



## La performance: Quels liens d'interdépendance entre ses différentes dimensions?

Sara BAYOUD

<sup>1</sup>(Research professor, FSJES AGDAL, Mohammed V University Rabat, Morocco)

<sup>2</sup>( Département de Sciences de Gestion, Mohammed V University Rabat, Morocco)

**ABSTRACT:** *The purpose of this paper is to question the relationship that exists between the different levels of performance, in other words we seek through the financial literature on the dimensions of performance, while analyzing the measures of this performance. . we have shown that the performance in its financial and economic dimension presents links of interdependence with the other dimensions. In addition, financial performance measures are distinguished according to two main visions, a first static accounting vision, and market-based measures favoring an assessment of financial health through the evolution of market parameters, neglecting information from of accounting.*

**KEYWORDS:** *overall performance, financial performance, organizational performance, Evaluation.*

*Received 15 Oct., 2022; Revised 28 Oct., 2022; Accepted 31 Oct., 2022 © The author(s) 2022.*

*Published with open access at [www.questjournals.org](http://www.questjournals.org)*

### I. INTRODUCTION

La notion de performance se situe au centre de la littérature consacrée à l'étude de la performance des organisations dans sa dimension globale. En effet, le caractère multidimensionnel du concept de la performance explique l'abondance de travaux et de développements théoriques sur les différentes approches de la performance selon des visions qui sont de natures différentes, et constituent parfois sources de controverses concernant la pertinence de certaines mesures de la performance par rapport à d'autres. Tout d'abord, la performance est définie comme la capacité d'une organisation à concrétiser ses objectifs en adoptant les meilleures façons de faire. Chaque dimension de la performance est étudiée en mettant en relief une adéquation entre objectifs, résultats, et moyens de mesure. Ceci implique la prise en compte des conditions spécifiques pour chaque typologie de performance que l'entreprise doit remplir pour atteindre ses objectifs de long, moyen et court terme.

La littérature consacrée à cette question tient compte de la notion de performance globale selon une vision cherchant un rapprochement entre les différentes dimensions de performance. Il existe donc des liens d'interdépendance entre les différents niveaux de performance, cependant, on considère que la finalité pour toute entreprise est de réaliser une performance globale en privilégiant les objectifs de pérennité selon une vision stratégique de long terme. Par ailleurs, atteindre la performance globale passe impérativement par les autres niveaux de performance. La notion de performance globale implique tout d'abord, l'analyse des performances organisationnelles et opérationnelles tout en intégrant les dimensions sociales et sociétales.

Les travaux théoriques récents ont montré les limites des visions classiques privilégiant une approche de la performance purement économique et financière. Cependant, cette même littérature n'arrive pas à rejeter l'importance de la dimension financière en rappelant que la notion de performance financière, fait référence aux travaux sur la valeur de la firme à travers la notion de valeur actionnariale.

L'objet de cet article est de mettre en exergue les différentes dimensions de la performance en analysant les liens éventuels entre les niveaux de performance. Nous adoptons pour réaliser ce papier le plan suivant : tout d'abord nous allons présenter la notion de la performance globale tout en analysant les différentes mesures de cette performance, ensuite nous mettrons l'accent sur le modèle financier de la performance tout en rappelant les fondements théoriques de la performance financière et ses approches de mesure. Enfin nous allons examiner, à travers la littérature dédiée à ce sujet, le lien entre performance dans sa dimension globale, et performance selon une vision financière et économique.

## **II. NOTION DE PERFORMANCE GLOBALE**

La performance des firmes est une notion complexe (Bourguignon, 1998), cependant, sans qu'on puisse lui donner une définition claire et unanime, la performance comme expression, est de plus en plus utilisée dans le domaine des affaires. Ceci explique l'absence d'une vision partagée des économistes et chercheurs en sciences de gestion, et l'imprécision qui entoure la définition de cette notion fait naître un paradoxe majeur.

Une logique qui rend légitime la prise en considération de la performance des firmes selon une vision globale est celle qui consiste à ne plus considérer la création de valeur actionnariale comme le seul moteur dans toute démarche managériale d'entreprise. Une logique purement financière doit être abandonnée si on accepte l'hypothèse de la divergence d'objectifs et des participants à l'organisation (Milshior, 2013).

Depuis quelques années, on est passée d'un seul modèle qui représente la performance en fonction des résultats de la firme susceptible de refléter la valeur et la richesse créée aux actionnaires, vers un modèle plus global en intégrant d'autres dimensions.

### **2.2 Définition de la performance globale**

Dans la langue française, l'origine du mot performance remonte au 19<sup>ème</sup> siècle. À cette époque, la performance était rattachée aux emplois sportifs, et particulièrement, dans le domaine de l'athlétisme. Ensuite, cette notion va connaître son évolution au cours du 20<sup>ème</sup> siècle pour désigner le résultat, voire le succès d'une action. Selon Bourguignon (1995), la performance contient à la fois, le succès et le résultat d'une action.

Pour obtenir une définition de la performance globale, il y a lieu de rappeler tout d'abord, une littérature faisant référence à la notion de performance organisationnelle et stratégique (Yvo, 2004). La stratégie de l'entreprise se situe donc au cœur de toute démarche managériale visant la réalisation des objectifs de performance en intégrant toutes les fonctions en dehors de toute vision restrictive de la notion.

Les travaux en sciences de gestion révèlent l'importance de considérer deux notions essentielles, la performance économique et la performance sociale. Dans ce cas la performance globale est un modèle qui intègre l'efficacité des pratiques managérielles en plus des indicateurs classiques de performance. Cependant, une approche plus globale consiste à prendre en considération, au-delà de la dimension sociale, une dimension sociétale de la performance. Ces précisions montrent que la vision réductrice de la performance comme simple outil d'évaluation des réalisations des entreprises, est complètement erronée, car dans la vie de l'entreprise, il s'agit de manière implicite, d'un outil de management. La prise en compte des dimensions sociales et sociétales en plus de la dimension économique traditionnelle, est inscrite dans une approche globale de pilotage des performances des entreprises. Atteindre la performance globale est donc une finalité qui consiste à considérer la performance selon une vision qui intègre l'approche stratégique, organisationnelle et socio-économique.

#### *1) La performance stratégique*

Performance stratégique ou performance à long terme est un concept utilisé pour désigner les objectifs durables de pérennité de l'organisation, en adaptant stratégie aux caractéristiques de l'environnement évolutif. La performance stratégique nécessite le recours à un système d'excellence intégrant plusieurs facteurs. Parmi ces facteurs, il y a lieu de considérer dans toute logique stratégique de performance, la croissance des activités, capacité de l'entreprise à créer de la valeur à ses clients, l'implication des membres de l'organisation et la maîtrise de l'environnement (Barette, Bérard, 2000). En revanche, La performance à long terme est assurée, en plus de ces facteurs, par la prise en compte de la responsabilité sociale de l'entreprise comme facteur qui doit être ajouté à la liste précédente (Sogbossi Bocco, 2010).

#### **La performance organisationnelle**

Cette dimension concerne la manière dont une entreprise est organisée pour atteindre ses objectifs. La performance organisationnelle intègre la notion d'efficacité structurelle en respectant l'organisation, la qualité de la circulation des informations, les relations entre les composantes de l'organisme et la flexibilité de la structure.

Pour comprendre la notion de performance organisationnelle, Bourguignon (2000) définit la performance « ...comme la réalisation des objectifs organisationnels, quelles que soient la nature et la variété de ces objectifs. » (p.934). D'après cette définition, il ressort que la performance selon une vision plus large, intègre les caractéristiques organisationnelles de la firme dont le rôle des dirigeants et des managers est naturellement fondamental.

#### **La performance socioéconomique**

Par performance socioéconomique on distingue, performance sociale et performance économique et financière. La performance sociale de l'entreprise concerne sa capacité à respecter et entretenir des relations sociales avec les partenaires. Grâce à l'école des relations humaines en management, la dimension sociale des

entreprises est vue comme facteur essentiel de performance dans la mesure où l'école classique, à l'époque du fordisme, a été critiqué il y a bien longtemps.

La recherche dans les domaines de management stratégique insiste sur le rôle des décisions collectives comme facteurs déterminants du bon fonctionnement des organisations modernes. Selon Marmuse (1997), la performance sociale se mesure par la nature des relations au sein de l'entreprise, mais surtout, par la capacité de celle-ci à gérer les conflits et les crises sociales. Performance sociale et performance économique sont deux notions différentes, pourtant, elles sont indissociables et complémentaires. En effet, les performances économiques et financières ne peuvent être réalisées que si le contexte social de l'entreprise le permet, en d'autres termes, les objectifs de productivité, de maîtrise des coûts et d'efficacité commerciale, sont autant d'éléments qui nécessitent l'intégration de la dimension humaine pour optimiser la gestion courante de l'entreprise.

La recherche en sciences de gestion porte un intérêt particulier à la performance sociale en faisant naître une notion fondamentale en management, il s'agit de la notion « d'entreprise sociale » (Mertens et Marée, 2012). Cette notion désigne la capacité de l'entreprise à combiner une logique entrepreneuriale et une finalité sociale. Une entreprise sociale poursuit donc une mission dont la réalisation a des impacts (Brouard et Larivet, 2010) qui ne sont pas capturés par la valeur marchande, soit parce qu'ils échappent à l'échange marchand, soit parce qu'ils sont réfractaires à toute évaluation monétaire (Perret, 2002).

Quant à la performance dans sa dimension économique et financière, celle-ci reste la plus classique lorsqu'il s'agit de mesurer les performances d'une entreprise, elle est définie comme la capacité de l'entreprise à atteindre les objectifs de pérennité à travers les réalisations illustrées par des indicateurs chiffrés comme la rentabilité des actifs, la rentabilité des investissements, le rendement des capitaux propres, l'efficacité des ventes et la profitabilité. Certes, la dimension financière à elle seule n'assure pas la compétitivité de l'entreprise, cependant, elle est toujours considérée comme baromètre de premier niveau qui mesure la santé économique et financière et sert de moyen pour l'évaluation en intégrant différentes approches. En effet, l'analyse des performances nécessite selon une vision globale l'étude des coûts de l'entreprise, ensuite, elle fait référence à l'analyse des comptes de résultats à travers les soldes intermédiaires de gestion et selon une troisième approche, elle consiste à étudier l'évolution de ratios à partir d'indicateurs comptables et financiers afin de permettre une évaluation dans le temps et dans l'espace.

Maintenant après avoir rappelé brièvement le caractère multidimensionnel de la performance, la notion de performance globale retient de plus en plus l'intérêt des chercheurs dans les domaines de gestion, cependant, cette notion présente certaines complexités tant au niveau des définitions qu'au niveau de sa mesure.

## **2.2 Mesure de la performance globale**

Comme nous l'avons mentionné, la performance globale est multidimensionnelle, de ce fait, pour la mesurer, l'une des règles à retenir, consiste à évaluer les progrès d'une entreprise vers son développement durable, et de ne considérer que les outils consistant à donner une vision globale sur la performance.

Etant donné que la performance d'une entreprise selon une vision globale ne se limite pas aux réalisations économiques et financières, la performance globale se mesure à travers l'intégration des différentes dimensions qui constituent ses composantes principales. Selon Raynaud (2003), la performance d'une entreprise doit tenir compte des préoccupations sociales, environnementales et sociétales.

Les méthodes d'évaluations des performances ont déjà fait l'objet de plusieurs recherches dans les domaines de gestion, les Systèmes de Contrôles de Gestions (SCG) sont au cœur de cette problématique, cependant, les systèmes traditionnels se limitent à la seule dimension financière, de ce fait, les SCG doivent impérativement chercher des modèles et des outils permettant la prise en compte des dimensions sociale et sociétale. Cette question a été généreusement abordée par les chercheurs en sciences de gestion qui ont vu la nécessité de développer des outils de mesure et de pilotage de la performance en intégrant les nouveaux impératifs sociaux et sociétaux des entreprises (Crutzen et Van Caillie, 2010).

Si la performance économique et financière se réfère à des indicateurs chiffrés issus du système d'information traditionnels comme la comptabilité générale et la comptabilité de gestion, la performance, dans sa dimension globale, fait plutôt références aux outils de mesure et de pilotage de la performance représentés essentiellement par les systèmes de contrôles de gestions avec l'émergence d'outils qui recourent à d'autres types d'indicateurs. Ainsi, le lien de long terme entre performance globale et performance économique rend légitime le recours à ces outils qui, d'une manière ou d'une autre, sont en adéquation avec la logique économique qui est souvent prédominante. Il nous semble donc que la mesure de la performance globale est assurée si on dispose d'un système de contrôle de gestion global et cohérent intégrant à la fois des indicateurs financiers et des indicateurs sur la Responsabilité Sociale et Environnementale de l'entreprise (RSE).

### 2.2.1 Les systèmes de contrôle de gestion et la mesure de la performance globale

La place du contrôle de gestion est centrale lorsqu'on veut mesurer les performances d'une entreprise. Certes, la mesure de la performance dans sa dimension économique s'obtient à partir d'indicateurs purement comptables et financiers, cependant, les liens de long terme entre performance globale et performance économique, rendent indispensable la prise en considération des autres mesures de performance. Dans ce contexte d'analyse, le système du contrôle de gestion offre cette possibilité à travers les systèmes internes de mesure de la performance instaurés par les entreprises (Meyssonnier et Distler, 2008). Van Caillie (2001) considère le SCG un système complexe et évolutifs composé de normes, de procédures et de règles que l'ensemble des acteurs vont mettre en place pour s'assurer que les opérations quotidiennes dans la vie de l'entreprise garantissent la création continue de valeur.

D'après cette définition, il ressort que la prise en compte des seuls aspects financiers n'est pas suffisante pour refléter les performances globales, dans ce cas une mesure fiable de celles-ci doit impérativement passer par une évaluation de la performance sociale de l'entreprise comme composante principale du développement durable. En réponse à cette problématique, la littérature économique s'est intéressée à la question de la responsabilité sociale en examinant les liens entre performance financière et performance sociale. Ce lien a été démontré dans la littérature en évoquant les différents rapports possibles (Preston et O'Bannon, 1997) et ce, malgré les études qui acceptent l'hypothèse de neutralité entre les deux dimensions de performance évoquées (Gond, 2006).

Maintenant, les rapports entre performance globale et performance financière se justifient à travers le rôle et la place du contrôle de gestion comme instrument de gestion et de mesure de la performance, cette question a été débattue en montrant comment les différents objectifs d'un SCG rendent-ils compte des performances en intégrant les dimensions sociale, sociétale, environnementale en plus de la dimension financière traditionnelle. Dans ce même contexte, Dohou et Berlan (2007) ont présenté plusieurs outils de mesure des performances sociales et sociétales à travers la définition des dimensions de développement durable étroitement intimement liées à la notion de performance globale (Tableau 1.1) :

**Tableau 1.1 : Mesure de la performance, sociale, sociétale et environnementale**

Dimensions	Outils	Description
<b>Environnementale</b>	Comptabilité environnementale	Cet outil a un double objectif : -Évaluer les coûts engagés par une entreprise pour protéger l'environnement ; -Estimer les coûts de dégradation de l'environnement par cette dernière (Christophe, 2000 ;Savall,1987)
	Norme ISO 14000	« La norme ISO 14000 spécifie les exigences relatives à un système de management environnemental permettant à un organisme de développer et de mettre en œuvre une politique et des objectifs qui prennent en compte les exigences légales, les autres exigences auxquelles l'organisme a souscrit et les informations relatives aux aspects environnementaux significatifs ». (ISO 14000,2004).
	Norme EMAS	Ce système vise à promouvoir, d'une part, une amélioration continue des résultats environnementaux de toutes les organisations européennes et, d'autre part, l'information du public.
<b>Sociale et environnementale</b>	Comptabilité sociétale	Cet outil a un double objectif (Capren, 2000) : -Exprimer la contribution positive ou négative de l'entreprise à la société et à son environnement. -Saisir les effets de la société sur l'entreprise Elle doit permettre à l'entreprise de gérer à la fois ses responsabilités sociales en environnementales.
<b>Sociale</b>	Norme SA 8000	Cette norme fournit une base de certification fondée sur les droits fondamentaux des travailleurs (règles de l'organisation internationale du travail). Il s'agit d'un référentiel pour la mise en place d'un système de management social.
	Norme AA 1000	Cette norme de performance sociale est spécialisée dans la responsabilité sociale et éthique. Elle offre un cadre de référence sur base duquel l'entreprise peut définir ses propres valeurs et objectifs
	Bilan Social	Ce document récapitule les principales données chiffrées permettant d'apprécier la situation de l'entreprise dans le domaine social.
	Norme ISO 26000	La norme ISO 26000 est la désignation de la future norme internationale qui donnera des lignes directrices pour la responsabilité sociétale.

Dimensions	Outils	Description
Globale	Les évolutions de la Balanced Scorecard	Cet outil global et équilibré de pilotage et de mesure de la performance a fait l'objet de nombreuses recherches en matière de performance globale et sociétale.
	Le navigateur Skandia	Ce navigateur tient compte de l'un des aspects de la performance sociétale, plus précisément celui ayant trait aux salariés et aux clients, via une série d'indicateurs clés ( Edvinssen et Malone, 1997)
	Reporting GRI	Le GRI définit des lignes directrices pour la mise en œuvre des rapports de développement durable et propose des indicateurs de performance répartis en 3 sections : économiques, sociaux et environnementaux.

**Source : Crutzen et Van Caillie, 2010,p.20**

### **2.2.2 Les limites des mesures classiques de la performance globale**

La prise en compte des dimensions sociales et sociétales est d'une importance capitale d'après les études récentes en sciences de gestion. Cependant, cette approche alternative selon des auteurs comme Friedman (1970), s'oppose à une logique de profit financier. En effet, il y a une opposition entre performance économique et responsabilité sociétale qui dispose chacune d'indicateurs de mesures qui diffèrent selon chaque typologie de performance (Quairel, 2006). Dans ce contexte, les systèmes de contrôle de gestion présentent l'inconvénient, s'ils optent pour des indicateurs inspirés d'une logique financière, de ne pas permettre la pluralité du langage dédié à l'évaluation multidimensionnelle de l'entreprise. En effet, il est souhaitable de faire un découpage des outils de mesure de la RSE et ceux du contrôle de gestion traditionnel (Meyssonnier, Rasolofo, 2007). En revanche, ce découpage n'élimine pas la relation de long terme entre performance globale (intégrant les dimensions sociales et sociétales) et performance économique.

D'un autre point de vue, on doit tenir compte de la nature même du contrôle de gestion (comme outil de mesure de la performance globale) qui, d'après plusieurs auteurs, se limite aux indicateurs opérationnels qui ne respectent pas la dimension stratégique de long terme. Pour pallier au caractère simpliste des systèmes traditionnels du contrôle de gestion, de nouveaux outils ont vu le jour. Parmi ces outils, le tableau de bord stratégique « *balanced Scorecard* » (BSC) qui tient compte des facteurs sociaux et environnementaux en plus des éléments à caractère purement financier (Choffel et Meyssonnier, 2005).

Les recherches récentes insistent sur le rôle de la BSC tant qu'outil de mesure de la performance globale contournant les limites des mesures traditionnelles. La BSC est fondée sur la notion de chaîne de valeur, autrement, un processus de création de valeur est une chaîne de causalités bien structurées basées sur les liens d'interdépendance entre les différentes dimensions de la performance. Initialement introduit par deux chercheurs, Kaplan et Norton (1992, 1992 et 2001) en contexte anglo-saxon, le tableau de bord stratégique, ou prospectif, est considéré comme outil d'excellence qui intègre les aspects financiers et les aspects non financiers. Le rôle principal du tableau de bord prospectif BSC est de permettre un alignement des comportements opérationnels et des objectifs stratégiques (Choffel, Meyssonnier, 2005) justifiant une démarche multiple et coordonnée contrairement à la conception du tableau de bord suivant la méthode française fondée sur une conception politique de la stratégie, alors que la BSC présente les objectifs opérationnels comme une concrétisation sur le terrain de la stratégie.

La logique BSC s'articule autour de quatre axes incluant indicateurs quantitatifs et qualitatifs, à savoir:

- Axe « finance » : mesurant le niveau et l'évolution des performances financières de l'entreprise ;
- Axe « clients » : qui regroupe les indicateurs qui permettent d'évaluer ce qui génère une satisfaction présente ou future du client) ;
- Axe « processus internes » : Il s'agit de s'interroger sur la façon dont la gestion des opérations et des processus peut contribuer à fournir un avantage concurrentiel à l'entreprise ;
- Axe « apprentissage organisationnel » : Qui concerne essentiellement la façon dont on gère les moyens humains et les savoirs en vue d'atteindre les objectifs stratégiques définis précédemment.

Maintenant après avoir mis le point sur la notion de performance globale, ces modes de mesure et quelques limites concernant les méthodes classiques basées sur les SCG traditionnels, nous allons nous focaliser sur une autre dimension de la performance plutôt orientée vers les aspects de productivité, autrement, il s'agit de gérer le quotidien des entreprises en dehors des considérations stratégiques tout en respectant les grandes lignes directrices de l'activité et qui font référence à la politique globale de la firme. Il s'agit de la notion de performance opérationnelle qui revêt une importance particulière dans la mesure où elle permet de guider les choix stratégiques à travers l'évaluation de l'efficacité des actions courantes de l'entreprise.

### **III. Le modèle financier de la performance**

La performance comme notion déjà évoquée, est au centre de toute démarche d'évaluation des entreprises. Selon une vision purement économique et financière, une entreprise performante est une entreprise

capable de créer de la valeur (Marion et al). La notion de valeur est fondamentale si nous considérons que la performance est un processus de création de valeur qui fait intervenir plusieurs acteurs et intervenants. Mesurer les performances financières des entreprises nécessite tout d'abord l'analyse de la valeur créée, autrement, la création de richesse se mesure à travers des approches différentes. Parmi ces approches, nous distinguons celle fondée sur deux concepts, *Economic value Added* (EVA) et *Market value Added* (MVA), deux concepts développés par Stewart (1991) sont devenus très populaires pour évaluer la qualité managériale des entreprises. Une deuxième approche concerne celle de la méthode des *free cashs flow*. Cette dernière approche est fondée sur une mesure privilégiant une logique des marchés financiers, autrement, tenir compte d'une évaluation à travers l'actualisation des flux futurs, est une mesure qui cherche une valorisation compatible avec la notion de juste valeur. La juste valeur est essentiellement utilisée comme mode d'évaluation comptable selon une vision économique et financière en dehors des considérations d'ordre juridique et fiscale. Ainsi, la notion de juste valeur fait référence à une notion fondamentale en finance, il s'agit de la notion de « valeur fondamentale » ou « valeur intrinsèque » qui nécessite la validation de certaines hypothèses comme celle de la rationalité des intervenants, ou encore celle de l'efficacité informationnelle des marchés financiers.

### **3.1 Les approches de mesure de la création de valeur selon une logique financière et économique**

Les approches de mesure de création de valeur sont devenues incontournables pour apprécier l'efficacité des actions managériales, les indicateurs EVA et MVA ou encore, la valeur présente par la méthode d'actualisation des flux, sont toutes issues de vision privilégiant en premier lieu la valeur de l'actionnaire. En effet, la création de valeur actionnariale est au centre de toute démarche d'évaluation des entreprises. Maintenant pourquoi privilégier les actionnaires ?

En dehors du principe de l'entreprise « citoyenne », les actionnaires sont au cœur d'une logique pragmatique qui consiste à préserver leurs intérêts. Cependant, ceci est loin d'être réalisé en discriminant les autres parties prenantes (Albouy, 2006). En effet, la création de richesse pour l'actionnaire passe nécessairement par le respect des intérêts des autres intervenants. La satisfaction des clients par exemple, est une condition nécessaire pour augmenter les volumes des ventes et atteindre l'efficacité commerciale. Ceci passe par la motivation des salariés afin qu'ils puissent améliorer leur productivité. Améliorer les conditions de production impose le respect d'une politique managériale qui intègre une dimension sociale visant une meilleure gestion des relations au sein de l'entreprise. Par ailleurs, l'efficacité et la qualité productive passent aussi par la qualité des liaisons avec les fournisseurs, les créanciers et les pouvoirs publics. Toutefois, toute démarche d'évaluation selon une approche axée sur l'actionnaire doit intégrer la dimension temporelle, ceci explique en partie l'application des mesures fondées sur l'actualisation des revenus futurs. Dans ce cas, il semble que même si l'actionnaire est la pierre angulaire dans tout processus d'évaluation, les interdépendances avec les autres dimensions de la performance montrent bien que la richesse de l'actionnaire est en adéquation avec une vision purement économique qui soutient l'hypothèse de continuité d'exploitation. Celle-ci ne peut être vérifiée que si on tient compte des rôles que jouent les différentes parties prenantes, des objectifs communs, et de l'intérêt général en dehors d'une vision restrictive centrée sur l'actionnaire.

Maintenant quelles sont les approches de mesure de la valeur de l'actionnaire ? Pour répondre à cette question nous présenterons une première approche fondée sur le modèle EVA/MVA puis une deuxième approche consistant à introduire les méthodes actuarielles conformément aux enseignements de la théorie financière contemporaine.

#### **3.1.1 Le modèle EVA/MVA**

Les modèles fondés sur la mesure des deux indicateurs MVA et EVA, nécessitent de définir précisément des grandeurs comme le coût du capital et la rentabilité des capitaux investis.

Les capitaux investis sont définis à partir des fonds propres et des dettes financières nettes, cependant, il est souvent avancé que pour déterminer les fonds propres, l'approche patrimoniale a l'avantage d'être plus précise que l'approche économique. Par ailleurs, certains postes feront l'objet d'estimations, comme les écarts de réévaluations par exemple.

Pour la rentabilité des capitaux investis, le calcul de l'EVA tient compte de la rentabilité opérationnelle (Denglos, 2005), autrement, les déformations qui peuvent survenir sont à l'origine des produits financiers et des éléments exceptionnels. Ainsi, pour les fonds propres, leur intégration dans la formule de calcul de l'EVA présente la limite d'être très sensible à la structure financière de l'entreprise. Un élément très important à prendre en considération concerne donc le coût des capitaux investis. C'est le coût du capital qui exprime les attentes des bailleurs de fonds. Le coût du capital correspond à une moyenne pondérée des dettes et des capitaux propres selon la formule suivante :

$$CMPC = \frac{1}{1+\gamma} \times r + \frac{\gamma}{1+\gamma} \times (1-\tau) \times i$$

Avec :

$\gamma$ : Dettes financières/fonds propres ;

$r$ : Rentabilité pour les actionnaires ou rentabilité des fonds propres (nette d'impôt) ;

$\tau$ : taux d'imposition

$i$ : coût des dettes financières avant impôt .

### **Economic Value Added (EVA)**

EVA comme indicateur de mesure de la valeur actionnariale exprime le profit économique pour l'actionnaire, cette notion de profit économique a été introduite par Marshall (1890) comme le bénéfice qui reste pour l'actionnaire après déduction de la rémunération des capitaux employés.

L'EVA se calcule de la manière suivante :

$$\mathbf{EVA = Capital investi \times (ROIC - WACC)^1}$$

Avec:

ROIC = *Return On Invested Capital* ou rentabilité sur les capitaux investis ;  
WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, ou coût moyen pondéré des capitaux.

Lorsque l'EVA est négative, on dit que l'entreprise est destructrice de la valeur, et lorsque cet indicateur devient positif, l'entreprise est créatrice de la valeur.

### **Market Value Added (MVA)**

La MVA est une autre mesure de la création de valeur par l'entreprise, cet indicateur présente la particularité de permettre une détermination de la richesse cumulée depuis la création de l'entreprise, il exprime la différence entre la valeur de marché des capitaux investis et la valeur comptable qui correspond aux capitaux apportés par les actionnaires.

$$\mathbf{MVA = VM - VC (Valeur de marché - valeur comptable)}$$

Mathématiquement la MVA est une somme actualisée des EVA sur plusieurs périodes, ainsi les deux indicateurs sont reliés par la formule suivante :

$$\mathbf{MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + CMPC)^t}}$$

### **3.1.2 Évaluation par les *free Cashs flow* (FCF): enseignements de la théorie financière**

La méthode qui consiste à déterminer la valeur par l'actualisation des flux futurs, pose la question sur la nature de ces flux. En se référant à la théorie financière moderne, les recherches menées en contexte américain depuis le début du 20<sup>ème</sup> siècle ont montré que l'hypothèse qui a dominé les approches de détermination de la valeur, est fondée sur l'hypothèse d'objectivité de celle-ci, ainsi selon la théorie financière moderne, la valeur d'un actif correspond à la somme actualisée des flux futurs procurés par la détention de l'actif en question. Ainsi, il s'agit de déterminer ce que les chercheurs en finance de marché appellent communément « valeur fondamentale », ou « valeur intrinsèque » obtenue par la formule suivante :

$$\mathbf{V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{FCF_n}{(1 + CMPC)^n}}$$

Avec  $V_0$ , la valeur actuelle ou valeur fondamentale de la firme, et  $V_n$  sa valeur résiduelle.

Cependant, la notion de valeur fondamentale est une notion développée suite aux travaux en finance et en particulier en finance de marché qui ont montré que les valeurs des actifs cotés oscillent autour de leurs valeurs fondamentales. L'égalisation des valeurs à leurs fondamentaux s'appuie sur deux notions fondatrices en finance, l'hypothèse d'efficacité informationnelle et celle de la rationalité parfaite.

L'efficacité informationnelle est une théorie développée grâce aux travaux d'Eugene Fama (1965,1970), cette hypothèse fondamentale en finance stipule que l'équilibre du marché implique la convergence des valeurs vers une valeur moyenne correspondant à la valeur fondamentale, en effet l'hypothèse d'efficacité informationnelle est définie comme l'intégration de toutes les informations disponibles de sorte qu'on peut pas réaliser des prévisions en se basant sur des informations supplémentaires, ces informations qui peuvent être passées, publiques ou privées.

Une condition de l'efficacité informationnelle selon Fama, est une autre hypothèse fondamentale en finance, il s'agit de l'hypothèse des anticipations rationnelles développée par Muth en 1961. En effet, selon cette hypothèse, tous les agents sont capables de construire correctement leurs anticipations conditionnellement à un ensemble d'informations disponibles. Ainsi le contenu informatif est indispensable dans toute démarche d'évaluation des actifs y compris les entreprises. Dans ce contexte, une approche fondée sur le marché comme

<sup>1</sup>Michel Albouy, « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », Revue française de gestion 2006/1 (no 160).

celle des FCF suppose tout d'abord la validité de ces hypothèses avant de pouvoir déterminer la valeur en s'appuyant sur les modèles dynamiques comme celui de Gordon et Shapiro (1956) considéré comme une version du modèle d'actualisation des dividendes futurs lorsqu'il s'agit d'évaluer les actions d'entreprises cotées dont on anticipe une croissance constante des dividendes.

Si nous retenons la formule de la valeur selon le modèle des FCF, une évidence est que les dividendes ne sont pas connus à l'infini, une telle situation était à l'origine des modèles développés par des chercheurs soutenant, sous condition de transversalité<sup>2</sup> qu'on ne doit pas tenir compte des horizons plus loin pour appliquer la formule, sinon ils deviennent inutilisables en pratique. Parmi ces chercheurs, Gordon et Shapiro proposent une résolution du problème en considérant une autre hypothèse simplificatrice qui soutient que les dividendes ont un taux de croissance constant dans le temps, ainsi la valeur actuelle s'obtient par la formule suivante :

$$V_0 = \frac{Div}{t - g}$$

*Div* étant le dividende, *t* et *g* respectivement le taux d'actualisation et le taux de croissance des dividendes.

Cette évaluation s'applique surtout pour les entreprises cotées, ceci est en adéquation avec l'esprit fondamentaliste de la finance qui suppose que la rationalité des investisseurs sur un marché efficient au sens informationnel, permet une parfaite évaluation en évitant les déviations par rapport aux fondamentaux, ces derniers étant essentiellement représentés par les dividendes, constituent ce que les théoriciens en finance considèrent de l'information pertinente. Dans ce cadre d'analyse, un investisseur rationnel construit ces anticipations en fonction d'une préalable analyse fondamentale, ensuite, sa décision est fonction des déviations constatées par rapport aux valeurs réellement observées.

Selon la formule de Gordon et Shapiro, deux variables fondamentales sont à considérer, les dividendes, et le taux d'actualisation. Ce dernier étant le taux de rendement exigé par les investisseurs, il doit tenir compte de la performance financière à long terme de l'entreprise en plus des hypothèses de rationalité et d'efficience que nous avons déjà mentionnée. Selon Florence (2004), le modèle de valorisation classique repose sur l'hypothèse des marchés parfaitement efficients, c'est-à-dire des marchés qui sont définis par un comportement rationnel des investisseurs, une transparence des marchés, et surtout une anticipation des performances financières futures des entreprises. Maintenant comment peut-on définir clairement la performance financière d'une entreprise ? Et quelles sont ses différentes approches de mesure ?

### **3.2 Les approches de mesure de la performance financière**

Mesurer la performance est par nature une tâche complexe (Jeanjean et Martinez, 2005), cependant, cette tâche trouve son utilité dans des objectifs de différentes natures. En effet, évaluer les performances financières permet de suivre l'efficacité managériale d'une part, et de prendre des décisions d'investissement pour des projets futures d'autre part. Il s'agit dans ce cadre, de deux mesures de natures différentes mais complémentaires, une première mesure correspond à une analyse rétrospective de la performance, autrement, il s'agit d'un contrôle à posteriori réalisé pour rendre compte de l'efficacité des actions passées. Une deuxième mesure correspond à une analyse prédictive qui consiste à évaluer la performance future des projets d'investissements, et permettre, par la suite, de prendre des décisions concernant l'acquisition, la vente ou la conservation d'actifs par exemple. Maintenant pour mesurer la performance financière, la littérature empirique révèle l'existence de deux approches fondamentales, une première approche issue d'une vision comptable, et une deuxième approche de nature boursière.

#### **3.2.1 L'approche comptable de mesure de la performance financière**

Au sein de toute organisation, la mesure de la performance financière revêt une importance particulière, la comptabilité étant que système d'information est en mesure de fournir plusieurs indicateurs de performance, ces mesures entrent dans le cadre d'une évaluation des rentabilités enregistrées (Amblard, 2008). Il s'agit d'un ensemble de grandeurs calculées en général à partir d'un seul indicateur, le résultat net (RN). De ce fait, plusieurs chercheurs insistent sur le rôle du RN comme premier indicateur de performance selon une vision purement comptable. Ensuite, à partir du RN, d'autres indicateurs sont à retenir, pour rendre compte des réalisations sous forme de rentabilités sur plusieurs niveaux (celle des actifs ou des capitaux propres...).

a- Les fondements théoriques de la rentabilité économique et financière

Depuis les travaux de Modigliani Miller (1958), les débats autour de la question de rentabilité concernent particulièrement la relation entre rentabilité économique et rentabilité financière en insistant sur le rôle de la structure financière de la firme dans l'évaluation de la rentabilité économique. Dans ce contexte

---

<sup>2</sup> La condition de transversalité signifie qu'à l'infini, la valeur de l'action tend vers 0, pour ne retenir que le résultat de la formule de Gordon et Shapiro, autrement, la valeur fondamentale est fonction des dividendes futurs, et sous la même condition on ne tient pas compte des dividendes sur un horizon plus loin.

Modigliani et Miller (1958) montrent que sous l'hypothèse de marchés parfaits<sup>3</sup> et d'absence de distorsion<sup>4</sup> fiscale, la rentabilité économique doit être supérieure au taux d'intérêt, cette rentabilité augmente tant que le coût moyen pondéré du capital est inférieur à la rentabilité anticipée. Ces principes changent par contre en présence de fiscalité, en effet, la fiscalité donne une prime à l'endettement dans la structure financière du fait de la déductibilité fiscale de la base imposable (Modigliani et Miller, 1963). En outre, vue le caractère restrictif de l'hypothèse de perfection des marchés, les interactions entre parties prenantes s'imposent à travers la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) ou encore la théorie du signal (Ross, 1977). L'émergence de ces théories s'inscrit dans le cadre de l'étude de l'impact de la structure de propriété sur la performance financière, ceci provoque une grande diversité d'opinions sur la nature des mesures de rentabilités et notamment sur la multiplicité d'indicateurs de mesure (Charreaux, 1991). Selon des visions fondées sur la théorie de l'agence, Fama et Jensen (1983) considèrent l'organisation comme un ensemble de contrats en se basant sur le principe d'une sélection naturelle, celle-ci fait référence à une forme qui minimise les coûts liés à la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants, mais également entre les autres parties prenantes comme les salariés par exemple. La théorie de Fama et Jensen est présentée comme une vision interactive des comportements au sein de l'entreprise. Les conclusions principales d'une telle théorie ne considèrent que deux formes organisationnelles, une forme qui tient compte des séparations propriétés-décisions, et une forme sans séparation propriétés-décisions. Ces deux formes (Charreaux, 1991) constituent un cas particulier du rôle et de l'impact de la structure du capital sur la performance du point de vue comptable. Les recherches dans ce cadre, insistent sur la part du capital détenu par les dirigeants et son impact sur les niveaux de performance via la relation linéaire négative démontrée entre niveau du capital détenu et ampleur des conflits d'intérêt entre actionnaires et dirigeants. Jensen et Meckling (1976) pensent que les conflits sont faibles en raison de la propriété managériale, d'où la convergence sous cette condition, des intérêts des managers et des actionnaires (Madani et Khelif, 2005).

Si la plupart des recherches soutiennent l'idée d'une relation linéaire entre propriété du capital et conflits d'intérêts, d'autres études montrent plutôt une relation non linéaire, en effet, Mork, Shleifer et Vishny (1988) montrent une relation non linéaire entre le capital détenu par les dirigeants et le Q de Tobin<sup>5</sup>. Cette relation non linéaire est due à la coexistence de deux hypothèses, l'hypothèse de convergence des intérêts et l'hypothèse « d'enracinement managérial »<sup>6</sup>.

Maintenant si la structure de propriété du capital a été prudemment étudiée en ce qui concerne son influence (positive ou négative) sur le niveau des conflits d'intérêts, et surtout sur les niveaux de performance. La littérature financière révèle un autre facteur susceptible d'impacter cette relation, il s'agit de la concentration du capital<sup>7</sup>, en effet, Shleifer et Vishny (1986) montrent l'importance du rôle des gros actionnaires car il existe selon ces chercheurs, une relation positive entre concentration du capital et performance financière. Cette relation a été démontrée dans d'autres études soutenant l'impact positif sur la performance des structures concentrées surtout lorsqu'il s'agit d'investisseurs institutionnels (Agrawal et Mandelker (1990), Minton (1994), Morck, Nakamura et Shivdasani (2000)). Par ailleurs, d'autres chercheurs suggèrent qu'il n'y a pas de relation significative entre concentration et performance des firmes, autrement, il n'existe pas de différence de performance entre firmes à capital diffus et firmes dont le capital est détenu par un actionnaire majoritaire (Holderness et Sheehan (1988), Demsetz et Lehn (1985)).

Maintenant ce qui semble plutôt intéressant dans notre développement, est que les diverses opinions sur la nature de la relation entre structure du capital et performance financière, ont conduit à une diversité d'indicateurs de mesure de celle-ci, et surtout à une grande confusion quant à la notion même de performance. Dans ce contexte, la théorie financière a bien retenu deux optiques pour appréhender la performance financière, autrement, la performance du point de vue comptable se mesure à travers deux indicateurs, la rentabilité économique ou maximisation de la valeur globale, et rentabilité financière ou maximisation de la valeur des fonds propres sachant que la rentabilité se mesure généralement en rapportant un flux au numérateur à un stock au dénominateur. Maintenant comment peut-on obtenir une mesure de la rentabilité économique et de la rentabilité financière?

#### b. La mesure de la rentabilité économique et de la rentabilité financière

En dehors de toute considération des flux prospectifs qui font référence à des mesures fondées sur une vision plutôt boursière que comptable, la mesure de la rentabilité en considérant les données agrégées des

---

<sup>3</sup> Un marché parfait est un marché de concurrence parfaite et de libre circulation de l'information, autrement il s'agit d'un marché efficient, selon les trois dimensions de l'efficience, au sens informationnel, efficience allocative et efficience opérationnelle.

<sup>4</sup> Une distorsion de marché est un écart dans l'attribution des ressources économiques de l'état dans lequel chaque agent maximise son propre bien-être. Un impôt proportionnel sur le revenu, par exemple, est distorsionnaire, tandis qu'un impôt forfaitaire ne l'est pas. Dans un équilibre concurrentiel, un impôt proportionnel au revenu décourage le travail.

<sup>5</sup> Le Q de Tobin est une théorie des choix d'investissement élaborée en 1969 par l'économiste James Tobin. Un Q supérieur à 1 signifie que l'entreprise en question a intérêt à augmenter son stock de capital fixe (donc à investir), car l'augmentation de la valeur boursière sera supérieure au montant investi.

<sup>6</sup> La théorie de l'enracinement repose essentiellement sur le fait qu'un individu et particulièrement un manager, dirigeant cherche à se rendre irremplaçable, ou incontournable par sa position, pour empêcher certaines évolutions, actions de contrôle, etc.

<sup>7</sup> Concentration du capital : Regroupement du capital social autour de quelques actionnaires. La concentration de capital permet de stabiliser l'actionnariat et d'éviter les offres de rachat.

entreprises correspond à une évaluation plutôt comptable de la performance. La littérature financière retient deux notions essentielles, la rentabilité économique et la rentabilité financière<sup>8</sup> qui intéresse plutôt les actionnaires que les autres parties prenantes, elle se mesure de la formule suivante :

$$\text{rentabilité financière} = \frac{\text{résultat net}}{\text{fonds propres}}$$

La rentabilité financière rend compte du rendement de l'investissement des apporteurs des capitaux, la littérature financière retient d'autres ratios qui peuvent être utilisés (Moati,2000), à savoir pour une conception plus large de la rentabilité la relation devient :

$$\text{rentabilité financière} = \frac{\text{résultat courant}}{\text{fonds propres} + \text{dettes à long et moyen terme}}$$

La rentabilité financière correspond au rendement des capitaux propres (*return on equity* ROE), plus ce ratio est élevé plus l'entreprise réalise du profit. Cependant, un tel profit ne peut être réalisé que si l'entreprise améliore sa rentabilité économique considérée comme déterminant principal de la rentabilité financière, une telle conclusion a été démontrée dans plusieurs études (Lévy-Garboua et Maarek (1985), Plihon (2002) en raison de la stabilité de la rentabilité économique d'une part, et en raison de la relation linéaire liant les deux mesures d'autre part. Alors pour mesurer la rentabilité économique, généralement on rapporte le résultat net d'exploitation aux capitaux non financiers, ou d'une manière plus générale aux apports nets des créanciers et des actionnaires.

$$\text{rentabilité économique} = \frac{\text{résultat net d'exploitation RNE}}{\text{actif économique AE}}$$

Ce ratio exprime le rendement des actifs (*return on assets* ROA), la rentabilité économique exprime aussi le rendement de tous les capitaux engagés dans la mesure où l'actif économique correspond aux capitaux propres et à la somme des endettements nets. La rentabilité économique mesure la richesse en tenant compte des facteurs de production, ainsi le lien entre productivité du capital et rentabilité économique s'obtient à travers cette formule:

$$RE = \frac{RNE}{\text{Valeur ajoutée VA}} \times \frac{\text{Valeur ajoutée VA}}{AE}$$

D'où  $RE = \text{Taux de marge} \times \text{productivité du capital}$

Maintenant s'agissant du lien entre RE et RF, la différence entre ces deux grandeurs correspond à ce que la littérature financière appelle « effet de levier » :

$$\text{effet de levier} = (RE - r) \times \frac{\text{endettement net}}{\text{fonds propres}} = RF - RE$$

Avec  $r$ , le coût de l'endettement, l'effet de levier exprime la relation positive entre rentabilité financière et le levier financier (endettement net/fonds propres). Ceci explique pourquoi le passage de la rentabilité économique à la rentabilité financière intègre la structure financière dans la mesure où l'entreprise peut recourir pour financer son activité soit aux fonds propres, soit à la dette.

Jusqu'ici, les ratios retenus pour appréhender la performance financière sont issus des données comptables, ceci doit être réalisé avec prudence, d'une part ces données doivent être cohérentes et sincères. D'autre part, lorsqu'il s'agit des entreprises cotées, il existe des différences considérables au niveau des calculs en passant aux indicateurs comptables issus des comptes établis selon les normes locales aux états financiers selon les normes internationales. En effet, Les normes *International Financial Reporting Standards* (IFRS)<sup>9</sup> optent pour des principes comptables bien différents des normes nationales, comme le principe de « la juste valeur » et celui du « résultat global »<sup>10</sup> au lieu du résultat net classique. L'introduction des normes internationales avait une vision claire qui consiste à faire un rapprochement entre la valeur de marché des firmes et la valeur comptable à travers le cours de bourse, ceci poserait implicitement des changements quant aux mesures des performances financières lorsqu'il s'agit d'indicateurs comptables inscrits en normes IFRS. Maintenant suivant une telle vision de marché qui fait référence à la juste valeur, comme notion fondamentale, comment peut-on mesurer la performance financière des firmes en privilégiant les mesures de marché ?

<sup>8</sup> Bulletin de la banque de France (2005), « Mesure de la rentabilité des entreprises », N 134, p.32.

<sup>9</sup> Les normes IFRS se présentent comme un nouveau référentiel comptable qui abandonne le principe du coût historique au profit du principe de juste valeur. Pour obtenir une définition de la juste valeur, il faut se référer à différentes IAS (International Accounting Standards est l'ancienne appellation des normes internationales) (IAS16, IAS38, IAS32 et IAS39). L'IAS 39 définit la juste valeur dans son paragraphe 9 comme : « [...] le montant pour lequel un actif, pourrait être échangé, en passif éteint entre parties bien informées, consentantes et agissant dans les conditions de concurrence normale ».

<sup>10</sup> Selon le FASB (Financial Accounting Standards Board) : « le résultat global est une mesure extensive des effets des transactions et autres événements d'une entité comprenant toutes les variations de l'actif net à l'exception de celles résultant d'apports ou de distribution aux propriétaires ».

### 3.2.2 Les mesures de la performance selon une vision de marché : les mesures de nature boursière

Les mesures de la performance financière selon une vision de marché s'imposent comme alternatives aux mesures traditionnelles en insistant sur l'importance de la valeur boursière de l'entreprise pour représenter fidèlement la valeur créée. Il s'agit de ratios qui prennent en compte la variation des cours boursiers (Vance,1975), le rendement du marché (Pava et Krausz,1996), ou bien des mesures issues de développements théoriques antérieurs comme le Q de Tobin et le ratio de Marris, ou encore les mesures issues de la théorie du portefeuille.

#### a. Q de Tobin et ratio de Marris

Sur un horizon infini, le q de Tobin constitue une anticipation des rentes en rapportant la somme des valeurs de marchés aux capitaux investis représentés par les valeurs de remplacement comme dans la formule suivante :

$$q = \frac{\text{valeur de marché ( capitaux propres + dettes)}}{\text{coûts de remplacement des actifs}}$$

D'après Tobin (1969), les entreprises prennent des décisions d'investir dans de nouveaux projets si le marché permet de valoriser ces projets au-delà des coûts engendrés. Le q de Tobin est censé permettre une estimation de la façon dont on anticipe les revenus futurs, c'est une manière de rendre compte de la capacité du management à générer des flux positifs est suffisamment supérieurs aux flux obtenus en vendant les actifs en question. Dans ce cas un q supérieur à 1 s'interprète comme la capacité de l'entreprise à générer des profits.

Un autre ratio respecte la même logique que le q de Tobin, il s'agit du ratio de Marris qui ne retient que les capitaux investis directement par les actionnaires (Charreaux, 1998).

$$\text{Ratio de Marris} = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Valeur comptable des capitaux propres}}$$

Ce ratio se mesure en valeur relative, en effet lorsqu'il est supérieur à 1, l'entreprise est créatrice de la valeur sinon elle est destructrice de celle-ci.

Ces deux indicateurs présentent certaines limites liées aux flux de revenus qui nécessitent leur actualisation, or d'après la théorie financière, les méthodes d'actualisation se fondent sur deux hypothèses essentielles, qui sont l'anticipation rationnelle et l'efficacité des marchés financiers, cette dernière hypothèse stipule que la valeur de marché reflète réellement et correctement la valeur de la firme. Les autres critiques concernent les mesures relatives de la création de valeur, contrairement aux mesures dans l'absolu, ensuite le fait d'avoir un ratio supérieur à 1 laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à celle requise par les différents apporteurs de capitaux et qu'on détermine par le CMPC

#### b. Les ratios issus de la théorie du portefeuille

Il s'agit de trois mesures, l'indice de Sharpe (1966), l'indice de Treynor (1965) et l'indice Alpha de Jensen (1968). Selon la théorie du portefeuille de Markowitz (1952) il s'agit de mesures de performance incluant la variable risque, ce dernier étant en rapport avec les fluctuations de l'espérance de rendement, est appréhendé par l'écart type. Ces fluctuations d'après le modèle de marché développé suite aux travaux de Markowitz par Sharpe (1964) Lintner (1965) et Mossin (1966) sont fonction de deux facteurs, le risque systématique représenté par les fluctuations du marché, et le risque spécifique lié à des facteurs spécifiques propres à l'entreprise ou à l'actif en question. Ainsi, selon la formule développée par ces chercheurs, le **Modèle d'Évaluation des Actifs Financier** (MEDAF) représente la rentabilité comme mesure de la performance d'un titre ou d'un portefeuille de titres selon la formule suivante:

$$R_e = R_f + \beta [E_m - R_f]$$

Avec  $R_e$  la Rentabilité du Portefeuille,  $R_f$  le rendement de l'actif sans risque,  $E_m$  est l'espérance de rendement du marché et  $\beta$  mesure la sensibilité du rendement du portefeuille aux fluctuations du marché, il mesure le risque systématique. En se référant à ce modèle qui est devenu très populaire, les trois indices (Sharpe, Teynor et apha de Jensen) sont utilisés comme indicateurs de mesure des performances financières selon une vision purement boursière qui ne retiennent aucun indicateur comptable dans leurs formules de calcul.

**Ratio de Sharpe** : il permet la mesure de la rentabilité d'un portefeuille en fonction du risque selon la formule suivante :

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Avec  $S_p$  le Ratio de Sharpe,  $R_p$  le rendement du portefeuille risqué,  $R_f$  le rendement de l'actif sans risque et  $\sigma_p$  la volatilité du portefeuille mesure par l'écart type du rendement et qui estime le risque.

Si le ratio est négatif, on conclut que le portefeuille sous performe un placement sans risque et donc il n'est pas logique d'investir dans un tel portefeuille.

Si le ratio est compris entre 0 et 1, cela signifie que l'excédent de rendement par rapport au taux sans risque est plus faible que le risque pris.

Si le ratio est supérieur à 1, alors le portefeuille surperforme un placement sans risque et donc il génère une plus forte rentabilité.

**Ratio de Treynor** : à l'instar du ratio de Sharpe, l'indice de Treynor permet la mesure de la rentabilité en fonction du risque selon la formule suivante :

$$RTp = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

D'après cette formule, on a remplacé l'écart type du rendement  $t$  du portefeuille dans la formule de Sharpe par le  $\beta$  du portefeuille qui mesure son risque systématique ou bien sa sensibilité aux mouvements du marché. De la même manière plus ce ratio est élevé plus la rentabilité est intéressante par rapport au risque encouru.

**L'alpha de Jensen** : cet indice représente l'écart entre le taux de rentabilité et le taux de rentabilité requis selon la formule du MEDAF.

$$\alpha = R - R_e$$

Un indice alpha positif signifie que l'entreprise crée de la valeur, autrement il mesure la performance par rapport à la performance théorique obtenue par le MEDAF.

Les indices de mesure issus de la théorie du portefeuille représentés ci-dessus supposent que les portefeuilles sont bien diversifiés, en effet, selon la théorie du portefeuille, la diversification permet l'élimination du risque spécifique, pour ne tenir compte que du risque systématique non éliminable. Ceci fait appel à un comportement de diversification constituant l'une des limites des mesures s'appuyant sur le modèle de marché comme cadre théorique de référence.

#### IV. CONCLUSION

Dans ce papier nous avons présenté les principales approches de la performance de l'entreprise. Suivant une approche globale, il s'agit de prendre en considération le caractère multidimensionnel de la performance. La performance globale s'obtient donc en intégrant les autres dimensions, à savoir, la dimension organisationnelle, opérationnelle, sociale et sociétale, cependant, nous avons montré que la performance dans sa dimension financière et économique présente des liens d'interdépendance avec les autres dimensions. En outre, les mesures de la performance financière se distinguent selon deux visions principales, une première vision comptable statique, à travers des indicateurs de mesure calculés à partir des états financiers des firmes, et des mesures fondées sur le marché privilégiant une évaluation de la santé financière à travers l'évolution des paramètres de marché en négligeant les informations issues de la comptabilité. Cependant, cette dernière vision est valable sous certaines conditions notamment l'efficacité informationnelle des marchés financiers. En effet, sur un marché efficace, les prix reflètent les fondamentaux des entreprises de sorte que, valeur comptable et valeur de marché soient relativement identiques. Sur un marché où l'efficacité n'est pas réalisée, la littérature financière montre des écarts importants entre valeurs fondamentales et fondamentaux, chose qui rend toute approche fondée sur les indicateurs du marché relativement non-significative.

#### REFERENCES

- [1]. Barette, J., Bérard, J., Gestion de la performance. Lier la stratégie aux opérations. Revue Internationale de Gestion, 2000.vol 24, n° 4, Hiver, p. 12-19.
- [2]. Bourguignon, A., La performance, essais de définition. Revue française de comptabilité, 1995 .n°269, juillet-aout, p.60-65.
- [3]. Bourguignon, A., Représentations de la performance : le contrôle de gestion ne suffit pas, in Congrès Performance et Comptabilité. XIXe siècle, Association Française de Comptabilité, Nantes,1998. V2, p. 537-553.
- [4]. Charreaux, G. 1991 . Structure de propriété, relation d'agence et performance financière ». In: Revue économique, 1977. volume 42, n°3, pp. 521-552.
- [5]. Choffel, D., Meyssonier, F., Dix ans de débats autour du Balanced Scorecard. Comptabilité et Connaissances, France, 2005.
- [6]. Crutzen, N., Van Caillie, D., Le pilotage et la mesure de la performance globale de l'entreprise : Quelques pistes d'adaptation des outils existants. Humanisme et Entreprise, 2010. 297 2 , 13 32.
- [7]. Evrard, Y., Pras, B., Roux, E., Desmet, P., Dussaix, A. M., & Lilien, G. L. Market-Fondements et méthodes des recherches en marketing, 2009. No. hal-00490724 .
- [8]. Fama E.F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. 1970. 28-30, pp. 383-417.
- [9]. Fama, E.F., Jensen, M.C., Separation of ownership and control. Journal of law and Economics, 1983. 26, June, p. 301-326.
- [10]. Friedman, . The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine 1970, September, 13.
- [11]. Gond, J.P. . Construire la relation positive entre performance sociétale et financière sur le marché de l'ISR : de la performance à l'autoréalisation ? In: Revue d'économie financière, 2006. n°85. pp. 63-79.
- [12]. Jensen, M.C., Meckling, W.H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. 1976. Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- [13]. Jensen, M.C., Meckling, W.H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 1976. 3, 305-360.

- [14]. Kaplan, S., Minton, B., Appointments of Outsiders of Japanese Boards. Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 1994. 23, pp. 225-258.
- [15]. Lévy-Garboua, V., Maarek, G., La dette, le boom, la crise. Paris, *Economica*. Mayer C. 1985 « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, 32, p. 1167-1189.
- [16]. Lintner, J., The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 1965. 47, 13-37.
- [17]. Markowitz, H., Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 1952. Vol. 7, No. 1. pp. 77-91.
- [18]. Marmuse, C., Performance in SIMON Y. & JOFFRE P. sous la direction de : *Encyclopédie de Gestion*, 1997 . Tome 2, 2è éd, Ed *Economica*, p. 2194-2207.
- [19]. Melchior S., La performance : une dimension fondamentale pour l'évaluation des entreprises et des organisations., 2013. (hal-00842219)
- [20]. Meyssonier, F., Rasolofo, F. . Le contrôle de gestion entre responsabilité globale et performance économique : le cas d'une entreprise sociale pour l'habitat. Actes du congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, 2007. Poitiers.
- [21]. Modigliani, F., & Miller, M. H., Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 1963, 53 3 , 433-443.
- [22]. Modigliani, F., Miller, M., The Cost of Capital Corporation Finance And the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958. vol. 48, pp. 162-197.
- [23]. Morck, R., Nakamura, M., Shivdasani A. . Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan, *Journal of Business*, 2000. 73, pp. 539-567.
- [24]. Morck, R., Nakamura, M., Shivdasani A., Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan. *Journal of Business*, 2000, 73, pp. 539-567.
- [25]. Mossin, J., Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 1966 .34, 768-783.
- [26]. Muth, J.F., Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, Published by: The Econometric Society, 1961. Vol. 29, No. 3 Jul, pp. 315-335
- [27]. Plihon, D., Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance. Rapport du Commissariat général au Plan, 2002.
- [28]. Preston, L.E., O'bannon, D.P., The corporate social-financial performance relationship: a typology and analysis". 1997 *Business and Society*, 36, 419-429.
- [29]. Ross, S.A.. The Determination of Financial Structure; the Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics* Vol 8, 23-4.
- [30]. Savall, H., & Zardet, V. . Recherche en Sciences de Gestion: Approche Qualimétrique, observer l'objet complexe , 2004.No. halshs-00783087 .
- [31]. Sharpe, W. F., Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2: Supplement on Security Prices, 1966. pp. 119-138.
- [32]. Sharpe, W.F., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance* 1964.
- [33]. Shleifer, A., Vishny, R.W., Management ownership and market valuation An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988. 20 293-315. North-Holland.
- [34]. SogbossiBocco, B.. Perception de la notion de performance par les dirigeants de petites entreprises en Afrique. *La Revue des Sciences de Gestion*, 2010. n°241 , p. 117-124.
- [35]. Stewart, G.B., *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business, New York 1991.
- [36]. Treynor J., How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 1965. 43 1 , 63-75.
- [37]. Yao, J. M., *Econometric approach of European Banks' Determinants of profitability*. Munich Personal RePEC Archive 2005.