

Le point sur ... La mesure de performance des entreprises

Gérard Charreaux
Professeur à l'Université de Bourgogne

La question de la mesure de performance de l'entreprise s'inscrit dans le cadre du référentiel compétitif. Traditionnellement, il s'agit de savoir si une entreprise a su créer ou est en mesure de créer, sur un horizon déterminé, davantage de valeur pour ses actionnaires que ses concurrentes. Le référentiel sous-jacent qui s'appuie sur la théorie financière néoclassique, suppose notamment que les marchés sont parfaitement concurrentiels et que les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires, supposés seuls propriétaires de l'entreprise. La valeur créée qui trouve son origine dans le flux de rentes secrété par la firme, revient exclusivement aux actionnaires, les autres participants (créanciers, salariés...) au processus de création de valeur étant censés recevoir par contrat la rémunération d'équilibre fixée sur le marché de la ressource qu'ils apportent. Dans ce cadre simplifié, la question de la mesure de performance se résout de façon triviale, notamment car il y a séparabilité des aspects décisionnels concernant la création et la répartition de la valeur.

Il en va différemment si on adopte des hypothèses plus conformes à l'observation de la réalité, autrement dit, qui permettent de prendre en compte d'une part, les phénomènes d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts entre les agents qui concourent à la création de valeur et d'autre part, l'impossibilité de rédiger des contrats complets — qui permettraient de résoudre les conflits portant sur l'appropriation *ex post* des rentes, c'est-à-dire de la valeur créée —, en raison des limites de la rationalité et de l'incertitude. Au sein de ce cadre théorique modifié¹ qui sous-tend la théorie économique-financière récente, les actionnaires ne sont plus les seuls propriétaires, la répartition a une influence sur la création de valeur et, surtout, le problème de la mesure de performance change de substance. Dans le cadre traditionnel, la mesure de la performance ne remplit qu'un seul rôle, la valeur créée est mesurée (*ex ante* ou *ex post*) uniquement à des fins d'allocation des capitaux. Dès qu'on introduit les conflits d'intérêts, les comportements stratégiques des agents et l'incertitude, les mesures de performance retenues, qui font partie intégrante des systèmes d'incitation et de contrôle, influencent le processus de création de valeur. Par exemple, certaines mesures de performance peuvent inciter les dirigeants à entreprendre une politique d'investissement court-termiste sous-optimale. La dualité des rôles de la mesure de performance, allocation et incitation, complexifie ainsi sensiblement la problématique de l'évaluation de la performance et ce d'autant plus que la mesure est manipulable (par exemple par les dirigeants) ou que les éléments qui entrent dans l'évaluation sont imprécis, partiels ou difficilement vérifiables.

Cette dualité des rôles de la mesure de performance nous conduit à présenter, en premier lieu, l'approche traditionnelle de la mesure de performance, focalisée sur la valeur actionnariale, qui fait abstraction de la dimension incitative. En second lieu, nous montrons que l'élargissement de la problématique aux autres parties-prenantes et la prise en compte de la dimension incitative, conduisent à remettre en cause les mesures issues de l'approche financière traditionnelle. L'ignorance du jeu organisationnel par cette dernière permet d'expliquer que les entreprises — ou les autres agents économiques qui se soucient de mesurer la performance —, fassent appel à des critères autres que les critères financiers, par exemple, les critères comptables.

I. L'approche traditionnelle de la mesure de la performance

L'approche traditionnelle s'inscrit dans le cadre de la finance néoclassique, à vocation normative, dont le but est d'élaborer des règles d'allocation optimale des capitaux. Elle repose sur les principes fondant la mesure de performance sur le critère de la valeur actualisée des flux, avec ses adaptations successives permettant d'intégrer le prix du risque, grâce notamment aux différents modèles construits par la théorie du portefeuille, par exemple, le modèle d'équilibre des actifs financiers, le Medaf. L'efficience informationnelle supposée — l'efficience forte n'ayant jamais été prouvée —

des marchés financiers permet une mesure directe de la valeur de l'entreprise à partir des cours boursiers, conférant ainsi un caractère opérationnel aux mesures de performance proposées.

Dans ce cadre, la mesure de la valeur que s'approprient les actionnaires — la valeur actionnariale —, seuls « créanciers résiduels », s'identifie à celle de la valeur créée par l'entreprise et les différentes mesures proposées par la littérature théorique ne sont que des variations autour du même principe. Curieusement, on a assisté ces dernières années à l'apparition de « nouvelles mesures », préconisées par un certain nombre de cabinets-conseils, principalement anglo-saxons, base d'une gestion par la valeur actionnariale, qui ne sont que des avatars des critères les plus traditionnels. Cependant, afin de reconnaître l'effort d'adaptation et d'opérationnalisation que représentent ces nouvelles méthodes, elles feront l'objet d'une présentation distincte.

Bien que les mesures, issues de l'approche financière traditionnelle, diffèrent en apparence, elles retiennent toutes le même principe d'évaluation de la valeur créée, à savoir, le différentiel, prévisionnel ou réalisé, entre la valeur qui revient aux actionnaires et celle de leur investissement initial. Les différences tiennent principalement au mode d'appréhension de ce différentiel (valeur monétaire absolue, indice relatif...) et à l'horizon sur lequel il est considéré.

1.1. Les mesures issues de la recherche financière

Une recension des multiples études empiriques qui ont porté sur la performance des entreprises, révèle une pluralité de critères, qui supposent tous que la valeur boursière représente fidèlement la valeur créée par l'entreprise, cette hypothèse permettant en outre de résoudre facilement le problème de la mesure. Les critères principaux peuvent être regroupés en deux catégories. La première catégorie de mesures qui comprend le ratio Q de Tobin et le ratio de Marris, répond à un souci de quantification prévisionnelle, *ex ante*, de la performance. La seconde catégorie regroupe les mesures issues de la théorie du portefeuille, dont l'utilisation se fait principalement *ex post*, dans l'objectif d'évaluer la performance réalisée sur une période donnée.

1.1.1. Les mesures *ex ante*

Le ratio Q, proposé par Tobin, constitue dans son principe une mesure de l'ensemble des rentes anticipées, sur un horizon infini. Cette mesure se fait en rapportant la somme des valeurs de marché des titres détenus par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers) au montant des capitaux qu'ils ont investis. La valeur des capitaux investis est mesurée par le coût de remplacement des actifs financés, le plus souvent évalué à partir des immobilisations.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valeur de marché (capitaux propres + dettes financières)}}{\text{Coût de remplacement des actifs}}$$

Un ratio Q supérieur à l'unité signifie, à un moment donné, que la rentabilité secrétée par l'ensemble des actifs de la firme et anticipée par le marché, est plus élevée que le CMP (coût moyen pondéré du capital). Ce ratio — très proche dans sa formulation des critères de la valeur actuelle nette et de l'indice de profitabilité transposés à l'ensemble de l'entreprise — a fait l'objet d'un certain nombre de critiques, tenant en particulier à la non-considération des actifs immatériels dans l'évaluation du coût de remplacement des actifs et à la difficulté de mesurer ce coût. Dans de nombreuses études, cette dernière difficulté est surmontée en considérant que la valeur comptable des actifs inscrits au bilan représente une mesure acceptable, la faiblesse du biais ayant été confirmée par un certain nombre de recherches². De même, il est fréquent, malgré les biais induits, que la valeur « de marché » des dettes bancaires soit estimée par leur valeur bilantielle. L'importance actuelle des actifs immatériels conduit cependant à supposer que les performances estimées à partir du Q de Tobin sont vraisemblablement surévaluées.

Le ratio de Marris — l'inverse du *Book to Equity* ratio — repose sur la même logique que le Q de Tobin, mais ne retient que les capitaux directement investis par les actionnaires. Il s'évalue en rapportant la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres.

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

Si dans le cadre des hypothèses de la théorie financière néoclassique les deux critères convergent pour identifier la création de valeur, le rejet de l'hypothèse d'indépendance entre la valeur de la firme et la structure de financement peut induire une contradiction. Par ailleurs, le caractère d'indice relatif de ces deux critères conduit à une appréciation différenciée de la création de valeur.

Enfin, un certain nombre de caractéristiques communes à ces deux mesures sont à souligner.

– Premièrement, elles tiennent compte du risque car, s'appuyant sur les valeurs de marché (si on suppose l'efficacité du marché financier), elles procèdent implicitement d'une actualisation des flux qui est censée se faire aux taux de rentabilité requis par les différentes catégories d'investisseurs financiers, en fonction du risque encouru.

– Deuxièmement, elles ne mesurent pas dans l'absolu la valeur créée (ou plutôt le potentiel de création de valeur) mais représentent des indices relatifs de création de valeur.

– Troisièmement, elles font implicitement référence à une norme identique. Un ratio faisant apparaître une création de valeur (valeur supérieure à 1) laisse supposer que la rentabilité anticipée est supérieure à la rentabilité requise à l'équilibre par les différents apporteurs de capitaux, évaluée par le CMP.

1.1.2. Les mesures ex post issues de la théorie du portefeuille

Les trois mesures usuelles³, issues de la théorie du portefeuille et de ses prolongements, constituent des mesures de la valeur créée pour les actionnaires qui prennent également la forme d'indices. Quel que soit l'indice retenu, la mesure des rentabilités réalisées se fait à partir des cours boursiers ; ces mesures ne font intervenir aucune valeur comptable.

L'indice de Sharpe, mesuré par $S = (R - R_f) / \sigma$, rapporte le différentiel entre le taux de rentabilité moyen R du titre de l'entreprise obtenu sur une période donnée et le taux de rentabilité sans risque R_f , ajusté par l'écart-type, représentatif du risque total. Ce faisant, on suppose que le portefeuille de l'investisseur n'est pas diversifié et comprend exclusivement des titres de l'entreprise considérée. Cet indice, tel quel, ne constitue pas une mesure directe de la valeur créée ; il permet uniquement une comparaison de la rémunération offerte par unité de risque. Il peut cependant permettre d'apprécier la valeur créée en étant confrontée au *benchmark* constitué par l'indice de Sharpe évalué à partir de la rentabilité d'équilibre. Si le taux de rentabilité d'équilibre est, conformément au Medaf, de $R_e = R_f + \beta [E_m - R_f]$ — avec E_m la rentabilité anticipée pour le portefeuille de marché et β le coefficient de risque systématique du titre — l'indice de Sharpe à l'équilibre est de $S_e = (R_e - R_f) / \sigma_e = \beta [E_m - R_f] / \sigma_e$. Si l'indice calculé est supérieur à cette norme — qui suppose un comportement de diversification —, l'entreprise a offert sur la période considérée une rentabilité, ajustée pour le risque total, supérieure à celle requise par les actionnaires.

L'indice de Treynor, mesuré par $T = (R - R_f) / \beta$, repose sur l'hypothèse que le détenteur des titres de l'entreprise détient par ailleurs un portefeuille bien diversifié. Le risque spécifique étant éliminé, seul le risque systématique, non éliminable par diversification, est retenu pour pondérer la rentabilité obtenue. À l'instar de l'indice de Sharpe, cet indice ne constitue pas non plus une mesure directe de la valeur créée. On ne peut appréhender cette dernière qu'en le comparant à un indice de référence fondé sur la rentabilité d'équilibre et égal à $T_e = E_m - R_f$. Si T est supérieur à T_e , la rémunération offerte par l'entreprise, pondérée par le risque systématique, est plus élevée que la norme requise et il y a création de valeur.

Enfin, l'indice Alpha de Jensen, $\alpha = R - R_e$, représente l'écart de taux de rentabilité entre la rentabilité obtenue et le taux requis évalué à partir du Medaf⁴. Un terme positif signifie qu'il y a eu création de valeur, les capitaux ayant été rémunérés au dessus du taux d'équilibre. L'indice de Jensen permet d'appréhender directement la valeur créée sous forme d'un écart de taux. On suppose également que l'investisseur détient également un portefeuille bien diversifié, cependant la logique qui sous-tend cet indice s'écarte de celle de l'indice de Treynor dans la mesure où on montre aisément que $T - T_e = \alpha / \beta$. Autrement dit, l'indice de Treynor pondère par le risque systématique la mesure de la valeur créée que représente le α de Jensen.

1.2. Les mesures récentes de la valeur créée

Ces différentes mesures, recommandées par un certain nombre de cabinets conseils anglo-saxons⁵, sont représentées notamment par la *Market Value Added* (MVA) et l'*Economic Value Added* (EVA). Elles s'appuient sur le même référentiel théorique que les mesures présentées précédemment.

La MVA, « la valeur de marché ajoutée », se définit comme la différence entre la valeur de marché des capitaux investis VM (capitaux propres et dettes financières) et la valeur comptable de ces mêmes capitaux VC ; $MVA = VM - VC$. En supposant que cette dernière représente une approximation satisfaisante du coût de remplacement des actifs financés, cette mesure s'apparente au Q de Tobin. Cependant, alors que ce dernier représente un indice relatif de la création de valeur, la MVA constitue une mesure monétaire absolue de la valeur créée. La relation entre les deux mesures est triviale : $MVA = VC (Q - 1)$.

L'EVA, la « valeur ajoutée économique », est égale à la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers financiers) :

$$EVA = K_a \cdot VC - CMP \cdot VC = (K_a - CMP) \cdot VC$$

avec K_a le taux de rentabilité économique mesuré de façon comptable (résultat économique après impôt / actif économique). L'évaluation du CMP repose sur les approches traditionnelles. L'EVA représente ainsi le surprofit évalué relativement à la norme constituée par le CMP ; il s'agit en fait du concept traditionnel de « rente du *goodwill* » remis au goût du jour. Contrairement à la MVA qui tient compte implicitement de l'ensemble des rentes futures anticipées, l'EVA ne retient que la rente secrétée sur une période.

Dans le cadre restrictif de la mesure de performance assimilée à la valeur actionnariale créée, il apparaît que les mesures précédentes procèdent toutes des mêmes fondements théoriques et traduisent la même idée. Il n'y a création de valeur que dans la mesure où la rémunération offerte aux actionnaires est supérieure au coût d'opportunité des capitaux qu'ils ont investis, ce coût d'opportunité étant, le plus souvent, évalué à partir du Medaf.

Cette origine commune étant reconnue, il faut cependant souligner que ces différentes mesures peuvent conduire à des conclusions fortement divergentes en raison des différences d'horizon qu'elles supposent, de leur caractère *ex ante* ou *ex post* ou, encore, de leur forme, mesure absolue de la valeur créée ou indice relatif. Le choix final d'une de ces mesures dépend, bien entendu, de l'objectif poursuivi.

Enfin, il faut rappeler que la fiabilité de la mesure de la valeur actionnariale est fortement conditionnée par deux hypothèses, l'efficience des marchés financiers et la mesurabilité du coût du

capital à partir du Medaf. Or, ces deux hypothèses sont de plus en plus contestées, au point que certains auteurs, notamment Haugen (1996), n'hésitent pas à parler de « nouvelle finance ». Il apparaît ainsi que, même dans le cadre restrictif de la valeur actionnariale, les mesures de performance traditionnelles sont contestables et d'une fiabilité relative.

II. Le renouvellement de la problématique de la mesure de performance

Le cadre théorique traditionnel de la mesure de performance de l'entreprise évacue d'une part, l'aspect incitatif que joue la mesure de performance choisie et d'autre part, tant pour des raisons idéologiques qu'opérationnelles, réduit la mesure de la valeur créée à la seule dimension actionnariale. Ces deux simplifications semblent dommageables aussi bien dans une perspective prescriptive qu'explicative des pratiques des entreprises. Sur le premier point, il importe que la construction d'outils de gestion ne fasse pas abstraction des effets pervers qu'ils peuvent induire. Quant au second, il nous paraît essentiel de mieux comprendre pourquoi les critères issus de la théorie financière traditionnelle semblent relativement peu utilisés, même si les approches de type MVA et EVA tendent à se répandre. On ne peut se satisfaire, en raison de l'ancienneté de ces critères qui, pour certains, ont été proposés il y a plusieurs décennies, des explications fondées sur l'ignorance ou la résistance au changement. Deux dimensions de la problématique traditionnelle nous semblent particulièrement critiquables : l'ignorance du rôle incitatif des mesures et leur caractère réducteur, limité à la seule relation actionnaires/dirigeants.

2.1. La mesure de performance dans une perspective incitative

L'abandon des hypothèses d'asymétrie d'information et de convergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires — à supposer que les intérêts de ces derniers soient homogènes — est à l'origine, depuis près de 25 ans, d'une abondante littérature qui replace le problème de la mesure de performance dans une perspective incitation/contrôle. Même si on retient la perspective réductrice de conflits d'intérêts se limitant aux relations entre actionnaires et dirigeants, le choix d'un critère de performance ne se réduit plus à la seule dimension technique de la mesure de la valeur créée. Ce critère prend une dimension supplémentaire pour autant qu'il joue un rôle central dans le processus conduisant à inciter les dirigeants à gérer conformément aux intérêts des actionnaires, par exemple, en associant leur rémunération à l'évolution de la valeur actionnariale.

Il est, bien entendu, hors de question, dans ce bref aperçu, de rendre compte de la littérature très riche qui s'est développée sur ce thème, dans le cadre des théories contractuelles des organisations ou de la théorie des contrats incomplets⁶. Nous nous contenterons d'évoquer un certain nombre d'aspects que nous jugeons parmi les plus importants. Dans une perspective incitative, le choix d'une mesure fondée sur la valeur de marché (ou sur son évaluation par la démarche actuarielle) ne se justifie que si son usage n'aboutit pas à une création de valeur actionnariale inférieure sur le long terme. Cet argument est souvent au centre des critiques adressées au système de gouvernance américain suspect de court-termisme, alors que paradoxalement, le recours à la valeur de marché, sous les hypothèses traditionnelles, ne peut être que long-termiste.

Trois principaux arguments sont invoqués pour justifier le caractère pervers des mesures boursières de la performance.

– Premièrement, les marchés financiers seraient inefficients, au moins au sens fort et ne refléteraient que partiellement la valeur des actifs ; les flux les plus incertains, souvent les plus éloignés, ne seraient qu'imparfaitement valorisés par le marché et certains actifs auraient un caractère latent important. Une mesure de performance évaluée à partir de la valeur de marché induirait un sous-investissement dans cette catégorie d'actifs.

– Deuxièmement, contrairement aux hypothèses traditionnelles, les dirigeants peuvent agir aussi bien sur les flux issus des investissements que sur la divulgation de l'information concernant ces flux. Si la rémunération de ces dirigeants (ou leur maintien à la tête de l'entreprise) dépend de la valeur boursière, leur intérêt sera d'agir sur les flux et sur l'information, de façon à maximiser cette

valeur sur l'horizon de résultat qui leur est imposé. En particulier, leur stratégie peut consister à révéler prématurément les informations favorables et à retarder celles qui leur sont défavorables. Les mesures boursières présenteraient ainsi un caractère manipulable.

– Troisièmement, l'instabilité de la valeur de marché et la difficulté d'établir une relation de causalité simple entre la performance boursière et les compétences du dirigeant compliquent singulièrement la mesure de performance. D'une part, le caractère brutal des variations de la valeur de marché rend difficile l'évaluation sur le court terme et d'autre part, une part importante des variations de la valeur s'explique par des facteurs, notamment macro-économiques, qui échappent au contrôle du dirigeant.

Le recours aux mesures traditionnelles peut ainsi conduire à des choix managériaux, notamment en matière d'investissement, contraires à la maximisation de la rente offerte aux actionnaires. Ces critiques permettent également de mieux comprendre le comportement des entreprises lorsqu'elles recourent à des mesures alternatives, quantitatives (critères comptables, parts de marché) ou qualitatives, même si ces dernières manquent de fondement théorique ou induisent elles-mêmes leurs propres effets pervers. Contrairement à ce que certaines analyses ont conclu, parfois hâtivement, il n'est pas sûr que les mesures de performance fondées sur les valeurs de marché d'une part, rendent mieux compte de la valeur actionnariale réellement créée sur le long terme et d'autre part, qu'elles n'induisent pas d'effets pervers, contraires à la maximisation de cette valeur, plus importants que ceux attribués traditionnellement aux mesures comptables.

2.2. La création de valeur ne se résume pas à la valeur actionnariale

Selon la perspective habituelle, la propriété de l'entreprise se définit à partir de la détention des droits décisionnels résiduels et de l'appropriation des gains résiduels, le terme résiduel faisant référence à tous les éléments non prévus et décrits explicitement par les contrats. En ce sens, les droits de propriété se répartissent entre les différentes parties-prenantes aux décisions de l'entreprise — qui interviennent dans les décisions ou en subissent les conséquences — et les actionnaires, surtout s'ils sont dispersés, n'en détiennent qu'une part minimale. D'une part, la plupart des décisions résiduelles importantes leur échappent car elles sont l'apanage des dirigeants. D'autre part, la notion de gain résiduel fait référence à toutes les variations d'utilité non anticipées provoquées par les actions de l'entreprise et affectant l'ensemble des parties-prenantes ; elle diffère ainsi sensiblement de la seule dimension de la richesse des actionnaires qui n'en est qu'une composante. À ce titre, l'analyse économique de la propriété s'écarte fortement de l'analyse juridique.

Dans une perspective normative d'efficacité, la création de valeur ne saurait donc se mesurer à l'aune de la richesse des seuls actionnaires, sauf à démontrer qu'il y a convergence d'intérêts entre ces derniers et les autres parties-prenantes. La mesure de la valeur créée, et donc de la performance, doit par conséquent s'élargir pour prendre en compte l'ensemble des rentes créées. Dans le cadre traditionnel, la valeur actionnariale correspond au surplus offert aux actionnaires par rapport à leur coût d'opportunité. La généralisation de cette démarche implique que la valeur créée est égale à la somme des écarts existant entre la rémunération offerte aux différentes parties-prenantes participant à la coalition organisationnelle que représente l'entreprise, et le prix minimum qu'elles demandent pour continuer à coopérer (Charreaux et Desbrières, 1998). Cette perspective implique que l'analyse de la création de la valeur est indissociable de sa répartition. Elle attire également l'attention sur les possibilités de transfert entre parties-prenantes. Ainsi, la création de valeur pour les actionnaires ne représente une véritable création de valeur que si elle ne se fait pas au détriment d'une autre catégorie de parties-prenantes, par exemple, les salariés.

Cette dernière remarque repose la question de la mesure de la performance en liaison avec le processus de création de valeur. Une mesure fondée exclusivement sur l'enrichissement des actionnaires peut entraîner une désincitation des salariés ; or, il est vraisemblable que ces derniers jouent un rôle déterminant dans la constitution du capital spécifique à l'origine même de la création

de rentes. Si l'entreprise crée de la valeur, c'est qu'elle est à même de disposer de compétences-clés non facilement imitables, par exemple d'un savoir-faire, qui « s'incarne » plus vraisemblablement dans le capital humain ou organisationnel que dans le capital financier.

Cette extension du cadre d'analyse de la valeur créée aux différentes parties-prenantes peut également justifier la diversité des mesures de performance qu'on rencontre dans les entreprises et qui ne peut s'expliquer par la seule relation avec les actionnaires et la préoccupation exclusive de rentabilisation du capital financier.

Conclusion

La question de la mesure de la performance de l'entreprise, si elle reçoit une réponse théorique simple dans le cadre de la théorie financière traditionnelle, devient particulièrement complexe dès qu'on écarte les hypothèses traditionnelles qui sous-tendent cette théorie, notamment celles d'identité des objectifs des différents agents et de symétrie de l'information. La multiplicité et la diversité des critères d'évaluation utilisés par les entreprises et le rôle marginal qu'occupent les critères issus de la théorie financière traditionnelle laissent à penser que la question de la mesure de la performance est loin d'avoir reçu une réponse satisfaisante. Or cette question, loin de se réduire à un aspect technique, est fondamentale pour comprendre la formation même de la valeur, en relation notamment avec les systèmes de gouvernance des entreprises qui encadrent les processus de création et de répartition de la valeur.

Bibliographie

- Brennan M. J. (1995), Corporate Finance Over the Past 25 Years, *Financial Management*, Vol. 24, N°2, Summer 1995, p. 9-22.
- Caby J. et Hirigoyen G. (1997), La création de valeur de l'entreprise, *Économica*, 139 p.
- Charreaux G. et Desbrières P. (1998), Gouvernement des entreprises et création de valeur, *Finance Contrôle Stratégie*, Juin, à paraître.
- Chung K. H. et Pruitt S.W. (1994), A Simple Approximation of Tobin's q, *Financial Management*, Vol. 23, N°3, p. 70-74.
- Haugen R.A. (1996), Finance from a New Perspective, *Financial Management*, Vol. 25, N°1, Spring 1996, p. 86-97.
- Jacquillat B. et Beaumont D. (1996), De la création de richesse à la mesure de la valeur, *Chroniques Économique, SEDEIS*, Tome XLV, N°7, Juillet 1996, p. 287-294.
- Jacquillat B. et Solnik B. (1997), *Marchés financiers*, Dunod, 1997, 395 p.
- Milgrom P. et Roberts J. (1997), *Économie, organisation et management*, De Boeck, PUG, 829 p.

¹ Pour une synthèse présentant l'évolution de la théorie financière de la firme, voir notamment Brennan (1995).

² Voir notamment Chung et Pruitt (1994).

³ On trouvera une description précise de ces mesures dans Jacquillat et Solnik (1997).

⁴ En fait, la mesure normale du alpha est telle que $\alpha = R - [R_f + \beta (R_m - R_f)]$ avec R_m la rentabilité moyenne du marché réalisée sur la période considérée. La mesure, telle que nous la proposons, est définie par rapport à la rentabilité anticipée requise de façon à mesurer la valeur créée et non la performance relativement à celle du marché. Par ailleurs, on trouvera une présentation détaillée d'une méthode opérationnelle pour évaluer le taux requis dans Jacquillat et Beaumont (1996).

⁵ On trouvera une présentation plus approfondie de ces mesures dans Caby et Hirigoyen (1997).

⁶ On trouvera une présentation pédagogique de ces développements dans Milgrom et Roberts (1997)