

Création de valeur et management de l'entreprise

Patrick BOISSELIER

*Professeur des Universités en sciences de Gestion
Diplômé d'Expertise comptable*

Cnam – Comptabilité Financière et Audit (CFA)
patrick.boisselier@cnam.fr

Introduction : objectifs du cours

- Appréhender le concept de création de valeur dans toutes ses dimensions
- Acquérir les outils de base pour mesurer de la création de valeur et gérer l'entreprise sur cette base
- Mesurer les enjeux et les limites du management par la valeur

2

Bibliographie générale

- Hoarau C. et Teller R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert
- Cherif M. et Dubreuille S. (2005), *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education
- Berck J. et DeMarzo P. (2012), *Finance d'entreprise*, Pearson Education
- Vernimmen P. (2010), *Gestion financière d'entreprise*, Dalloz

3

Bibliographie complémentaire

- Boisselier P. (2013), Contrôle de gestion, coll. Gestion, Vuibert, 666 p.
- Albouy M. (2000), *Décisions financières et création de valeur*, Economica
- Denglos G. (2003), *La création de valeur Modèles, Mesure, Diagnostic*, Dunod, 230 p.
- Malleret V. (2009), « Peut-on gérer le couple coûts-valeur ? », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, pp. 7-34
- Généreux J. (2005), *Les vraies lois de l'économie*, Editions du Seuil, 356 p.

4

Plan du cours

Chapitre introductif : historique, enjeux et définition de la valeur (PB)

Première partie : la création de la valeur et sa mesure

1. Les théories des marchés à l'équilibre – le coût du capital (IC)
2. la structure du financement et le coût du capital (IC)
3. la mesure de la création de la valeur et le choix d'investissement (PB)
4. la financiarisation de l'économie et le développement de l'industrie de la finance (IC)

Plan du cours (suite)

Deuxième partie : le management par la valeur

1. Le management par la valeur actionnariale et ses outils (IC)
2. Conséquences et limites du management par la valeur actionnariale (IC)
3. Le cas des fusions et acquisitions (BM)
4. *Shareholder value* vs *stakeholder value* ou quelles alternatives au management par la valeur actionnariale ? (PB)

Etude de cas (examen final)

6

Création de valeur et management de l'entreprise

Introduction : historique, enjeux et définition de la valeur

La « création de valeur » : une notion imprécise

- La notion de « création de valeur » pose de nombreuses questions :
 - Qu’est-ce que la valeur en tant que telle ?
 - Qu’est-ce que la « création de valeur » ?
 - La création de valeur pour qui ?
 - Mesurer la création de valeur : comment et pourquoi ?
- Il existe de multiples approches et modèles de création de la valeur

8

Les multiples aspects de la création de valeur

La valeur peut être totalement subjective : l'essentiel est que le partenaire ait un intérêt à contracter...

Création de valeur pour les fournisseurs	Création de valeur pour les clients		Création de valeur pour les employés
	Valeur de marché		
Création de valeur sociétale		Valeur comptable de la firme	Création de valeur pour les partenaires
	Création de valeur pour les actionnaires		

Source : d'après Hoarau C. (2001), p. 9

9

Introduction : historique, enjeux et définition de la valeur

Les différentes approches de la valeur :
une notion complexe et contingente

La notion de valeur

- La valeur pour qui ? Pour quoi ?
- Les différentes approches de la valeur
 - La valeur vénale ou de marché
 - La valeur comptable (historique)
 - La valeur d'utilité
 - La valeur calculée (le coût comme mesure de la valeur)
 - La valeur de liquidation
 - La valeur à la casse

La valeur est une notion subjective liée aux besoins (l'Utilité), aux croyances et au contexte

La valeur est-elle un prix ?

« La valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur. Il n'y a pas coïncidence entre la valeur et le prix, sauf dans le cas d'un marché de concurrence à peu près parfaite. À partir d'une estimation de la valeur, même la meilleure que l'on puisse imaginer, il est à peu près sûr que de la libre négociation résulte ensuite un prix qui sera différent. Cela est normal et ne signifie en aucune façon que l'estimation a été erronée ». (Barnay et Calba, 1968, Combien vaut votre entreprise ?)

La valeur est-elle identique en tous lieux ?

- Quelle est la valeur d’une bouteille d’eau minérale ?
- Quelle serait la valeur d’une bouteille d’eau minérale si vous étiez perdu(e) dans le désert ?

La valeur d’un objet ou d’un service est également dépendante de sa localisation géographique et de son activité. Une boulangerie aura une valeur plus élevée si elle est située dans une région dépourvue de boulangeries...

La valeur est-elle identique tout le temps ?

- Quelle était la valeur moyenne d’un appartement à Paris en 1950 ?
- Quelle était la valeur moyenne de ce même appartement en 1970 ?
- Quelle est sa valeur aujourd’hui ?

Pour une entreprise, le problème du lien valeur-temps tient notamment au principe comptable d’enregistrement au coût historique, qui ne permet pas de juger, sur la base du bilan, de la valeur actuelle des biens qu’elle possède.

La valeur est-elle identique pour tous ?

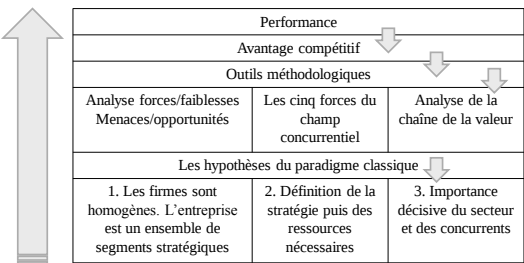
- Quelle est la valeur du maillot que portait le capitaine de l’équipe de foot du Paris-Saint-Germain lors du dernier match pour un supporter du PSG ?
- Quelle est la valeur du même maillot (PSG) pour un supporter de l’Olympique de Marseille ?

Plusieurs études ont montré que la valeur attribuée à une entreprise diffèrait sensiblement selon l’acquéreur potentiel : un industriel valorise en moyenne 2,3 fois plus une entreprise qu’un investisseur financier

La valeur et l'entreprise

- Dans la réalité, différentes notions de valeurs seront mises en œuvre
 - Un bilan est une somme de valeurs estimées selon des critères différents
 - Une PME ne peut être estimée sur la même base qu'une entreprise cotée (absence de marché)
 - Une entreprise cotée peut être estimée à travers des critères spécifiques (PER, méthodes d'évaluation des actions...)

Les sources externes de création de valeur : la valeur concurrentielle



Source : d'après Houtan C. (2001), p. 9

17

Conséquences sur la stratégie

- Deux axes de choix stratégiques : différenciation et domination par les coûts
- Outils de l'analyse stratégique orientés plutôt pilotage court terme (ROI, ROE...)
- Politique de réduction de coûts qui peut être dommageable à terme (licenciements, réduction de la R&D, de l'effort publicitaire d'image, etc...)
- Pression sur les fournisseurs peut être dommageable à terme

18

Comment faire gagner 15% de croissance par an aux actionnaires à CT ?

- Augmentation par la pression à la productivité ; restructurations ; *costs killing*
- Pression sur les fournisseurs
- Investissements technologiques
- Licenciements massifs
- Acquisition d'entreprises à fort potentiel (politique de fusions/acquisitions)
- Et finalement... manipuler les comptes ?

19

Une vision orientée marché/client

- Ce modèle suggère que la performance est liée au secteur d'activité
- La profitabilité dépend du champ concurrentiel (cf. matrice du BCG)
- Dans la chaîne de valeur (Porter), la valeur se situe au niveau des avantages perçus par le client
- Cette vision est conforme à celle proposée par la théorie économique
- Elle propose une approche de la valeur orientée client et débouche sur la problématique d'une définition de la valeur dans ce contexte

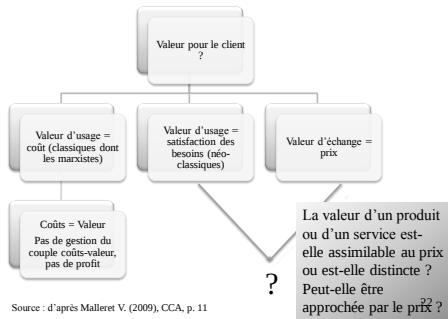
20

Valeur d'usage et valeur d'échange

- La valeur d'échange est le « taux auquel une marchandise s'échange contre une autre marchandise. Synonyme de prix relatif »
- La valeur d'usage est « l'utilité d'un bien évalué soit de manière objective et générale (le pain fournit un certain nombre de calories), soit de manière subjective et donc variable d'un individu à l'autre »
- La valeur d'usage est relative au besoin, la valeur d'échange relative à un autre bien
- Pour les classiques, valeur d'usage = somme des coûts
- Pour les néo-classiques, valeur d'usage = utilité

21

Valeur d'usage ou valeur d'échange ?



Le modèle néo-classique de la valeur

- Rationalité des acteurs (*l'homo economicus...*)
 - Maximisation des profits
 - Perfection des marchés
 - Existence d'un prix optimum à l'équilibre
 - Neutralité de la monnaie...
- => prix = valeur

23

Les hypothèses de la concurrence pure et parfaite

- Transparence du marché en matière d'information
- Atomicité des acteurs (vendeurs et acheteurs)
- Homogénéité des produits (!)
- Mobilité des facteurs capital et travail
- Libre accès au marché

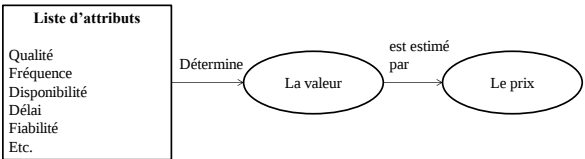
24

Les avantages du modèle financier de la valeur

- En termes de mesurabilité :
 - « Objectivité du prix »
 - La valeur est mesurable grâce aux cash-flows générés
- En termes de management, l'action du chef d'entreprise est guidée par un objectif ultime : la maximisation du profit qui conditionne l'efficacité des facteurs et la bonne rémunération de toutes les parties prenantes (Jensen, 2001)
- En termes de légitimité : 250 ans de sciences économiques dédiées à justifier et louer la « Main invisible » du marché

25

Le prix, indicateur de la valeur



Source : d'après Malleret V. (2009), CCA, p. 12

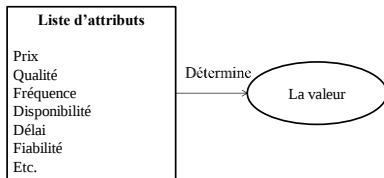
26

Le prix est-il la valeur ?

- Le prix que le client est prêt à payer n'est pas forcément égal au prix du marché, ni à celui qu'il va payer finalement
- Il est extrêmement difficile de déterminer quel prix aurait payé le client dans l'absolu, même si l'on garde trace des CA
- La mesure est-elle fiable sur la base de ce prix que le client est « prêt à payer » ?

27

Le prix, attribut de la valeur



Source : d'après Malleret V. (2009), CCA, p. 13

28

La valeur : une construction sociale ?

- « La valeur, considérée du point de vue des organisations, est une réalité à la fois donnée et construite et pour le moins autant construite par les acteurs, et notamment par les organisations, que par les marchés » (Bréchet et Desreumaux, 2001, p. 209)
- La valeur attribuée à un bien ou à un service par un client serait liée à l'environnement socio-économique de ce dernier et à son propre « système de valeurs »

29

Les sources internes de création de la valeur et l'approche par les ressources

Rentes dans le temps	
Avantage compétitif durable	
Caractéristiques des ressources stratégiques : elles ont de la valeur ; elles sont rares et inimitables ; elles ne sont pas substituables	
RESSOURCES	
Tangibles, Corporelles, Financières	Intangibles, Compétences, Savoir-faire technologique, Image de marque
Hypothèses de la théorie des ressources	
1. Firme = potentiel de ressources hétérogènes et non transférables. L'entreprise est un portefeuille de compétences organisationnelles fondamentales et non pas un ensemble de segments stratégiques	2. Les firmes sont hétérogènes à l'intérieur du même secteur

Source : Hoarau C. (2001), p. 9

30

Création et répartition de la valeur

- L'ensemble de ces partenaires est susceptible de bénéficier de la création de la valeur dans la firme
- Tous participent également à la création de valeur et contribuent à augmenter la valeur de la firme (mesurée de manière comptable ou financière)

31

De la valeur à la création de valeur...

- La notion de valeur est en soi difficile à appréhender
- Elle est aussi difficile à mesurer...
- Le prix constitue un indicateur de la valeur simple (pour ne pas dire rudimentaire) et s'insère dans un modèle économique de la valeur aujourd'hui dominé par le modèle néo-classique
- Ce modèle est contestable

32

La domination de la valeur financière et son impact sur le management

- Les assises apparemment solides sur le plan conceptuel de l'approche financière de la valeur ont permis le développement de nombreux modèles de management par la valeur (financière...)
- Les difficultés de cerner la « vraie » valeur débouchent sur des modèles multiformes, plus difficiles à cerner et à mettre en œuvre
- La question centrale liée à la valeur et sa création en est sa mesure

33

Introduction : historique, enjeux et définition de la valeur

La création de valeur et sa mesure

La création de valeur et sa mesure

L’approche par les coûts : portée et limites

La notion de coût

	Toulon	Marseille
Prix du trajet		
Autoroute	16 €	20 €
Essence	$[(140 \times 10) / 100] \times 1 \text{ €} = 14 \text{ €}$	$[(180 \times 10) / 100] \times 1 \text{ €} = 18 \text{ €}$
Coût total de l'achat		
Valeur de l'achat	600 €	600 €
Économie sur l'achat	0	$600 \times 0,03 = 18 \text{ €}$
Coût du transport	$16 + 14 = 30 \text{ €}$	$20 + 18 = 38 \text{ €}$
Coût d'achat	$16 + 14 + 600 = 630 \text{ €}$	$20 + 18 + 600 - 18 = 620 \text{ €}$

Le coût : un instrument de mesure très imparfait

- Les coûts sont le résultat d'un calcul fondé sur des hypothèses : les résultats des calculs sont donc variables et sont par là-même, faux dans leur essence
- Les coûts ne sont qu'un instrument de mesure
- Les coûts peuvent constituer une base pour l'évaluation d'un bien, mais ne représentent pas la valeur, sauf dans des cas très spécifiques

Coût et valeur : quel lien ?

- Le coût n'est pas la valeur : l'exemple du prêt-à-porter
- La création de valeur dans une économie de l'offre
- La création de la valeur dans une économie de pénurie
- Le problème du coût d'opportunité : la valeur d'utilisation
- Les IFRS contribuent-ils à rapprocher le coût de la valeur ? (problème de la valeur de marché et de la valeur « intrinsèque » ou « substantielle »)

La création de valeur et sa mesure

L'approche comptable : portée et limites

L'approche comptable de la « création de valeur »

- La notion de « valeur ajoutée »
- Un héritage des plans comptables d'après-guerre (1947-1957-1982)
- Déterminé par un modèle économique de développement fondé sur la planification
- Structuré autour d'une économie de la demande (années 60-70)

40

Fondements de la mesure comptable de la « création de valeur »

- A l'origine, instrument de mesure macro-économique (en vue de la planification. cf. EBE, PIB)
- Sur le plan micro-économique, le coût des facteurs est censé refléter leur apport en termes de valeur
- Le prix étant majoritairement déterminé sur la base du coût (à l'époque), le coût pouvait constituer une part importante de la « valeur »

41

La mesure comptable de la « création de valeur »

- Les soldes intermédiaires de gestion : « ce qui s'ajoute aux consommations extérieures à l'entreprise »
- L'approche additive du PCG : « somme des dépenses internes à l'entreprise, c'est-à-dire celles supposées ajouter de la valeur au produit » (comptes 63, 64, 65, 68)
- L'une et l'autre approche ne sont que les deux faces du même calcul

42

Portée et limites de la mesure comptable
de la « création de valeur »

- Lien contestable entre charges salariales et/ou des amortissements (par exemple), « ajout de valeur » et « création de valeur » en raison :
 - de possibles problèmes de productivité
 - la somme des coûts n’est pas nécessairement égale à la valeur minimum (problème du prix et de la valeur perçue)
 - il n’existe pas nécessairement de rapport de proportionnalité entre coût et valeur créée

43

Les obstacles au rapprochement des
valeurs comptable et financière

- Un ensemble hétérogène de biens
- Schizophrénie en matière de définition et d’application du concept d’investissement :
 - Un concept clair (actif = investissement)
 - Des normes de comptabilisation contradictoires
 - Non valeurs et vraies valeurs : l’investissement immatériel
- Le problème du coût du capital
- Le problème des impôts et taxes

44

La création de valeur et sa
mesure

L’approche financière : un modèle
dominant mais incomplet

L'approche financière de la valeur dans l'entreprise

- Tout actif est assimilable à un actif financier
- La mesure de la valeur est déterminée par la valeur actuelle des flux attendus de cet actif en tenant compte du risque
- Transférabilité immédiate des actifs
- Richesse créée résulte de la différence entre actifs et passifs évalués à *leur valeur de marché* (cf. Modigliani-Miller 58 ; chap. 2, 1^{ère} partie du cours)
- Logique financière => portefeuille de produits = portefeuille d'actifs financiers

46

Les fondements conceptuels de gestion de la valeur (financière)

- Modèles issus de la théorie néo-classique
- Recherche de la maximisation de la valeur pour les actionnaires
- Richesse créée est mesurée par la rentabilité espérée quand elle est supérieure au coût des capitaux employés
- Valeur de l'entreprise = VAN disponible pour les actionnaires
- Théoriquement, sur un marché efficient, valeur de l'entreprise = capitalisation boursière

47

Un modèle de type *shareholder*

- Rationalité économique et recherche de maximisation de la valeur pour l'actionnaire
- Individus rationnels, maximisateurs et opportunistes
- Modèle repose sur la relation d'agence actionnaire-manager
- Minimiser les coûts d'agence grâce à la réduction d'asymétrie d'information et l'instauration de contrôle (Jensen et Meckling)
- Il s'agit d'une vision *shareholder*

48

Lien stratégie-valeur

- Avantage concurrentiel et valeur pour l'actionnaire sont interdépendants : l'avantage concurrentiel, matérialisé par la productivité du capital et du travail est à l'origine de la création de valeur
- La logique des cash-flows actualisée est complémentaire et permet de construire des modèles financiers d'évaluation stratégique
- Les outils de pilotage sont déclinés sur l'objectif ultime de création de valeur pour les actionnaires

49

Les facteurs de création de la valeur

Objectifs de l'entreprise	REVENU DES ACTIONNAIRES Dividendes et/ou plus-values			
	Créer de la valeur pour les actionnaires, le personnel, les clients			
Composants de la valeur		Cash-flow opérationnel	Taux d'actualisation	Dette
Facteurs de création de la valeur	Croissance des ventes et des marges	Période de croissance de la valeur	Investissements BFR et immobilisations	Coût du capital
Décisions managériales	Décisions opérationnelles		Décisions d'investissement	Décisions de financement
Développement d'une stratégie				

Source : Hoarau C. (2001), p. 9

50

Les outils de mesure de la création de la valeur financière

- Les cash-flows attendus actualisés déterminent la valeur
- L'ensemble des outils sont des déclinaisons de ce modèle : TSR, McKinsey, CFROI, VAN, EVA/MVA, LEK Consulting... (cf. Chapitre 3, 1ère partie ; Chapitres 1 et 2, 2ème partie)
- Le concept central est le coût du capital (cf. Chapitres 1 et 2, 1ère partie)

51

Maximisation de la valeur et
intérêt des parties prenantes

- D’après Jensen (2001), l’objectif de maximisation de la valeur permet de satisfaire toutes les parties prenantes :
 - Clients par le prix et la qualité pour les fidéliser
 - Fournisseurs pour la qualité de leurs produits et leurs tarifs
 - Salariés pour conserver les meilleurs,
 - Etc.
- Cette vision est fortement contestée, notamment par les tenants de la valeur partenariale et la finance comportementale

52
