

## La valeur et le temps

La notion de valeur sous-entend en fait deux types de question en finance :

- comment est-elle créée par les firmes pour le bénéfice de leurs propriétaires ?
- comment est-elle distribuée à ces mêmes propriétaires ?

Pour compléter ce questionnement, on peut également ajouter :

- qu'est-ce qui donne de la valeur à une entité ?
- qu'est-ce qui augmente cette valeur ?

La notion de valeur utilisée en finance est assez différente de celle, plus large, de richesse

Bien que le management financier ait peu d'impact sur la première composante de la richesse, cela montre comment les firmes, en augmentant leur propre valeur, peuvent augmenter en partie la « richesse » des individus.

La valeur/richeesse se présente sous des formes très différentes, d'un éventail assez large allant de la trésorerie aux actifs physiques. Mais ces derniers ne sont valorisables financièrement que s'ils peuvent être transformés en liquidités ou s'ils peuvent générer la production de biens et de services qui pourront être vendus dans le futur. Ceci amène une observation importante : la valeur d'une activité et/ou la richesse personnelle ont deux composantes :

- les actifs et liquidités détenus **aujourd'hui** ;
- les flux **futurs** de liquidité attendus.

De la même façon, la valeur d'une société est basée sur les actifs détenus aujourd'hui ainsi que sur les flux de trésorerie futurs attendus.

## Les différents acteurs de la création de valeur

<p><b>Les actionnaires</b></p>	<p>Ce sont les propriétaires légaux de la firme. Ils deviennent actionnaires en investissant de l'argent via l'acquisition d'actions.  <i>Un investissement est la renonciation à une consommation présente dans l'attente (non garantie) d'un revenu futur.</i>            Les actionnaires vont recevoir ce revenu sous forme de paiement de dividendes et sous la forme de gains en capital grâce à l'augmentation du cours de l'action.</p>
<p><b>Les dirigeants</b></p>	<p>Ils gèrent la firme pour le compte des propriétaires, les actionnaires, mais ont également leurs propres intérêts. Ceux-ci peuvent prendre la forme de rémunérations financières, d'opportunités de carrière ou d'éléments de pouvoir et de standing dans l'organisation.            À noter qu'ils peuvent aussi être actionnaires. Leur situation est alors particulière.</p>
<p><b>Les employés</b></p>	<p>Ils sont directement intéressés dans la firme par le biais de leurs emplois, carrières et rémunérations. Ils souhaitent améliorer leur situation sur ces trois points et, pour cela, peuvent s'organiser pour être représentés lorsque ces questions sont discutées au sein de l'entité.</p>
<p><b>Les prêteurs</b></p>	<p>Les établissements financiers et les créanciers obligataires prêtent des fonds à l'organisation dans l'objectif d'obtenir des paiements d'intérêts. Ils vont exiger de l'organisation qu'elle conserve un certain montant de liquidité comme garantie de sa solvabilité.            Ils vont également souhaiter intensifier leur relation avec les entreprises en proposant d'autres services tels les conseils financiers.</p>
<p><b>Les fournisseurs</b></p>	<p>Sur le court terme, ils souhaitent être assurés qu'ils seront payés pour la livraison des biens fournis. Sur le long terme, ils aimeraient compter sur un volume de commandes constant.</p>
<p><b>Les clients</b></p>	<p>La plupart du temps, ils recherchent la meilleure qualité au prix le plus faible (<i>value in the money</i>).            Lors d'achats de biens durables, les clients souhaitent également obtenir un suivi du produit pour faire face à une éventuelle réparation ou obtenir un service complémentaire.</p>
<p><b>L'État et l'environnement local</b></p>	<p>Que ce soit au niveau individuel ou au niveau général, l'État s'intéresse aux affaires commerciales et financières. Le niveau des ressources financières perçues des firmes va influencer la politique économique.            À un niveau moindre, l'État voudra s'assurer du paiement des impôts et taxes qui lui sont dus.            De la même façon, les entreprises vont impacter la vie de la collectivité locale de manière positive via l'emploi local et les revenus prélevés mais également de manière plus négative par les nuisances et pollution sous leurs diverses formes. Les collectivités locales vont chercher à se protéger contre ces effets négatifs et prendre soin de leur environnement. Les firmes sont donc amenées à entretenir de bonnes relations publiques et encourager les projets locaux.</p>

## Les apports de la théorie financière pour le management financier

L'asymétrie d'information et la théorie de l'agence jouent un rôle central en finance d'entreprise. Elles ont leur racine dans la littérature économique de l'information. Des théories complémentaires et néanmoins importantes permettent à l'ensemble d'expliquer le comportement des principaux acteurs en théorie financière.

### L'asymétrie d'information et la théorie du signal

#### ■ *L'asymétrie d'information*

Elle existe quand un groupe de participants a une meilleure information (ou plus précocement) que les autres groupes.

#### **ILLUSTRATION TYPIQUE DE L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION**

Les dirigeants ont une connaissance supérieure des perspectives de la firme par rapport aux investisseurs (*i.e.* les actionnaires).

### ■ **La signalisation**

Un signal est une action visible prise par le groupe plus informé qui fournit une information crédible aux moins informés.

La signalisation (dans un contexte d'asymétrie d'information) induit des implications en termes de comportement (empiriquement testables) aux décisions concernant :

- la structure du capital ;
- la politique de dividendes ;
- les nouveaux investissements ;
- les divisions d'actions (ou *splits*), etc.

### ■ *Illustration de la signalisation*

On considère un monde dans lequel il y aurait deux types de firmes :

- des firmes de *bonne qualité* financière ;
- des firmes de *qualité financière faible*.

→ Les managers des firmes de bonne qualité souhaitent signaler leur supériorité au marché.

Ces signaux peuvent être le niveau d'investissement dans la firme, le montant des dettes contractées, le montant des dividendes déclarés, le type de financement utilisé pour financer un investissement et la décision de démembrer les actions. En revanche, ils comportent des **coûts** associés exogènes (coûteux) et endogènes (peu coûteux).

Quelle que soit la forme de signalisation retenue, les firmes de *bonne qualité* se démarqueront des firmes de *mauvaise qualité* aussi longtemps que ces dernières ne pourront imiter leurs actions et donc émettre de **faux signaux** :

## **b) La théorie de l'agence**

La théorie de l'agence tire principalement ses principes du fait que les décisions sont prises à l'*intérieur* de la firme par les managers (les agents) pour le compte des investisseurs (les principaux) qui sont à l'*extérieur* de la firme.

La théorie de l'agence évalue l'impact du conflit d'intérêts entre principaux et agents qui provient essentiellement :

- de l'inclinaison des agents à « tirer au flanc » ;
- du détournement des ressources par les agents pour leur propre intérêt ;
- de la différence de perspectives d'horizon entre agents (court terme) et principaux (long terme) ;
- de la différence du degré d'aversion au risque entre principal et agent.

La théorie de l'agence fournit une explication à un certain nombre de décisions, aussi bien dans le cadre des sciences économiques que dans plusieurs domaines de la finance :

- la théorie économique de l'agence s'est principalement focalisée sur la structure des contrats d'indemnisation managériaux qui atténuent les problèmes d'agence ;
- la théorie financière de l'agence analyse l'impact des conflits entre les dirigeants et les propriétaires et le conflit entre les propriétaires sur les questions relatives :
  - aux niveaux optimums d'investissement et de risque supportés par la société ;
  - à la structure optimale du capital.

## L'IMPACT DU TEMP SUR LA CRÉATION DE VALEUR FINANCIÈRE

Le simple fait naturel de préférer détenir 100 € aujourd'hui plutôt que 100 € plus tard revient à reconnaître que la valeur possède une composante temps.

Bien évidemment, si cette « privation temporaire » est compensée par la perception d'intérêts, alors cet intérêt exprime le coût de cette renonciation. Ce principe permet ainsi la comparaison entre flux de trésorerie à des instants donnés différents.

### La notion de valeur-temps (*time value*)

#### La consommation temps et taux d'intérêt

La consommation est répartie dans le temps en fonction du taux d'intérêt. L'existence d'un taux d'intérêt permet :

- la renonciation momentanée à la consommation ;
- l'épargne d'une partie des revenus.

L'ensemble de l'épargne, à un moment donné, est investi ce qui permet d'obtenir un rendement sous la forme d'une production de biens lesquels pourront être consommés à des dates ultérieures.

## Les facteurs économiques influençant les taux d'intérêt

Économiquement parlant, les taux d'intérêt reflètent donc deux influences sous-jacentes

### ■ *La productivité des biens économiques*

Fondamentalement, des moyens peuvent être mobilisés pour produire :

- des biens que l'on peut consommer immédiatement ;
- d'autres biens et services pour une consommation ou usage ultérieurs : l'objectif est d'obtenir plus de richesse dans le futur (sur le marché agricole par exemple, des grains de blé peuvent soit être consommés immédiatement, soit plantés pour obtenir des récoltes ultérieures qui fourniront des quantités encore bien plus importantes).

Grâce à la productivité, ces biens auront une valeur-temps. La productivité est donc une base pour la valeur temps de l'argent.

### ■ *La préférence dans le temps*

Il est plus intéressant d'avoir l'usage des biens maintenant que plus tard. De même, on ne peut pas mettre sur le même plan l'argent possédé actuellement et l'argent qui sera obtenu dans le futur de manière significative sans conversion en une valeur courante commune. Financièrement, la monnaie peut donc avoir une valeur actuelle (*i.e.* aujourd'hui) ou une valeur future.

## Le principe de l'actualisation (*discounting*) et de la capitalisation (*capitalization*)

Les calculs de la valeur actuelle ou de la valeur future à des taux appropriés, étant donné le niveau de risque du projet, indiqueront à l'investisseur si les **revenus futurs** seront suffisants pour **justifier l'investissement en cours**.

Pour évaluer les projets avec une distribution des flux de trésorerie dans le temps, il est nécessaire d'exprimer tous les flux en termes de valeur à un point donné du temps :

- exprimer la valeur de ces flux **aujourd'hui** est l'**actualisation** ;
- exprimer la valeur de ces flux à une **date future** est la **capitalisation**.

Il n'y a conceptuellement aucune différence entre les deux approches.

## La valeur actuelle nette (ou *Net Present Value, NPV*)

### La signification de la notion de valeur actuelle nette (VAN)

Une bonne décision financière est une décision qui crée de la valeur, c'est-à-dire qui « rapporte » plus qu'elle ne « coûte ». Les investisseurs sont évidemment attentifs aux perspectives de création de valeur des firmes et ce potentiel de création de richesse de l'activité est mesuré par la **valeur actuelle nette**. Les dirigeants qui agissent dans l'intérêt des actionnaires (en maximisant leur richesse) accepteront les projets qui ont une valeur actuelle positive, ou parmi ces derniers, ceux qui ont les VAN les plus élevées. Pour l'actionnaire, la VAN mesure donc l'avantage de l'adoption de projets par la firme.

La valeur de marché des titres répercute la valeur créée attendue. S'ils ne veulent pas attendre la fin du projet, les actionnaires pourront vendre leurs titres à un meilleur prix.

## Rappels des différentes formules mathématiques

Taux proportionnel $t$ pour un taux annuel $i$ et $n$ périodes	$t = i/n$
--	-----------

<i>Par exemple</i> : $t = 12 \% / 12 \text{ mois} = 1 \%$
---

Valeur acquise $V_n$ par un capital $V_0$ placé pendant $n$ périodes à un taux $i$	$V_n = V_0(1 + i)^n$
--	----------------------

Valeur actuelle $V_0$ (actualisation) d'une valeur future $V_n$ actualisée sur $n$ périodes à un taux $i$	$V_0 = V_n(1 + i)^{-n}$
---	-------------------------

## La notion de risque, sa gestion et sa mesure

### La notion de risque

Un des aspects possibles du risque<sup>(1)</sup> perçu se réfère à la probabilité pour les investisseurs de recevoir un **niveau de revenu différent de celui espéré** : ce revenu peut s'avérer supérieur comme il peut être finalement bien inférieur à celui espéré.

→ La notion de risque est donc à rapprocher de la notion de revenu espéré.

Dans le cadre décisionnel, la réussite est mesurée à l'aulne de l'importance de la valeur créée. Comme cette dernière induit la comparaison entre risque et rentabilité, on voit bien que la valeur sera la somme des revenus actualisés au taux reflétant :

- le risque de l'activité ;
- le risque financier (dans les firmes endettées).

Plus le risque est élevé, plus le taux d'actualisation des revenus sera élevé et plus la valeur sera faible.

Ainsi, en général, les gens préfèrent-ils investir dans les firmes dans lesquelles les revenus sont relativement stables et la valeur plus facilement évaluable.

Si une firme peut éliminer les sources de risque, ou du moins en gérer les impacts potentiels, les investisseurs peuvent se fixer sur un rendement plus faible et donc l'évaluer plus fortement. Beaucoup de sociétés voient le management du risque comme une activité capable d'ajouter de la valeur en réduisant les risques, ou du moins en en diminuant la perception.

On retrouve les deux angles d'analyse du risque :

- **la perspective des actionnaires** qui exigeront un taux de rémunération à la mesure de leur perception du risque ;
- **la perspective des prêteurs** qui moduleront les taux d'intérêt nominaux des fonds consentis d'une marge fonction du risque de défaillance perçu.

## La gestion du risque

### a) Le principe de cette gestion

La gestion du risque a pour objectif de préserver la valeur en protégeant les sources de création de valeur d'événements non maîtrisables. Elle a donc deux rôles :

- **la création** de valeur ;
- **la protection** de cette valeur.

---

La gestion du risque **ne vise pas à éviter le risque** puisque les profits proviennent principalement de la prise de risque.

## b) Les moyens de cette gestion

Elle nécessite généralement l'utilisation de **mécanismes de couverture**. On peut distinguer cinq étapes principales<sup>(1)</sup> :

- **identification** du risque : détermination des plus grandes expositions au risque pour l'élément considéré ;
  - **évaluation** du risque : quantification des coûts associés aux risques identifiés précédemment ;
  - **sélection des techniques** de gestion du risque : évitement, prévention, absorption ou transfert ;
- 
- **mise en œuvre de la technique** retenue ;
  - **contrôle** pour s'assurer de l'optimum des décisions prises.

Le risque  
de portefeuille  
ou de marché

C'est la **variabilité des revenus des actionnaires**.

Ils peuvent réduire cette variabilité en sélectionnant avec attention leurs portefeuilles.

⇒ Notion de risque systématique : c'est ce seul élément du risque qui doit être considéré par un investisseur bien diversifié.

## **L'impact sur la rentabilité des investissements**

### **a) L'incidence de la prime de risque**

Puisque le risque et la rentabilité attendue sont liés, plus le risque perçu sera élevé, plus grand sera le rendement attendu par les investisseurs.

Par conséquent, lorsque les dirigeants vont lever des fonds, les investisseurs vont évaluer le risque lié à l'utilisation de ces fonds.

La mesure qui sera utilisée pour évaluer ce risque est la **prime de risque** qui vient en plus du taux de rentabilité des actifs non risqués et qui rémunère la prise de risque des investisseurs. Une des tâches du directeur financier est ainsi de lever les fonds sur les marchés des capitaux à des taux cohérents avec le risque perçu et d'investir ces fonds de manière opportune dans l'activité en termes de création de valeur.

## **b) La décomposition du risque**

La totalité du risque est divisée en **deux composantes** :

- un risque spécifique à l'entreprise et relatif à un ou plusieurs projets ;
- un risque de marché qui touche la quasi-totalité des entreprises.

Sur un portefeuille de titres, cette décomposition prend logiquement la forme :

- d'un risque appelé risque spécifique ou encore non systématique ;
- d'un risque de marché ou encore systématique.

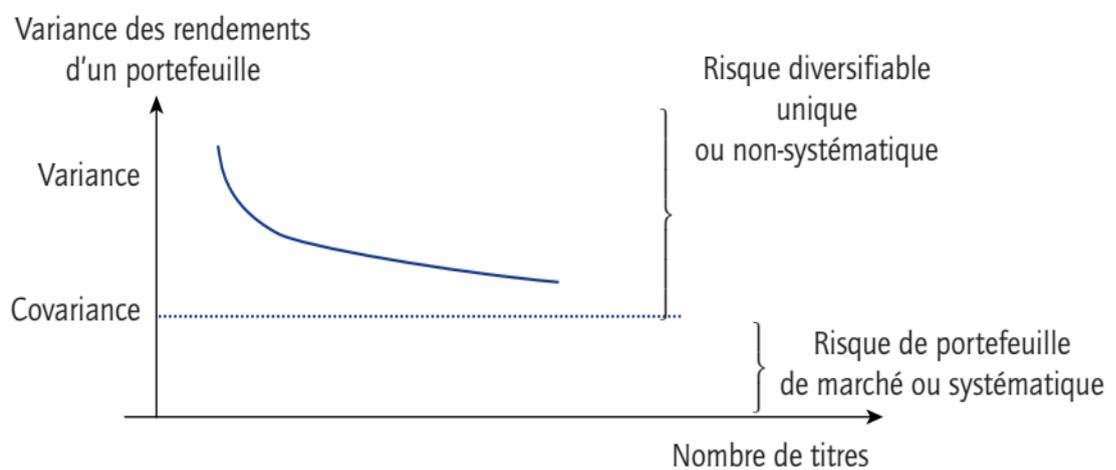
### c) Le principe de la diversification

Les dirigeants rationnels ne vont pas rechercher plus de risques tant que le niveau souhaité des bénéfices n'est pas proportionnellement plus important. C'est le principe même de l'**aversion** au risque. Une façon de réduire ce risque est de diversifier le capital dans une palette d'investissements (portefeuille). C'est le principe de **diversification**. C'est l'application du principe bien connu qui consiste à « ne pas mettre tous les œufs dans le même panier ».

Cependant, le risque ne peut pas être totalement annulé. La conséquence de ceci est que **seul le risque non diversifiable doit être rémunéré**.

La clé du management du risque n'est pas simplement de réduire le risque mais de prendre des décisions qui créent de la valeur dans l'environnement risqué de l'activité.

RELATION ENTRE LA VARIANCE DES RENDEMENTS D'UN PORTEFEUILLE ET LE NOMBRE DE TITRES DE CE PORTEFEUILLE



## **Les composantes du risque**

Le risque attaché à un titre peut être décomposé entre risque de marché et risque spécifique.

### **a) Le risque de marché ou risque systématique ou risque non diversifiable**

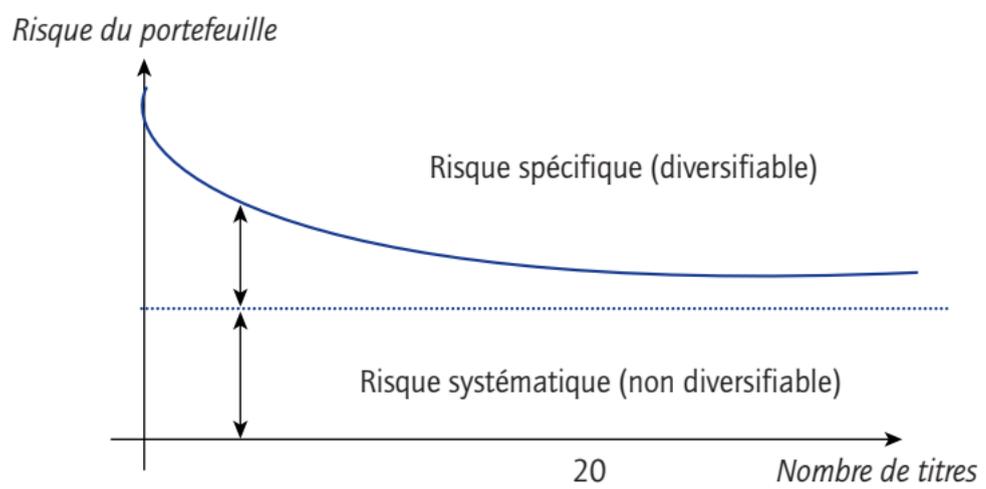
Les fluctuations du marché entraînent, en principe, des fluctuations de même sens pour les titres financiers. Ainsi, si le marché baisse, il y a de fortes chances que les cours des actions concernant une société quelconque baissent également. Ce risque est lié à des paramètres très généraux tels que la croissance de l'économie, la géopolitique, l'évolution des taux d'intérêt, etc. Il ne peut être éliminé par une diversification de titres.

### **b) Le risque spécifique ou risque non systématique ou risque diversifiable**

Une partie des fluctuations d'une action s'explique par les caractéristiques propres de la société. Ce sont les perspectives de développement, la qualité de la gestion, l'environnement social, etc. Dès lors, et contrairement au risque systématique, ce risque peut être réduit, voire éliminé, par diversification.

Seul le risque spécifique peut être supprimé par diversification. D'après certains travaux empiriques, un portefeuille constitué d'une vingtaine de titres permettrait de réduire le risque spécifique de plus de 95 %.

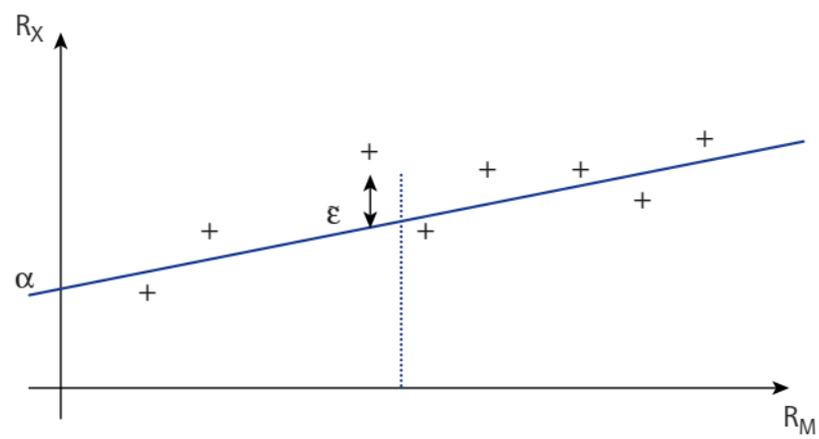
Ainsi, en reprenant le graphique précédent on peut présenter le schéma suivant :



### **c) Le modèle de marché**

Cette décomposition du risque peut aussi être mise en évidence par la régression linéaire du taux de rentabilité d'une action sur le taux de rentabilité du marché (indice boursier par exemple). C'est le modèle de marché développé par les théoriciens de la finance.

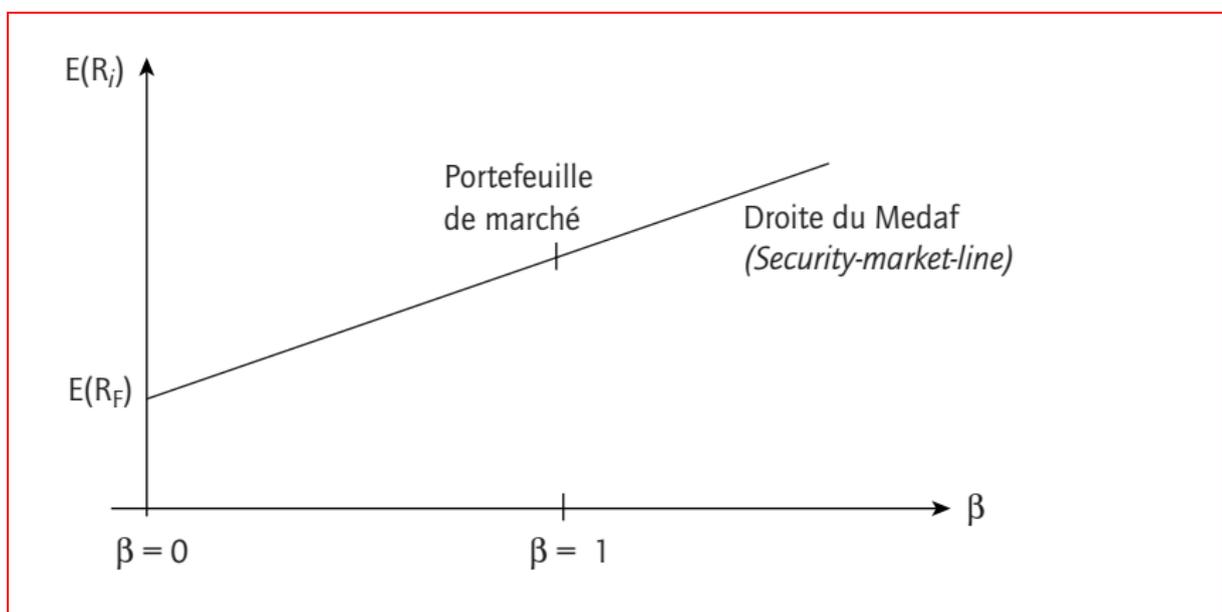
Ils démontrent en effet que, si l'on calcule sur plusieurs périodes la rentabilité d'une action  $R_X$  par rapport à la rentabilité du marché  $R_M$ , on obtient un nuage de points qui peut faire l'objet d'un ajustement linéaire.



L'équation de la droite d'ajustement est :

$$R_X = \beta R_M + \alpha$$

## La construction du MEDAF (ou CAPM)



## **L'utilisation du MEDAF (ou *Capital Asset Pricing Model*)**

### **a) Positionnement théorique du modèle**

#### **■ *Définition de la relation***

Ce modèle permet de mesurer la valeur des actifs financiers, notamment des actions, dans le cadre général des marchés à l'équilibre.

Il se fonde sur l'hypothèse de base selon laquelle les investisseurs cherchent à maximiser la rentabilité de leurs investissements en minimisant le risque (le risque étant appréhendé par la volatilité de la rentabilité).

Dans ce modèle, les investisseurs essaient de supprimer une partie du risque en diversifiant leurs portefeuilles, de façon à ne prendre en charge que le risque non diversifiable. Pour un actif donné, le taux de rentabilité  $r_A$  qu'ils exigeront sera égal à :

$$r_A = r + \beta(r_m - r)$$

- $r$  est le taux de rendement d'un actif sans risque, le taux des obligations d'État à long terme (les OAT en France par exemple) ;
- $r_m$  est le taux de rentabilité exigé en moyenne pour le marché, et  $(r_m - r)$  représente la prime de rentabilité exigée en moyenne sur un marché donné compte tenu de son risque spécifique. En effet, investir dans une SICAV actions, même très diversifiée, sera toujours plus risqué qu'investir dans une obligation d'État. En France, on estime généralement la prime de risque de marché  $(r_m - r)$  autour de 5 %<sup>(1)</sup> ;
- $\beta$  mesure, quant à lui, la volatilité de sa rentabilité par rapport à la volatilité du marché. Une action dont le  $\beta$  est supérieur à 1 est plus risquée que le marché (son cours de Bourse sera plus volatil que l'indice boursier du marché) et inversement. L'actif sans risque a, par définition, un  $\beta$  égal à 0.

### ■ *La décomposition du risque*

Le MEDAF définit tout d'abord la rentabilité d'un actif donné comme la somme de deux termes :

- la **rentabilité d'un actif sans risque** ( $r$ ), une obligation d'État par exemple,
- une prime de risque qui doit couvrir à la fois :
  - le **risque de marché** ( $r_m - r$ ) auquel l'investisseur ne peut pas échapper,
  - le **risque spécifique** de l'actif considéré, mesuré par sa volatilité relative par rapport à la rentabilité du marché ( $\beta$ ).

### ■ *La signification de cette décomposition*

Le MEDAF indique que la valeur d'un actif quelconque ne peut pas diverger durablement de ses fondamentaux. Ce postulat implique qu'il existe un prix d'équilibre unique sur chaque marché, lorsque deux conditions sont respectées :

- les marchés d'actifs sont **pleinement concurrentiels**, de sorte que le rendement d'un actif donné dépend de tous les marchés d'actifs ;
- les investisseurs sont **correctement informés** sur les rendements et les risques des différents actifs, de sorte qu'ils choisissent les meilleurs placements.

Sous ces deux conditions, les marchés d'actifs sont « efficaces », dans le sens où ils assurent une allocation optimale du capital, les entreprises réalisant, quant à elles, les meilleures performances possibles en matière de rentabilité.

## **Les limites du MEDAF**

On dresse généralement trois grandes critiques au MEDAF :

- Le modèle pose des hypothèses trop simples ou trop restrictives :
  - possibilité d'investir et d'emprunter au taux sans risque ;
  - existence d'actifs uniquement financiers ;
  - pas de coûts de transaction.

## La production d'information financière

Lorsque l'on parle d'*information* en finance, on évoque plusieurs notions qui font référence aux relations entre les firmes et les différents marchés financiers.

Cette notion est cependant relativement large et il est important d'en préciser les différents aspects<sup>(1)</sup>.

### a) Définition générale de l'information financière

#### ■ *Qu'est-ce que l'information financière ?*

Généralement, on entend par information financière, l'information relative à la situation et aux perspectives financières d'un émetteur sur les marchés financiers. Selon l'AMF<sup>(1)</sup>, elle doit être exacte, précise et sincère.

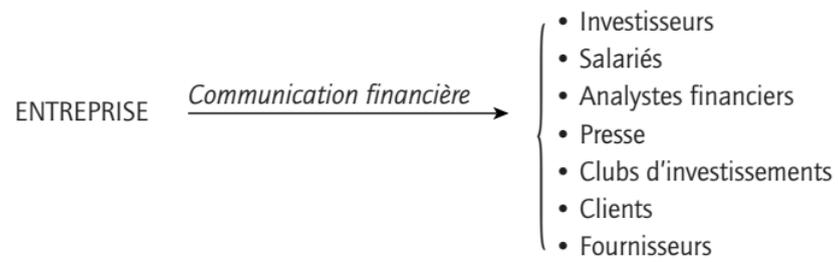
La création de valeur se mesure par l'écart entre le taux de rentabilité des capitaux employés et le coût appliqué à leur montant<sup>(2)</sup>. Si les entreprises souhaitent la faire apparaître dans leur information financière, l'AMF précise qu'elle doit être clairement explicitée.

### ■ *L'objectif de la communication financière*

L'objectif de cette communication globale est de « vendre la valeur » de l'entreprise aujourd'hui ainsi que ses perspectives. Ce qui signifie : des clients, des produits, des salariés, du climat social interne, de l'image globale de l'entreprise. La communication globale est l'intégration dans l'entreprise de cette imbrication entre :

- communication économique ;
- communication financière.

Les principaux destinataires de l'information financière communiquée par les entreprises sont :



**Le rôle de la direction dans la diffusion de l'information financière**

### ■ *La responsabilité*

La responsabilité de la communication et de la qualité de l'information incombe aux dirigeants des entreprises, c'est-à-dire aux mandataires sociaux. Cette obligation trouve son fondement dans le droit à communication des tiers, et notamment des actionnaires.

### ■ *Le droit des actionnaires*

Cette corrélation est importante, car lorsque le **droit des actionnaires** est limité, voire bafoué, la communication est faiblement présente, voire totalement absente. C'est pourquoi, plusieurs textes légaux ou réglementaires fixent ainsi les obligations d'information tel le Code de commerce, les règlements de l'AMF, le droit pénal, le droit du travail, etc.

### ■ *L'information des marchés financiers*

L'accès aux marchés financiers permet aux entreprises de **trouver les capitaux** dont elles ont besoin pour financer leur croissance ou ajuster leur trésorerie. Grâce à la création de nouveaux instruments financiers, aux techniques de couverture de risques financiers, etc., les entreprises disposent également de moyens modernes et performants de gestion financière. En contrepartie de cette ouverture, les obligations des sociétés qui font appel au marché se sont renforcées en matière d'information financière.

## **Instruments financiers**

Deux instruments fondamentaux permettent aux entreprises de lever des fonds sur les marchés financiers : les actions et les obligations. Nous allons étudier leurs définition et spécificités.

### **Actions**

#### *Définition*

Une action est un titre de propriété représentant une fraction du capital d'une société. Généralement, cette valeur mobilière est cotée en Bourse et a une liquidité normalement assurée. En outre, elle confère à son acquéreur des droits sur l'entreprise, étant donné qu'il en devient propriétaire. Une action donne droit à un vote au sein de l'assemblée générale des actionnaires. Lors de cette assemblée, il est discuté de la gestion de l'entreprise pour laquelle les actionnaires sont responsables.

Nous pouvons distinguer pour un actionnaire ses droits monétaires de ses droits non monétaires. Pour les premiers, nous avons principalement :

- Le droit au dividende : le solde bénéficiaire des comptes annuels d'une entreprise, égal aux recettes auxquelles on soustrait les charges, est réparti entre les réserves de la société, servant à son autofinancement, et les dividendes, affectés aux actionnaires. Ceux-ci sont variables puisqu'ils dépendent des résultats d'une firme. Ce dividende peut soit être payé à l'actionnaire soit transformé en actions nouvelles gratuites. Le *payout ratio* correspondant au ratio entre les dividendes et les bénéfices nets est variable suivant les sociétés : celles de secteurs mûres vont distribuer des dividendes plus importants que celles de secteurs en croissance, qui veulent croître plus rapidement et allouer donc plus de capitaux à l'investissement.
- Le droit sur l'actif social : les actionnaires ont un droit proportionnel à la quantité d'actions qu'ils possèdent sur le patrimoine de l'entreprise, déduction faite des dettes<sup>2</sup>. Ainsi, lors d'une augmentation de capital, les actionnaires ont une priorité sur les actions nouvellement émises.

Pour les seconds, nous pouvons distinguer :

- Le droit à l'information : ils ont accès à tous les documents relatifs à l'activité et aux résultats de la société.
- Le droit de vote, permettant lors de l'assemblée générale annuelle de fixer les dividendes, prendre des décisions de gestion, délibérer sur les comptes de la société.
- Le droit d'exercer en justice : les actionnaires mécontents de la gouvernance de l'entreprise peuvent poursuivre les administrateurs en justice. Précisons que ces derniers, élus par les actionnaires lors de l'assemblée générale, nomment le directeur général qui a en charge la gestion de la société.

## **Obligations**

Les obligations sont des titres de dette pour les entreprises et de créances pour les souscripteurs. Les obligations sont émises sur un marché primaire à un taux fixe généralement et négociées sur un marché secondaire avec un prix évoluant en fonction des taux émis sur le marché primaire. La société s'engage à rembourser le capital emprunté à une échéance déterminée et à verser un intérêt annuel. Les droits sont donc moins élevés que pour les actions mais les créanciers seront prioritaires lors du remboursement suite à un défaut de la société.

L'obligation est caractérisée par neuf éléments :

1. la valeur nominale ou faciale  $V$  définie à l'émission et à partir de laquelle sont calculés les intérêts ou coupons versés,
2. la maturité  $T$ , définissant la date de remboursement de l'emprunt obligataire,
3. la valeur d'émission qui peut être égale à la valeur nominale, l'émission est alors *au pair*, ou en-dessous caractérisant une prime à l'émission,
4. la valeur de remboursement, égal ou supérieur à la valeur nominale, et dans ce dernier cas, il existe donc une prime de remboursement,
5. le coupon  $C$ , définissant le montant des intérêts versés,
6. le taux nominal ou facial, il définit la valeur du coupon et donc le revenu de l'obligation. Il peut être fixe ou variable,
7. le taux de rendement actuariel  $r_t$ , définissant le rendement réel suite aux variations de taux sur le marché secondaire au temps  $t$ ,
8. la date de jouissance : date à partir de laquelle les intérêts sont calculés,
9. date de règlement : date à laquelle l'emprunt est liquidé.

# LES TABLEAUX DE BORD

## **Définition.**

« Le tableau de bord est une **synthèse d'informations**, de structure et de contenu stables pendant une certaine période, utilisé de façon régulière pour fournir au responsable les renseignements utiles au pilotage d'une organisation ou entité. »

## 1.2. Utilité.

Le tableau de bord rassemble un ensemble d'informations à caractère technique, commercial, financier et économique sur l'entreprise ou l'unité de production ou de vente.

Il permet de connaître en permanence et rapidement l'évolution des variables clés de l'entreprise.

Il est adapté aux besoins dans trois types d'échéance :

- au **quotidien** c'est un instrument de gestion et d'action immédiate (contrôle des quantités consommées ou produites),
- à **court terme**, il constitue un instrument d'aide à la prise de décision par le système de pilotage pour des périodes trimestrielles ou semestrielles,
- à **moyen terme et à long terme**, il permet le suivi des choix et des orientations stratégiques.

Dans les entités organisées en centres de responsabilité ou en filiales, les tableaux de bord sont un système d'évaluation qui permet de s'assurer que la stratégie est bien mise en œuvre et que les efforts correspondants sont déployés.

Il s'agit de l'acception restrictive du terme contrôle.

De manière idéale, un tableau de bord devrait aider :

- ✓ pour une prise de décision en temps réel dans l'entité ;
- ✓ pour une prise de décision répartie ;
- ✓ pour des informations adaptées à chaque décideur ;
- ✓ pour le pilotage d'objectifs diversifiés.

### 1.3. Objectifs.

Le but du tableau de bord est de :

- collecter et stocker des **informations de gestion**,
- comparer sur certains aspects les prévisions et les réalisations (achats, ventes, production),
- d'analyser les **écarts** et leurs origines (différences sur prix, sur quantité, sur coût,...),
- de **mesurer les performances** et les résultats de l'entreprise (taux de marge, rentabilité, ratios, délais, variation des résultats, ...),
- d'aider à la correction des écarts constatés par rapport aux objectifs.

### *Les tableaux de bord : outils de pilotage*

Le terme contrôle a deux dimensions :

(1) « **vérification** »

(2) « **maîtrise** »

Les tableaux de bord s'inscrivent dans cette seconde perspective et constituent un système de pilotage de l'entreprise ou d'un service en permettant :

- d'avoir une connaissance des informations essentielles au pilotage ;
- d'obtenir ces données le plus rapidement possible et en permanence afin de s'assurer que les objectifs définis sont atteints.

Un tableau de bord est un document de synthèse « sur mesure » qui doit permettre d'analyser les situations, d'anticiper les évolutions, de réagir dans des délais brefs, en attirant l'attention du responsable sur les points clés de sa gestion afin de l'améliorer.

Un tableau de bord intègre non seulement des données déterminées a posteriori issues des différents centres de responsabilité et représentant leur activité, mais également les informations de toute nature qui concourent à la prise de décision.

**Les tableaux de bord : outils de dialogue et de communication**

Un tableau de bord est un outil de communication qui permet le dialogue entre les acteurs qui ont reçu les délégations accordées et les responsables qui les ont accordées.

Cette communication s'instaure au moment de la conception du tableau de bord et pendant le pilotage : commentaire des résultats, mise en œuvre de corrections...

## **1.4. Conception.**

### **1.4.1. Structure d'ensemble.**

Adapté à l'entreprise, il comprend en général, deux parties :

- des **tableaux** de chiffres à caractère technique (niveau de production), commercial (chiffre d'affaires), financier (disponibilités), économique (résultats)
- des **graphiques** (diagrammes, histogrammes, courbes, ...) facilitant la compréhension et l'interprétation des tendances et des écarts.

Le tableau de bord doit être un **outil de gestion**, à différents niveaux :

- **opérationnel**, par centre de responsabilité (chef d'atelier, chef de rayon, directeur d'agence, ...),
- **décisionnel**, au niveau de l'encadrement (cadres, directeur de magasin, chef de département, directeur d'usine, ...),
- **stratégique**, pour les cadres supérieurs et les dirigeants de l'entreprise (directeurs généraux).

La clarté d'un tableau de bord est la condition de son succès.

Le tableau de bord doit être facile à lire et à interpréter : graphiques, tableaux de comparaison des objectifs à atteindre et des réalisations pour dégager des écarts (en valeur absolue et/ou relative), seuils limites, montants cumulés pour apprécier le caractère systématique ou non d'une dérive, ratios...

C'est un document synoptique limité à une page et à une dizaine d'indicateurs significatifs. Il reprend les seules informations utiles au décideur.

Les tableaux de comparaison comportent deux parties :

- ✓ Les indicateurs ;
- ✓ Les valeurs prises par les indicateurs, cette partie se décomposant en objectif, réalisation, écart.

La comparaison peut se faire par rapport à une prévision, par rapport à une période précédente , par rapport à une moyenne sectorielle, par rapport à un benchmark ...

Les parties objectif, réalisation, écart peuvent elles-mêmes être subdivisées pour être présentées par période, par cumul...

### 1.4.2. Contenu.

Les indicateurs qu'il contient doivent être utiles, significatifs, cohérents et fiables.

L'information doit être disponible rapidement et au moindre coût.

Il est possible de distinguer trois catégories d'indicateurs :

- **indicateurs économiques** : résultats, marge, taux de rotation, part de marché, durées des crédits clients et des crédits fournisseurs, rentabilité des capitaux et des investissements, ...
- **indicateurs physiques** d'activité (production, vente, nombre de clients, nombre de commandes, ...), de qualité (taux de retour des produits, délai d'attente, ...), de coût (taux horaire, nombre d'heures de main d'œuvre, ...)
- **indicateurs humains** portant sur les compétences et l'implication du personnel (absentéisme, démissions, mutations, embauches, ...).

### **1.4.3. Mise en place et suivi.**

Le tableau de bord est devenu indispensable dans toutes les entreprises, après une étude préalable qui consiste :

- à déterminer les **centres de responsabilité** et de décision,
- à sélectionner les indicateurs et les paramètres clés,
- à choisir un mode de collecte des informations.

Pour être mis à jour rapidement, la périodicité retenue le plus souvent est le mois. Cependant, en raison de l'informatisation, les informations sont disponibles en permanence et consultables sur écran.

#### 1.4.4. Catégories.

On distingue deux grandes catégories de tableaux de bord :

- les **tableaux de bord stratégiques** contenant des indicateurs de performance globale de l'entreprise, permettant de décrire sa situation économique, sociale et financière.
- les **tableaux de bord de gestion ou de pilotage opérationnel** comportant :
  - des *indicateurs de résultats* ;
  - des *indicateurs de moyens* ou « facteurs clés du succès » ;
  - des *indicateurs de processus* pour le suivi des projets.

#### **1.4.5. Méthodologie d'élaboration.**

1°) Définitions des **missions et des objectifs des centres de responsabilités**.

2°) Attribution des **éléments ou facteurs clés** (compétences et savoir-faire) permettant d'atteindre les objectifs définis (cadence de production, taux d'absentéisme, coûts, ...).

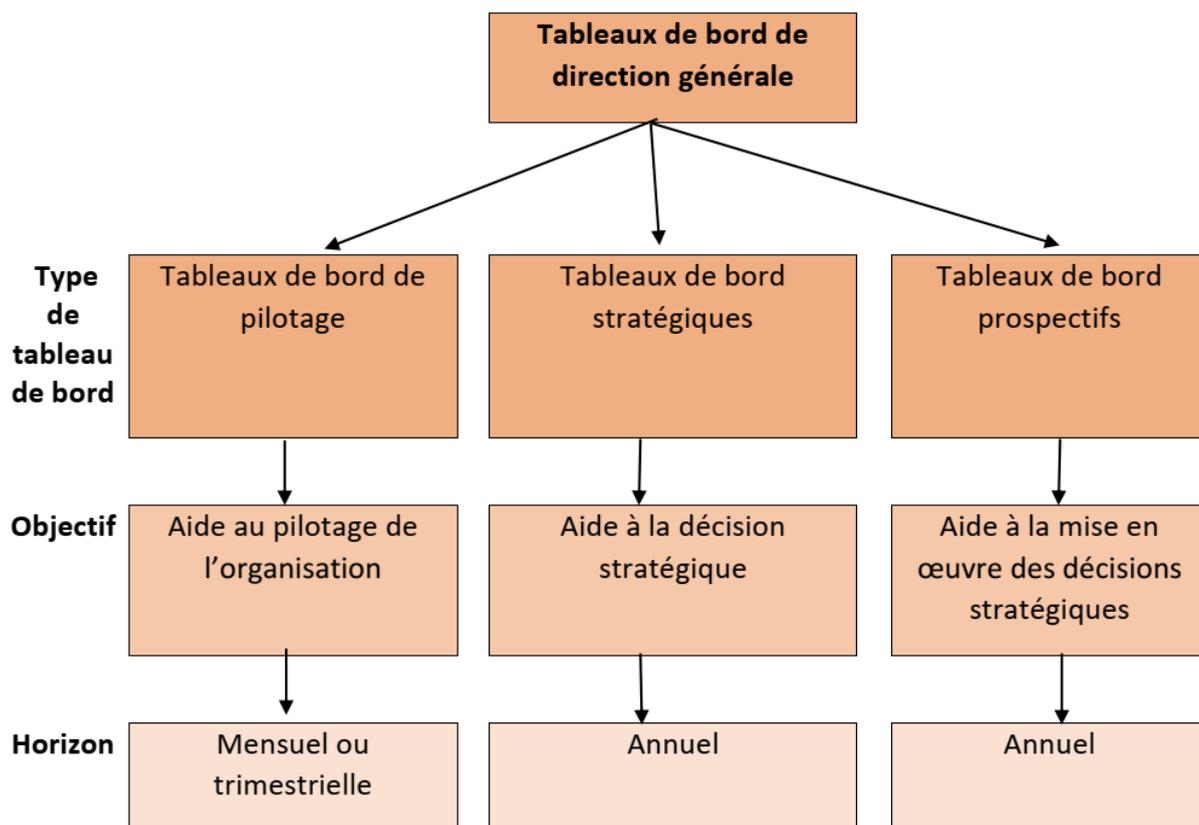
3°) Définitions des **performances des centres de responsabilités**.



- **La zone « paramètres économiques »** comprend les différents indicateurs retenus comme essentiels au moment de la conception du tableau.
- **La zone « objectifs »** : dans cette zone apparaissent les objectifs qui avaient été retenus pour la période concernée.
- **La zone « résultats réels »** : ces résultats peuvent être présentés par période ou/et cumulés.
- **La zone « écarts »** : ces écarts sont exprimés en valeur absolue ou relative.

La mise en place de tableaux de bord à l'usage de la direction générale est une mission classique du contrôleur de gestion.

On peut distinguer à cet égard trois types de tableaux de bord.



## 1- Tableau de bord de pilotage de la direction générale

Le tableau de bord de direction générale mis en place par le contrôleur de gestion à l'intention du dirigeant a un triple objectif :

- Permettre le contrôle des activités déléguées ;
- Faciliter le pilotage global de l'organisation et vérifier le respect des grands équilibres ;
- Suivre la réalisation des objectifs stratégiques.

C'est pourquoi il comporte en général :

❖ **une synthèse des tableaux de bord des principales fonctions :**

Commercial, production, finance, gestion des ressources humaines.

❖ **des indicateurs globaux permettant le contrôle des grands équilibres :**

- Suivi du chiffre d'affaires, des principales charges ainsi que des marges par activité ou par couples produits/marchés ;
- Suivi des projets les plus importants : gros investissements, acquisitions ou cessions de filiales, lancement de nouveaux produits ;
- Suivi de la situation financière (trésorerie, client, stock...).

❖ **le suivi des objectifs stratégiques** et parfois des indicateurs d'environnement :

Ce suivi impose la détermination des facteurs clés de succès, des axes stratégiques d'amélioration pour l'entreprise, des objectifs à atteindre ainsi que des indicateurs de chiffrage.

## 2- Le tableau de bord stratégique

Ce tableau a déjà été évoqué précédemment dans le cadre du système d'information stratégique mais il sert également pour le suivi de la réalisation des objectifs stratégiques.

Sa périodicité (semestrielle ou annuelle) est différente de celle du tableau de bord de pilotage. Son objectif est d'apporter les informations nécessaires pour le diagnostic global de l'organisation, la surveillance des grands équilibres et surtout pour la prise de décision stratégique.

On peut voir ci-après son positionnement par rapport à d'autres types de tableaux de bord.

<b>Appellations les plus courantes</b>	<b>Tableau de bord opérationnels</b>	<b>Tableau de bord de gestion ou de pilotage</b>	<b>Tableau de bord stratégique ou activité</b>
Périodicité	un jour à une semaine	de la semaine au trimestre	Semestriel ou annuel
Utilisation	pour l'exploitation et la gestion quotidienne	Pour la gestion à moyen et long terme et le cadrage par rapport aux objectifs	Pour le diagnostic, la surveillance de grands équilibres et la décision stratégique
Apport pour l'utilisateur	Aide à la régularité par rapport aux normes (quotas, standards...)	Aide à l'efficacité par rapport aux objectifs (plans, budgets...)	Aide à la décision par rapport à l'environnement interne et externe

Il doit, en particulier, fournir les informations nécessaires à l'analyse stratégique du portefeuille produit de l'entreprise et à la prise de décision (lancement de produits nouveaux, renouvellement de la gamme).

A ce niveau, on retrouve fréquemment les éléments suivants :

- ❖ Un historique du chiffre d'affaires par lignes de produits (en francs et en quantité) sur trois dernières années ;
- ❖ Une analyse des ventes en fonction du positionnement des produits sur courbe de vie.

<b>Chiffre d'affaires net HT en valeur et en %</b>			
<b>Produits en phase</b>	<b>N-2</b>	<b>N-1</b>	<b>N</b>
• de lancement			
• de croissance			
• de maturité			
• de déclin			



### 3- Le tableau de bord prospectif

Mis au point par Norton et Kaplan, il s'agit d'un instrument de mesure de la performance globale permettant aux dirigeants d'analyser la situation de leur entreprise grâce à une batterie d'indicateurs ordonnés selon quatre axes :

- *point de vue de la clientèle*
- *point de vue interne*
- *point de vue de l'innovation et de l'apprentissage*
- *point de vue financier.*

Ces indicateurs sont sélectionnés de façon à permettre d'évaluer l'apport des actions individuelles des opérationnels à la réussite de la stratégie globale de l'organisation.

La présence d'indicateurs financiers et non financiers en fait un instrument équilibré de mesure de la performance qui permet en outre l'établissement régulier de points sur l'avancement des programmes et des plans d'actions stratégiques.

Par exemples : pour le plan d'action stratégique portant sur l'amélioration du processus de vente et de marketing, on élaborera le tableau suivant :

<b>Objectif</b>	<b>Mesure</b>	<b>Valeur cible</b>	<b>Programme d'action</b>
<b>Axe financier</b>			
Dépasser croissance du marché Croissance rentable	Croissance du CA Augmentation des marges	Taux de croissance du marché + 2% Marges : + 5 points en 3 ans	
<b>Axe clients</b>			
Rapport qualité/ prix Etablir des relations à différents niveaux chez les clients	Enquêtes clients Nombre de contacts avec des segments ciblés	Classé n°1 par 75% des clients 100%	Programmes d'enquêtes ciblées Programme de pénétration de la clientèle potentielle

**TABLEAU DE BORD**  
*(Indicateurs de performance)*

Les tableaux de bord sont « contingents » : leur contenu (les indicateurs) est variable et doit être adapté à l'activité et à l'organisation de l'entité.

## 1- Définition des indicateurs de performance

Un indicateur est une information, ou un regroupement d'informations, précis, utile, pertinent pour le gestionnaire, contribuant à l'appréciation d'une situation, exprimé sous des formes et des unités diverses.

- Les fonctions des indicateurs sont multiples :
  - ✓ suivi d'une action, d'une activité, d'un processus ;
  - ✓ évaluation d'une action ;
  - ✓ diagnostic d'une situation, d'un problème ;
  - ✓ veille et surveillance d'environnements et de changements.
  
- Les champs d'analyse des indicateurs sont multiples.
  - ✓ **Graphique en « camembert »** nature des ventes par famille ;
  
  - ✓ **Histogramme** : structure de ventes

### **2-1- Classement selon la nature des indicateurs**

Il est impossible de dresser une liste exhaustive des indicateurs potentiels.

Les critères de classification sont nombreux et, en retenant la nature des indicateurs, ils peuvent être classés en trois catégories.

#### ***2-1-1- Les indicateurs financiers***

Ce sont des indicateurs exprimés en valeur monétaire.

Ils permettent d'apprécier un coût, un chiffre d'affaires, un résultat ; une marge, la valeur d'une action, une trésorerie, des créances clients, des dettes fournisseurs, etc.

<b>Centres</b>	<b>Exemple d'indicateurs</b>	
De production	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volume de production</li> <li>• Niveau des stocks</li> <li>• Consommations</li> <li>• Retards de livraison</li> <li>• Rendement</li> <li>• Délai de production</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Taux de panne</li> <li>• Taux de rebut</li> <li>• Effectif</li> <li>• Absentéisme</li> <li>• Accidents</li> <li>• Etc.</li> </ul>
De distribution	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volume des ventes</li> <li>• Carnet de commandes</li> <li>• Part de marché</li> <li>• Taux de renouvellement de la clientèle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nombre de réclamations</li> <li>• Effectif</li> <li>• Absentéisme</li> <li>• Etc.</li> </ul>
Administratif	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nombre de dossiers traités</li> <li>• Délai moyen de réponse</li> <li>• Délai de règlement des clients</li> <li>• Délai de règlement des fournisseurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Effectif, niveau de formation</li> <li>• Absentéisme</li> </ul>
• Etc.		

