hannon (1990) The effects of human resource management decisions on shareholder value, *Industrial and Labour Relations Review*, vol.43 ou, pour le cas français, le travail de Hubler, J. et G. Schmidt (1999) Les actionnaires, la valeur et le travail : une comparaison France - Etats-Unis, *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, n° 126, pp. 153-166.

<sup>27</sup> Paraque, B., D. Rivaud-Danset et R. Salais (1997), Évaluation de la performance et maîtrise du risque des entreprises industrielles françaises, *Revue Internationale PME*, Volume 10, pp. 156-172.

<sup>28</sup> Holström, B. et P. Milgrom (1994) The firm as an incentive system, *American Economic Review*, vol.84, n°4, pp. 972-991.

futur, du degré de spécificité des actifs sur lesquels portent les échanges et sur les coûts de mesure de la performance des travailleurs. Il en résulte que lorsque la performance du salarié est facilement quantifiable, le système incitatif efficient correspond à celui d'une relation d'achat-vente ou, en d'autres termes, à un système dans lequel la rémunération correspond à la performance. C'est bien ce qui est en jeu lorsque la performance du manager est appréciée par l'EVA ou tout autre indicateur de rentabilité. Ainsi, la principale modification du système de rémunération causée par l'entrée du marché dans la firme passe par la distribution de stocks options<sup>29</sup> qui, si elles concernent principalement les dirigeants, tant du point de vue de la part de population touchée que des quantités distribuées, affectent également d'autres segments du marché du travail car, comme le rappelle le Conseil économique et social européen :

« La participation financière peut ...constituer un moyen efficace de valoriser les investissements dans le domaine de la connaissance et des compétences professionnelles tant de la part des entreprises que des salariés et d'apporter une valeur ajoutée en termes de capital humain. Le lien positif entre l'adoption de formes de participation financière et les investissements en faveur de la formation professionnelle a été mis en évidence. Les investissements en capital humain, qui exigent l'appui des entreprises mais également des travailleurs, sont encouragés par des relations de plus longue durée et par un partage accru des objectifs d'entreprise que comportent les régimes de participation financière.

Par ailleurs, la participation financière favorise une transparence accrue des entreprises. En effet, la réalisation de plans d'actionnariat exige d'une part que les entreprises soient plus "ouvertes" en termes d'informations, afin de pouvoir identifier et surveiller les indicateurs de rendement auxquels la participation financière est liée; elle incite d'autre part les entreprises à améliorer quantitativement et qualitativement la communication avec les salariés en ce qui concerne la stratégie adoptée et ses résultats afin de garantir la participation efficace des salariés à la vie de l'entreprise qui est le but de la participation financière...

Étant donné l'importance que la participation financière peut revêtir pour la valorisation du capital humain et le renforcement de la transparence et de la capacité de communication des entreprises, il convient d'en favoriser l'extension à l'ensemble des économies européennes, en développant des formes spécifiques de participation financière, y compris pour les petites et moyennes entreprises, le secteur public et le secteur non marchand, qui représentent des composantes importantes de l'économie européenne»<sup>30</sup>

Toutefois, l'inconvénient majeur des stocks options est de dépendre du résultat global de l'entreprise et non pas de la performance de telle ou telle entité. Pour se rapprocher de l'effort du manager, il est possible de faire dépendre sa rémunération d'un indicateur interne,

---

<sup>29</sup> Leur principe réside dans l'attribution à un salarié de l'entreprise, à la date T1, d'un droit d'achat d'une action pour un prix P'1, à une date T2, action qu'il pourra revendre au prix du marché P3 à une date T3. Le prix P'1 peut être le prix de l'action P1 à la date T1 mais il peut aussi bien lui être inférieur ou supérieur. L'option sera levée à T2 si le prix P2 à cette date est supérieur à P'1, l'écart résultant en un coût pour l'entreprise (celle-ci en effet acquiert l'action sur le marché au prix P2). Au moment de la revente de l'action, il y aura plus ou moins value en fonction du prix P3 par rapport au prix payé P'1.

<sup>30</sup> Avis du Comité économique et social européen sur la "Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social et au Comité des régions. Cadre pour la promotion de la participation financière des salariés" (COM(2002) 364 final)

censé être relié à la performance boursière, et lui-même déclinable sur le plan organisationnel. Dans certaines entreprises on a alors assisté à l'évolution suivante : on est passé d'un objectif de marge à un objectif de résultat opérationnel avant impôts puis à un objectif de taux de retour sur le capital investi et, enfin, à l'EVA, ce qui ne va pas sans poser de difficultés de mise en oeuvre.

Rappelons que, théoriquement, la valeur actuelle nette des EVA représente la valeur économique des *cashs flows* futurs. Cette propriété permet de construire des schémas incitatifs pluriannuels sur l'EVA qui soient directement en phase avec la maximisation de la valeur actuelle de l'entreprise. Dans un tel contrat les primes annuelles seront déterminées par l'écart relatif à des objectifs pluriannuels fixés à l'avance, soit directement, soit à travers une formule prédéfinie. Dans une certaine mesure l'EVA permet de matérialiser la l'exigence d'un taux de rentabilité pour l'actionnaire. Pour bien marquer la rupture de philosophie avec les systèmes traditionnels, l'objectif à atteindre est en effet déterminé en référence à une attente externe et non plus par rapport à la négociation budgétaire. Cette rupture implique plus de responsabilité vis-à-vis d'un résultat à atteindre, plus de force dans les incitations mises en place, plus d'engagement à long terme.

Il ne faut pas sous-estimer les difficultés pratiques associées au passage d'une attente externe à un indicateur interne. Par exemple, la plupart des investissements majeurs (acquisitions notamment) génèrent des niveaux faibles de ROCE, et donc d'EVA, au cours des deux ou trois premières années qui suivent. On peut alors essayer de neutraliser ce phénomène en anticipant ces écarts et en ré-allouant les « pertes » sur les exercices futurs. De tels ajustements sont possibles mais deviennent vite arbitraires. Ils nécessitent en outre des systèmes de suivi très détaillés. Une approche complémentaire à l'introduction de règles « économiques » consiste à mettre en oeuvre des contrats pluriannuels tels que le prévoit le système des « banques » de bonus<sup>31</sup>.

On le voit, l'adoption d'une méthode de gestion fondée sur la création de valeur ne correspond ni à la représentation neutre d'une réalité jusqu'ici mal saisie faute d'outils appropriés ni une simple recombinaison d'une « réalité » industrielle selon des critères supposés plus objectifs. Il s'agit de la rationalisation d'un mode de gestion mettant l'accent sur l'impératif de l'accumulation du capital lequel suppose la réalisation d'investissements par des actionnaires qu'il convient de fidéliser grâce à des rendements élevés. Le site d'EVAfine, promoteur de l'EVA en France est édifiant car, comme le rappelle son président, Félix Bogliolo :

« si on veut bien aborder le sujet sans dérive morale, philosophique, religieuse ou politique, la Création de Valeur est tout simple : il s'agit seulement d'une boîte à outils pour gérer une entreprise. Un Système de Gestion par la Valeur est constitué de cinq outils simples :

- outils de gestion financière,

---

<sup>31</sup> En pratique, cela revient à déconnecter le calcul du bonus de son versement effectif : alors que le premier est effectué pour chaque période élémentaire (typiquement l'année), le second est lissé en fonction de l'horizon sur lequel on décide de raisonner (on versera par exemple chaque année 1/3 des bonus accumulés si l'on décide de faire fonctionner la banque sur 3 ans). Le crédit initial dans la banque correspond aux crédits accumulés et non encore versés. Le bonus annuel est calculé en fonction du niveau de performance atteint relatif à la cible révisée, ce bonus se rajoute au crédit de la banque, et le bonus payé correspond à une fraction de ce montant. Ce mécanisme permet de variabiliser la rémunération à la hausse, ce qui est très classique, mais aussi à la baisse en attribuant des malus, ce qui l'est beaucoup moins. Une contre-performance peut être sanctionnée sans trop pénaliser le responsable dans la mesure où les versements sont lissés dans le temps.



- outils de gestion stratégique,
- outils de communication financière,
- outils de gestion opérationnelle,
- outils de gestion des ressources humaines ».

#### **IV.2. Est-il possible de préserver l'exception européenne en matière de corporate governance ?**

Bien que plus contrôlées que leur consœurs américaines notamment par l'usage de participations croisées (cf. tableau n°2), les entreprises européennes ne peuvent se prémunir contre la prépondérance de la logique financière en matière de gestion. Au sein de toute société existe des conflits d'intérêts. Actionnaires et gestionnaires poursuivent des objectifs parfois divergents, les premiers privilégiant sur le court terme la rentabilité financière, les seconds se préoccupant de la pérennité de l'entreprise (questions analysées dans le cadre de la théorie de l'agence: analyse de la délégation des décisions en asymétrie d'information). La globalisation financière a incité les managers à produire de la valeur actionnariale. Les détenteurs de capitaux peuvent plus facilement confronter les résultats de l'entreprise, leurs politiques de dividendes et leur performance sur le marché. Toutefois, la pratique montre que les actionnaires ne sont pas insensibles aux stratégies de maximisation sur la longue période. La question qui se pose est donc: quel sera le scénario retenu pour la gouvernance d'entreprise de demain. Converge-t-on vers un modèle anglo-saxon ou un modèle hybride ? Cette réflexion ne peut être menée sans un débat sur l'efficacité de nos systèmes économiques. En effet aucun système de gouvernance n'est complètement indépendant de son contexte, ce qui explique en partie les différences existantes en matière de *corporate governance*. Comment, dans ce contexte, conférer au principe de gouvernance d'entreprise un caractère éthique?

L'esprit d'entreprise n'est pas sans relation avec la recherche d'une éthique managériale. Le capitalisme financier en général, et européen en particulier, prétend s'accompagner d'une préoccupation sociale. Dans ce cadre, l'intérêt des actionnaires ne pourra être perçu qu'en accord avec l'intérêt social de l'entreprise dans le but d'une meilleure stabilité économique. Cette recherche d'un intérêt commun aura pour objectif final de favoriser la croissance et l'emploi et évitera peut être que ne se renouvellent les situations catastrophiques de ces derniers mois, où nombre de petits épargnants ont perdu tout ou partie de leur économies, pour satisfaire les appétits d'expansion de managers peu scrupuleux...La gestion d'une entreprise ne peut en aucun cas être le reflet des ambitions du chef d'entreprise. Bon nombre de managers voient leur rémunération se fixer en fonction de la performance de l'entreprise. Pourtant, ce critère ne doit en cas être le moteur de leur gestion mais une conséquence de leur stratégie en vue d'une création de valeur pour l'ensemble des partenaires de leur compagnie. Comment dans ce cas éthique et gouvernement d'entreprise peuvent-ils être compatibles ? Peut être tout simplement en mettant en concordance les intérêts individuels et l'objectif collectif de pérennité de l'entreprise. Au plan interne, cela peut signifier restaurer la confiance entre les partenaires et donc s'assurer que l'on dispose de règles claires pour aboutir à l'adéquation des objectifs des différents partenaires. Au plan externe, la principale régulation en matière de gouvernance pourrait être une meilleure transparence: transparence entre l'exécutif et le conseil d'administration, transparence de la gestion vis-à-vis du marché et transparence dans la relation avec les actionnaires, notamment à l'occasion de l'Assemblée générale.

Comment une telle démarche sera-t-elle possible ? La mise en parallèle des affaires européennes et américaines pourra nous aider à répondre à cette question. Les défaillances américaines (Worldcom, Enron...) sont le résultat de malversation classique, tandis qu'en France la cause principale semble être l'existence de dettes faramineuses (France Telecom, Alcatel) mettant en péril la trésorerie des sociétés. Une des solutions serait de faire prendre conscience aux managers de l'intérêt de la diversification des investissements, qui leur permettrait d'opter pour des stratégies qui sécuriseraient leur position. La rémunération basée sur des titres risqués à court terme et hautement volatils laisserait la place à une rétribution d'avantage basée sur la performance et le long terme. La seconde prévoit le recours à l'intervention publique. Un ensemble de propositions est actuellement discuté ayant pour objectif d'interdire aux dirigeants de sociétés d'exercer seuls le pouvoir de supervision, de renforcer l'information des actionnaires et des investisseurs sur la bonne marche de la gouvernance, de reconsidérer la place des banquiers dans les conseils d'administration. Cette démarche ne doit pas s'inscrire simplement dans un contexte de réglementation mais plutôt se développer sur la base d'une réflexion collective au sein même de l'entreprise européenne pour peut être définir un modèle alternatif à celui proposé par nos partenaires anglo-saxons.

## **Conclusion**

Le but de ce texte était de rappeler l'étroitesse des liens entre la forme de la comptabilité et les modes de développement des entreprises. En effet, à l'heure où les questions de la transparence et de la « bonne gouvernance » des entreprises se pose avec intensité, il apparaît important de déplacer le discours du niveau des comportements individuels à celui du système dans la mesure où les choix des firmes ne relèvent pas que du domaine de la conduite ou de l'éthique mais se révèlent largement déterminés par les institutions parmi lesquelles figurent les techniques comptables et financières<sup>32</sup>. En tant que convention, la comptabilité et la mesure du résultat ne peuvent être assimilés à des outils désincarnés qui n'interféreraient pas dans le système qu'ils cherchent à apprécier. Au contraire, leur construction même répond à une vision du fonctionnement de l'entreprise fondée sur la prééminence de l'actionnariat. Or la liquidité c'est le pouvoir. D'un côté, la logique de la souveraineté actionnariale a montré ses limites : Parmalat demeure le plus important scandale européen à ce jour et en France, l'endettement de France Télécom révèle un dérèglement de la gouvernance que même l'Etat actionnaire n'a pu juguler. D'un autre côté, la comptabilité basée sur la "Fair Value" donnant à des agents extérieurs le pouvoir de contrôler les critères de performance de l'entreprise a prouvé son incapacité à gérer le risque. La question qui se pose alors est donc la suivante : existe-t-il une catégorie d'actionnaires ayant intérêt à promouvoir des critères de performance qui soutiennent les principes démocratiques de gouvernance. Le modèle allemand démontre qu'à l'aide d'un contrôle interne et externe efficace, la pérennité et l'efficacité de l'entreprise peuvent être garanties.

Il apparaît donc illusoire de considérer que le foisonnement de critères de gestion et l'introduction de la « juste valeur » (alors qu'il s'agit en fait d'une valeur de marché) permettront de véhiculer une « vraie » vision des rouages internes de l'entreprise. Tout au

---

<sup>32</sup> Dans le même ordre d'idées, on peut se référer à l'ouvrage de Lascoumes, P. et T. Godefroy (2004) *Le capitalisme clandestin: les paradis fiscaux, rouages de la finance internationale*, La Découverte, Paris.

plus est-on en droit de dire que les innovations produites cherchent à répondre à la prééminence de l'idée selon laquelle l'entreprise a principalement vocation à produire de la richesse pour les actionnaires et que, loin d'être naturelle, cette acception de la firme est également située. L'actionnariat sert essentiellement à transformer des créances et donc à transférer du risque. Force est pourtant de penser que les actionnaires ne sont pas les seuls à supporter le risque. Outre une comptabilité efficace et transparente, ne faut-il pas constituer un modèle européen de gouvernance dotant l'entreprise d'organes de contrôle ayant la capacité de privilégier l'intérêt collectif (actionnaires, investisseurs, chefs d'entreprise, petits épargnants) ? Telle est la question que devront se poser les partenaires industriels pour ne plus subir les effets négatifs de la mondialisation financière de ces dernières années.

## Annexe : Rappels et définitions

### Cash Flow Return On Investment (CFROI)

Le CFROI correspond dans sa version originale à la moyenne des taux de rentabilité interne des investissements actuels de l'entreprise. Le CFROI est le taux de rentabilité interne qui égalise l'actif économique de l'entreprise, pris en montant brut, c'est-à-dire avant dotations aux amortissements et réévalué du taux d'inflation, et la série des excédents bruts d'exploitation après impôt, calculée sur la durée de vie des actifs immobilisés en place. Cette dernière s'estime en divisant la valeur brute des immobilisations par la dotation aux amortissements de l'année. Le CFROI est alors comparé au coût moyen pondéré du capital

### EBITA

Earnings Before Interest Taxes and Amortization. L'EBITA est un concept proche de notre résultat d'exploitation duquel on déduit l'amortissement des écarts d'acquisition. Une variante sectorielle (transport, salles de cinéma), est l'**EBITDAR** qui prend en compte le développement de montages déconsolidants en raisonnant sur un excédent brut d'exploitation avant loyers. Certains groupes cèdent en effet des actifs pour se désendetter, actifs qu'ils reprennent immédiatement en location, ce qui fait que leur EBITDA n'est plus comparable à ceux des groupe qui gardent leur actif en pleine propriété.

### Economic Value Added (EVA®)

Popularisée au milieu des années 1990, l'Economic Value Added® (création de valeur intrinsèque ou différence entre le cours de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option d'achat. Pour une option de vente, c'est l'opposé. Par définition, la valeur intrinsèque n'est jamais négative) est un critère opérationnel de mesure de la création de valeur. Elle se calcule en multipliant le montant de l'actif économique par la différence entre rentabilité économique après impôt et coût moyen pondéré du capital. L'EVA constitue un outil de gestion financière décentralisé car elle permet à tous les niveaux de l'entreprise de mesurer la performance d'une unité en lui appliquant un taux de rentabilité exigé individuel.

### L'Excédent brut d'exploitation et ses dérivés

L'excédent brut d'exploitation est le solde entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation qui ont été consommées pour obtenir ces produits. Il correspond donc au résultat du processus d'exploitation, et diffère du résultat d'exploitation dans la mesure où il ne prend pas en compte les dotations aux amortissements et provisions pour dépréciation d'actif. Très proche de l'excédent de trésorerie d'exploitation, l'EBE est une variable-clé de l'analyse du compte de résultat. Il peut être rapproché de l'EBITDA anglo-saxon.

### Market value added (MVA)

Pour une entreprise cotée, la création de valeur est souvent appelée Market Value Added ou MVA. Elle est égale à la somme de la capitalisation boursière et de la valeur de l'endettement net diminuée du montant comptable de l'actif économique. La MVA, ou plutôt la variation de MVA, est un critère plus pertinent que la seule évolution du cours de bourse puisqu'il met en regard l'augmentation de valeur et les capitaux investis pour y parvenir.

### Rentabilité des capitaux propres (ROE, Return on equity)

La rentabilité des capitaux propres, ou rentabilité financière, se mesure par le rapport résultat net/capitaux propres. Elle est égale à la somme de la rentabilité économique et de l'effet de levier. L'analyse de la rentabilité des capitaux propres doit donc séparer nettement ces deux composantes. En effet, si le recours à l'endettement peut permettre d'obtenir une rentabilité des capitaux propres nettement supérieure à la rentabilité économique, il fait aussi peser un risque financier plus lourd sur les actionnaires, dont l'exigence de rentabilité croît d'autant. Sur le long terme, seule une rentabilité économique élevée peut donc permettre de créer de la valeur pour les actionnaires.

### Rentabilité d'un investissement (ROI, Return on investment)

Le taux de rentabilité exigé d'un investissement (coût du capital) ne dépend que du risque de l'actif économique et il préexiste à la structure financière. C'est en fonction du risque de cet actif économique que les créanciers et les actionnaires vont déterminer le taux de rentabilité qu'ils vont exiger séparément sur les dettes et les capitaux propres. Par commodité on calcule ce taux en établissant la moyenne pondérée du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement net.

**Rentabilité économique (ROA, Return on activity)**

La rentabilité de l'actif économique est égale au rapport du résultat d'exploitation après impôt sur l'actif économique. Ce taux est aussi le produit de deux ratios, la marge d'exploitation et le taux de rotation de l'actif économique. Ce taux, qui peut être analysé comme le taux de rentabilité des capitaux propres si l'endettement était nul, est fondamental car il n'est pas affecté par la structure financière de l'entreprise. Comme il s'agit d'un taux comptable qui n'intègre donc pas la notion de risque, son intérêt dans la prise de décisions financières est limité.

**Le Résultat d'exploitation et ses avatars**

Le résultat d'exploitation, ou résultat opérationnel, est le résultat du processus d'exploitation et d'investissement de l'exercice. Il traduit l'accroissement de richesse dégagé par l'activité industrielle et commerciale de l'entreprise. A la différence de l'EBE (Excédent Brut d'Exploitation), qui se concentre sur le cycle d'exploitation, le résultat d'exploitation prend également en compte le processus d'investissement par le biais des charges calculées (dotations aux amortissements et provisions). Ce résultat est ensuite réparti entre les charges financières, l'impôt sur les sociétés, les dividendes et le résultat mis en réserves. Ce concept de résultat d'exploitation, est extrêmement utilisé (notamment dans le calcul de la rentabilité économique car il n'est pas affecté par la structure financière de l'entreprise). Il est très proche de l'EBIT anglo-saxon.

**Total Shareholder Return (TSR)**

Le TSR correspond au taux de rentabilité d'une action sur plusieurs années. Il intègre les dividendes reçus et la plus-value réalisée. Il s'exprime en pourcentage de la valeur d'origine.

Bibliographie:

- ALTUNBAS, Y., MOLYNEUX, P. et EVANS, L. (2001) : " Bank Ownership and Efficiency" *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, n°4, pp. 926-953
- ALTUNBAS, Y., MOLYNEUX, P. et THORNTON, J. (1997) : "Big Banks Mergers in Europe – An Analysis of the Cost Implications " *Economica*, 64, pp. 317-29
- AOKI, M. (ed) (1984) : "*The Economic Analysis of the Japanese Firm*", North Holland
- AOKI, M., HUGH, P. et P. SHEARD (1994) : "The Japanese Main Bank System : An Introductory Overview", *Working Paper World Bank, Washington*, n° 94-2
- AOKI, M.; BO, G. et O. WILLIAMSON (eds) (1990) : "*The Firm as a Nexus of Treaties*" London Sage
- BAGLIONI, A. (1993) : "Banca Universale, Gruppo Polifunzionale, Banca Mista: Una Rassegna della Letteratura", *Working Paper Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche* 93/8
- BANQUE DE FRANCE, DEUTSCHE BUNDESBANK (1999): "*Modes de Financement des Entreprises Allemandes et Françaises*"
- BERGER, A.N. (1995) : "The Profit-Strucutre relationship in banking – test of market power and efficient structure hypothesis" *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (2), pp. 404-431
- BERGER, A.N. et HUMPHREY, D. (1997): "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for future research" *European Journal of Operations Research*, 98, pp. 175-212
- BERGER, A.N. et MESTER, L.J. (1997): "Inside the black Box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions" *Journal of Banking and Finance*, 21, (7), pp. 895-947
- BLAIR, M.M. (1995) : 'Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century' *Brookings*, Washington
- CHARREAUX, G. (ed.) (1997) : 'Le Gouvernement des entreprises' Paris *Economica*
- COPELAND, T.E. (1994): 'Why value value' *The McKinsey Quaterly*, 4, pp. 97-109
- CORBETT, J. et JENKINSON, J. (1996): 'The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison' *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 10, pp. 71-96
- CORBETT, J. et JENKINSON, J. (1997): 'How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kigdom and the United States' *The Manchester School Supplement*, pp. 69-93
- CORIAT, B. et O. WEINSTEIN (1995): 'Les Nouvelles Théories de l'Entreprise' *Le livre de Poche*
- DERMINE, J. (1993) : "*European Banking in 1990s*", Second Edition Blackwell Business, London
- DERMINE, J. (2003) : "*European Banking: past, present and future*" forthcoming in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen eds, "*The transformation of the European Financial System*" Proceedings of the 2<sup>nd</sup> ECB Central Banking Conference ECB Frankfurt
- DESBRIERES, P. et S. MERCIER (2001) : Enjeux Ethique des formules d'actionnariat des dirigeants *Revue Française de Gestion*, n° 136 pp. 86-98
- EDWARDS, J. et K. FISHER (1993) : *Banks, Finance and Investment in Germany*", Cambridge University Press, London.

- JENSEN, M.C. (2001): Value Maximisation and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, 12(1)
- KENNEDY, E. (1991) : *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System*, The Royal Institute of International Affairs, London.
- LUBATTI, G.; F. NATALI et M. VIGORELLI (1994) : *Banche e Finanza in Un'Europa Integrata: Una Previsione Strategica*, Einaudi, Milano
- MAYER, C. (1988) : New Issues in Corporate Finance, *European Economic Review*, 32 p. 1167-1188
- MOLYNEUX, P. (1995): "Cooperation and Rivalry in Banking Markets" Chapter 1 in *Research in International Business and Finance*, Vol 12 J. Doukas and L. Lang (eds)
- MOLYNEUX, P. (1999): "Increasing Concentration and Competition in European Banking: The End of anti-trust", *EIB Papers*, Vol. 4 n° 1, pp. 127-136
- PAULET, E. (1996) : 'Universal banks and the European Banking System: Prospects and Problems' *EUI Working Papers*, n° 54, pp. 1-34
- PAULET, E. (1998): 'Alternative Banques Universelles - Banques Spécialisées dans le système bancaire Européen.' in J. Spindler, dir. *Contrôle des activités Bancaires et Risques Financiers*, Paris, Economica, pp. 45-71
- SCHMIDT, R.H.; A. HACKETHAL et M. TYRELL (2001): 'The Convergence of Financial Systems in Europe' *Working Paper, Johann Wolfgang Goethe Universität*, n° 75
- SHLEIFER, A. et R.W. VISHNY (1997) 'A Survey of Corporate Governance' *Journal of Finance*, Vol LII, n° 2 June pp. 737-83
- STEINHERR, A. et C. HUVENEERS (1990) : "Universal Banks: The Prototype of Successful Banks in the Integrated European Market ? A View Inspired by German Experience", *Working Paper Centre for European Policy Studies*, Brussels, 2
- STEINHERR, A. and C. HUVENEERS (1992a) : "On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions : Some Empirical Evidence", *Working Paper Centre for European Policy Studies*, Brussels, 12
- STEINHERR, A. and C. HUVENEERS (1992b) : "Universal Banking in the Integrated European Market Place", in Alfred Steinherr (ed) " *The New European Financial Market Place*", Longmann p. 49-65
- STEINHERR, A. and P.L. GILIBERT (1989) : "The Impact of Financial Market Integration on the European Banking Industry", *Working Paper Centre for European Policy Studies*, Brussels, 1
- VAN HORNE, J.C. (2002) *Financial Management and Polic*, 12th Edition, Prentice Hall.
- VERNIMMEN, P. (2000) *Finance d'Entreprise*, 4ème Edition, Paris, Dalloz