

LE CAPITAL FINANCIER – COMPOSANTE ORIGINNAIRE ET CONDITION ESSENTIELLE DANS LE FONDEMENT DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

Herciu Mihaela

„Lucian Blaga” Université de Sibiu, Faculté des Sciences Economiques
mihaela.herciu@ulbsibiu.ro

Ogrean Claudia

„Lucian Blaga” Université de Sibiu, Faculté des Sciences Economiques
claudia.ogrean@ulbsibiu.ro

Belascu Lucian

„Lucian Blaga” Université de Sibiu, Faculté des Sciences Economiques
lucian.belascu@ulbsibiu.ro

The company's alternative between the partial or total reinvestment of the net profit of the shareholders and the partial or total breakdown of the profit as dividends has or should have as main goal the maximizing of the company's value. The companies are creating values as long as they pay for the capital, no matter how high this is, to an increase rate of a higher value than its cost. There will always be companies that will have a higher increase rate than the average of the economy (industry).

The present paper analyzes some of the indicators that are able to reflect best the value of the company starting from the added value as the most elementary of all indicators up to the Total Shareholder Return (TSR) as the most complex among the indicators.

Mots clé: capital financier, valeur de l'entreprise, valeur de marché ajoutée, rentabilité totale des actionnaires

Code Jel: G0, G3, M0

La modalité où l'entreprise assure ses capitaux financiers, dans le volume et la structure nécessaires, dans un temps et un coût réduits, amène cette question, par la force des choses, dans le centre de l'activité de management, en imposant une autre place et un autre rôle au management financier.

Fama et Miller définissent le capital financier comme étant la capacité des ressources financières de générer, acquérir et maintenir le capital réel, celui qui offre à l'entreprise un rôle productif dans l'économie¹⁶³.

En ce qui concerne la valeur de l'entreprise, ce n'est pas autant le volume, que c'est la structure des capitaux financiers qui a une influence très grande. Conformément au modèle hyper bien connu énoncé par Modigliani et Miller, la valeur de l'entreprise est donnée par l'addition entre le profit net de l'entreprise et la dépense avec le taux d'intérêt divisés par le coût moyen pondéré du capital.

L'alternative de l'entreprise entre re-investissement partiel ou total du profit net des actionnaires et la division intégrale ou partielle de celui-ci sous la forme des dividendes aura comme but, ou devrait avoir comme but, la maximisation de la valeur de l'entreprise.

D'une part, les actionnaires seront contents et l'entreprise sera privée d'une partie de son financement interne, et, de l'autre côté, les capacités d'autofinancement de l'entreprise augmenteront au détriment des propriétaires. Même si les deux situations sont désirables, dans la plupart des cas elles sont en contradiction.

La théorie financière explique le choix de la structure financière par le biais des coûts d'agent, de l'asymétrie des informations, des distorsions fiscales, des stratégies de croissance externe. La

163 Culp Christopher L., 2002, The ART of risk management: alternative risk transfer, capital structure, & the convergence of insurance & capital markets.

théorie d'agent analyse d'un côté les conflits d'intérêts entre les managers non-proprétaires et actionnaires, et de l'autre côté ceux entre actionnaires et créiteurs, générateurs de coûts d'agent, qui auront des implications sur la valeur de l'entreprise, ainsi que sur le coût moyen pondéré du capital¹⁶⁴.

Dans ce contexte, dans la littérature de spécialité il y a des débats importants concernant l'importance des actionnaires de l'entreprise par rapport aux autres partenaires – créiteurs ou salariés. On peut ainsi identifier deux approches¹⁶⁵: la première approche considère que les actionnaires sont les propriétaires de l'affaire, et le management est choisi par ceux-ci pour représenter leurs intérêts en vue de la maximisation de la valeur des actionnaires, alors que la deuxième approche fait référence au fait que le management est mandaté par les actionnaires à assurer la continuité à long terme de l'affaire.

Au fil du temps, les indicateurs utilisés pour la quantification de la valeur que les entreprises créent ont pris de multiples formes, en exprimant toute une série de variables, plus complètes pour chaque catégorie, à mesure qu'on avait enregistré une évolution de ceux-ci.

Un premier indicateur, peut être considéré comme étant la *valeur ajoutée* de l'entreprise.

La valeur ajoutée est l'un des indicateurs les plus significatifs de l'activité de l'entreprise et dimensionne son apport dans le processus de production et distribution des biens, et, par addition, contribue à la formation du produit intérieur brut – avec quelques ajustements au niveau de l'économie nationale.

Dans la littérature de spécialité, la valeur ajoutée peut être calculée par deux méthodes¹⁶⁶:

- la méthode soustractive
- la méthode additive

Conformément à la *méthode soustractive*, la valeur ajoutée se détermine comme la différence entre la production de l'exercice (Qe) et les consommations intermédiaires (C):

$$Va = Q_e - C$$

La **méthode additive de détermination de la valeur ajoutée** comporte l'addition de tous ses éléments composants: des salaires et charges sociaux, des impôts et taxes, des intérêts, des amortissements, des dividendes, le résultat net. Dans ce contexte, la valeur ajoutée comporte la rémunération: du travail (par les dépenses salariales), du capital propre (par dividendes), du capital technique (par amortissements), du capital emprunté (par intérêts), de l'Etat (par impôts et taxes).

La valeur économique ajoutée (Economic Value Added – EVA) mesure le succès des managers dans la direction de la maximisation du bien-être des actionnaires¹⁶⁷.

EVA = Profit net opérationnel (net operating profit after taxes) – (capital x coût du capital)

*Valeur de marché ajoutée (Market Value Added - MVA)*¹⁶⁸

MVA = VB – CT

VB – valeur de marché (boursière) de l'entreprise

CT – capital investi formé de la valeur présente du capital initial investi par les actionnaires et la valeur présente des profits re-investis

*La valeur créée = VP – (Ki + Prr)*¹⁶⁹

164 Dragotă, V., Ciobanu, A., Obreja, L., Dragotă, M., Management financiar, Vol. II, Ed. Economică, Bucurest, 2003.

165 A voir Ross, S., Westerfiel, R., Jaffe, J., Jordon, B., Modern Financial Management, McGraw-Hill Irwin, 2008.

166 Niculescu, M., Diagnostic global stratégique, Ed. Economică, Bucurest, 1997, pp. 270-271.

167 Moyer, Ch., McGuigan, J., Rao, R., Fundamentals of Contemporary Financial Management, Ed. Thomson, Canada, 2007, pp. 7.

168 [Desiraju Venkata Ramana](http://ssrn.com/abstract=871404), Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences in [8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper](http://ssrn.com/abstract=871404), 2008, <http://ssrn.com/abstract=871404>.

où,

VP – la valeur de marché de la compagnie au moment de l'analyse

Ki – la valeur actuelle des capitaux investis par les actionnaires

Prr – la valeur actuelle des profits re-investis

La rentabilité totale des actionnaires (Total Shareholder Return – TSR)

L'indicateur TSR se détermine comme le rapport entre la modification de la valeur boursière de l'action ($\Delta VB = VB1 - VB0$) plus les dividendes reçus (DIV), d'un côté, et la valeur boursière de l'action au début de la période (VBI), de l'autre.

$$RTA = [(\Delta VB) + DIV] / VBI \times 100$$

La plus complète (et en même temps la plus agréée) mesure de la création de valeur est la RTA. La RTA mesure la modification du prix de l'action plus le bénéfice apporté par le dividende sur une certaine période de temps. Il est très important de mentionner trois aspects¹⁷⁰:

- **Les changements dans la valeur fondamentale.** La valeur fondamentale représente la valeur escomptée des flux d'encaisse prochains, basés sur les profits, la productivité des actifs, la croissance et le coût du capital. Les améliorations dans la valeur fondamentale sont la base de la création de valeur. C'est l'aspect sur lequel s'appuie la plupart des équipes managériales. Les études d'il y a plus de deux décennies concernant les finances des corporations ont montré que la valeur fondamentale apporte les plus grands résultats à long terme, en représentant 60% de la RTA. Et de tous les facteurs qui contribuent à la valeur fondamentale, le plus important est de loin la croissance des revenus.

- **Les changements dans l'évaluation à court terme suite aux attentes des investisseurs.** La modalité où le marché boursier évalue les performances fondamentales d'une compagnie peut faire augmenter – ou décroître – la RTA d'une compagnie à court terme. Les attentes des investisseurs peuvent être mesurées par la différence entre le prix actuel de l'action et le prix résulté suite à l'analyse des éléments fondamentaux. Ce résultat peut être analysé et par la comparaison du résultat avec celui des concurrents de la même industrie. Les améliorations en valeur fondamentale sont la principale source de croissance de la RTA à long terme. Mais à court terme, les changements dans la manière où le marché évalue une compagnie à un moment donné peuvent augmenter ou baisser la RTA. Ces modifications sont d'habitude exprimées par le multiplicateur d'évaluation de la compagnie, par un indicateur – le taux prix par gain ou par l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE). Les études montrent que pour les compagnies de top les améliorations dans le multiplicateur d'évaluation ont la plus grande importance pour la RTA à court terme. Boston Consulting Group a développé de nouveaux indicateurs pour mesurer l'impact des attentes des investisseurs sur le prix de marché des actions d'une compagnie. En 2001, l'entreprise de consultance a introduit le prix de l'attente (expectation premium), une technique qui mesure la différence entre le prix de marché et le prix résulté de l'analyse de cash-flow des éléments fondamentaux. En même temps, ces derniers temps il a issu et la technique nommée l'analyse multiple comparée pour identifier les éléments fondamentaux qui sont spécifiques à une industrie.

- **Les changements dans la distribution des flux d'encaisse vers les investisseurs.** Une compagnie peut améliorer sa RTA et par la distribution d'argent/numéraire vers les investisseurs. Par exemple, les dividendes contribuent directement à la RTA. Mais les dividendes, tout comme le rachat d'actions et le paiement des dettes, peuvent contribuer indirectement à la croissance de la valeur de la compagnie. L'amélioration de la valeur fondamentale de la compagnie génère du

169 Vâlceanu, G., Robu, V., Georgescu, N., *Analyse economice-financiere*, Ed. Economică, Bucarest, 2005.

170 The Boston Consulting Group, *Balancing Act, Implementing an Integrated Strategy for Value Creation*, 2005 Value Creators Report.

numéraire. Les compagnies se trouvent devant la décision de re-investir (par des investissements internes ou acquisitions) ou de distribuer l'argent (par le paiement des dettes, le rachat des actions ou par des dividendes). Telles distributions contribuent directement ou indirectement à la RTA.

Ces trois aspects – la valeur fondamentale, les attentes des investisseurs et les flux de numéraire – sont des parties intégrantes du *système dynamique de création de la valeur*. Le défi le plus important de la création de valeur est la compréhension des liaisons entre ces trois composantes et la gestion des échanges entre celles-ci pour assurer que les actions du management sont synergiques et non pas contradictoires.

Le marché comprend les attentes des investisseurs concernant la performance prochaine dans le prix des actions, tout en poussant les compagnies à trouver des méthodes nouvelles pour dépasser les attentes des investisseurs. Malgré la simplicité et l'attractivité de se concentrer sur un seul indicateur, que ce soit le gain par action (CPA) ou le profit, il n'y a pas de panacée qui pourrait garantir les performances tous les ans.

Par contre, la création de valeur est un défi complexe et multidimensionnel. Tout d'abord, les managers de top doivent développer un plan détaillé pour améliorer la valeur fondamentale dans une manière qui assure l'avantage compétitif à long terme. En deuxième lieu, ils doivent comprendre la modalité où les investisseurs vont évaluer les performances de la compagnie à court terme. Troisièmement, ils doivent définir des priorités claires pour ce qui est la manière où l'argent généré par la compagnie sera utilisé – quelle partie soit tenue en liquidités, combien soit re-investi et quel pourcentage soit retourné aux investisseurs et aux crédateurs. Le plus important est le fait qu'il faut faire toutes ces choses dans une manière coordonnée, en anticipant la modalité où des changements dans une direction peuvent affecter d'autres directions et gérer des échanges complexes, souvent controversés entre les trois dimensions clés du système intégré de création de la valeur.

La plupart des compagnies surveillent les performances de création de la valeur dans le temps. Très peu créent une base assez complète pour aider à la valorisation entière des facteurs dynamiques qui déterminent la création de valeur dans leur compagnie ou industrie. La création de cette base n'est pas seulement un exercice de collection de données.

Que détaillée et orientée soit vers le management, une *stratégie intégrée de création de la valeur* n'est pas complète jusqu'au moment où elle est transposée dans les processus managériaux de la compagnie, dans des modèles et indicateurs. Et pourtant, beaucoup de compagnies ne mettent pas en place cette étape finale. Le remaniement de tous les processus, y compris la planification stratégique, la réalisation des budgets, l'allocation du capital et le niveau des stimulants pour les performances managériales qui se sont développés durant les années, peut même tomber à l'eau, peut être décourageante. Mais si une compagnie ne s'adresse pas à ce défi, elle se soumet au risque de ne pas être capable à aligner la culture organisationnelle à la *stratégie de création de la valeur*.

Bibliographie:

1. Culp Christopher L., 2002, The ART of risk management: alternative risk transfer, capital structure, & the convergence of insurance & capital markets.
2. Desiraju Venkata Ramana, Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences in 8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper, 2008, <http://ssrn.com/abstract=871404>.
3. Dragotă, V., Ciobanu, A., Obreja, L., Dragotă, M., Management financiar, Vol. II, Ed. Economică, Bucarest, 2003.
4. Moyer, Ch., McGuigan, J., Rao, R., Fundamentals of Contemporary Financial Management, Ed. Thomson, Canada, 2007.
5. Niculescu, M., Diagnostic global stratégique, Ed. Economică, Bucarest, 1997.

6. Ross, S., Westerfiel, R., Jaffe, J., Jordon, B., Modern Financial Management, McGraw-Hill Irwin, 2008.
7. The Boston Consulting Group, Balancing Act, Implementing an Integrated Strategy for Value Creation, 2005 Value Creators Report.
8. Vâlceanu, G., Robu, V., Georgescu, N., Analyse economique-financière, Ed. Economică, Bucurest, 2005.