

Discours à l'Académie des sciences morales et politiques

Economie pratique : comprendre et évaluer une entreprise

Yann Coatanlem, directeur de recherche à Citigroup et président du Club Praxis

Paris, le 27 février 2017

Introduction

S'il est un sujet primordial en économie, c'est bien l'étude de la création de valeur et du lieu de la création de valeur, c'est-à-dire l'entreprise, qu'elle soit petite ou grande, privée ou publique, collective ou individuelle.

La compréhension profonde des mécanismes de gestion de l'entreprise se marie difficilement avec une présentation magistrale, linéaire et monotone, page après page. En effet, dans un exposé linéaire, l'élève peut très facilement décrocher, perdre le cours des idées présentées. Alors que si l'on propose à l'élève un outil interactif, sous forme de simulation simplifiée et ludique, il peut davantage assimiler les concepts en profondeur.

Développer l'intuition, renforcer le sens critique de l'élève, lui permettre de réfléchir par lui-même, de tâtonner, de faire des erreurs, d'en tirer des leçons, de mieux accepter et appréhender les risques inhérents à toute entreprise, l'encourager à apprendre et à se remettre en question tout au long de sa vie, voilà une philosophie de l'enseignement tournée vers l'avenir.

Notez que j'emploierai dans cet exposé un langage technique simple mais précis, tel qu'il pourrait être utilisé dans l'écriture des programmes. Mais ce n'est pas forcément un langage adapté à l'élève. Et je note d'ailleurs la trop grande abondance de vocabulaire technique et d'acronymes dans les manuels actuels.

Cependant, les concepts et les mathématiques utilisés ici restent à la portée du plus grand nombre. On soulignera qu'il n'est pas trop ambitieux d'introduire un peu de raisonnement mathématique dans les programmes d'économie, en cohérence avec les programmes de mathématiques. Permettez-moi de rappeler qu'un nourrisson a déjà l'intuition des probabilités : ce n'est pas moi qui le dit mais Stanislas Dehaene, professeur au Collège de France.

Quelle est la situation de l'entreprise dans les programmes et manuels actuels ?

La notion de valeur ajoutée fait partie du programme de Seconde, et le manuel Belin, par exemple, explique bien la valeur ajoutée nette à partir du chiffre d'affaires, des variations de stock, des consommations intermédiaires et des amortissements. Le passage de la valeur ajoutée nette à l'excédent brut d'exploitation puis au bénéfice net est aussi bien expliqué. Les concepts d'amortissement et d'autofinancement ne sont évoqués que furtivement. L'examen des coûts de production et de la productivité se perd cependant trop vite dans des considérations macroéconomiques sur la croissance et l'emploi.

Seul le programme de Première introduit le compte de résultat et le bilan, mais trop rapidement.

Les concepts de coûts, de productivité marginale des facteurs, d'optimisation des prix de vente et du profit sous contraintes, la loi des rendements décroissants sont bien présentés.

Le programme de Terminale, quant à lui largement macro-économique, ne revient pas sur le fonctionnement de l'entreprise.

Commentaires sur la présentation des programmes

Permettez-moi de faire une remarque importante sur la façon dont les programmes sont intitulés. Les programmes actuels ne sont guère plus qu'une collection de mots clés, comme si les contenus allaient de soi. Je ne pense pas qu'ils aillent de soi. Il me semblerait très utile de donner des directives plus détaillées, notamment sur l'explication des concepts et sur les objectifs pratiques d'acquis de connaissances.

Pour un bon exemple d'exposé des programmes économiques en général, on se reportera à l'exemple des Etats-Unis : les *National Content Standards in Economics*, établis par le *Council for Economic Education*. C'est un document d'une cinquantaine de pages, mais couvrant toute la scolarité du primaire au lycée de manière simple, attrayante et pratique.

Vers des travaux pratiques dans la durée

Venons-en à l'essentiel.

Ma recommandation principale est d'orienter l'enseignement du fonctionnement de l'entreprise vers des travaux pratiques dans la durée.

On peut s'effrayer des coûts et des problèmes logistiques liés à l'introduction de travaux pratiques. On rappellera seulement que les instituteurs (du moins de mon temps) organisaient des « jeux de marchandes » qui illustraient à la fois des calculs simples mais aussi des éléments de gestion. À l'heure d'internet et des portables, les problèmes logistiques ne me paraissent pas insurmontables.

Aujourd'hui, au minimum, le ministère pourrait fournir des outils de simulation sous la forme de tableurs Excel, avec une interface simple de type Visual Basic. Les graphes c'est bien, la simulation c'est encore mieux !

Idéalement, on rendrait ces outils accessibles depuis un site internet, accompagnés de notes explicatives, à la fois en direction des élèves et des professeurs.

De tels travaux pratiques pourraient être organisés en classe, en groupe ou individuellement, et ceci dès le collège, tant il est vrai que des concepts importants sont mieux compris dès le plus jeune âge. Ils devront déboucher sur une épreuve pratique au baccalauréat pour être pris suffisamment au sérieux.

Les travaux pratiques ne doivent pas être une simple illustration d'un cours plus théorique mais constituer une part essentielle du cours : des simulations de situations réalistes mais simplifiées doivent pouvoir éveiller l'élève à la notion d'aléa et de risque, de maximisation des profits sous une multitude de contraintes (légales, éthiques, etc), introduire le raisonnement « *toutes choses égales par ailleurs* » et encourager l'expérimentation et le sens critique. Nous en donnerons des exemples concrets dans la suite de cet exposé.

Première objectif pédagogique : comprendre la performance de l'entreprise

Pourquoi est-ce important ? Une bonne introduction au fonctionnement de l'entreprise consiste à parler d'emblée de ses performances : fait-elle ou non des profits ? Comment calcule-t-on la rentabilité des fonds propres ? En effet, entreprendre c'est essentiellement prendre un risque calculé et donc l'analyse de ce risque doit être centrale à notre propos.

Et pour donner un premier exemple de travaux pratiques, la simulation peut être un outil puissant notamment pour comprendre comment la performance de l'entreprise est affectée par de nombreux facteurs de risques.

On peut ainsi illustrer le concept de rentabilité des fonds propres à travers des comparaisons du compte de résultat de petites entreprises ne différant l'une de l'autre que par certaines caractéristiques : par exemple la qualité de l'équipement, le besoin en fonds de roulement, le niveau d'endettement. Pour piquer la curiosité des élèves, on pourra discuter l'exemple de start-up créées et gérées par des étudiants, voire des adolescents !

On peut ensuite montrer comment le résultat de ces comparaisons change en fonction des taux d'intérêt de la dette.

La notion de seuil de rentabilité peut aussi être comprise facilement en simulant différents volumes de production et en montrant l'importance des coûts fixes.

Une fois l'intuition de l'élève développée, on peut rentrer de façon un peu plus détaillée dans l'étude de la valeur ajoutée, du compte de résultat et du bilan. Et cela correspond bien au mode d'apprentissage de l'entrepreneur qui développe une intuition générale avant de rentrer dans les détails de la gestion d'entreprise, dont il est cependant préférable d'avoir des rudiments à l'avance !

Enfin l'examen des marges est primordial et peut être rendu particulièrement intéressant par l'analyse de l'effet ciseau lorsque, par exemple, les charges augmentent beaucoup plus vite que les produits.

Deuxième objectif pédagogique : comment évaluer une entreprise ?

Il est important de montrer à l'élève comment on peut en pratique déterminer la valeur fondamentale, la valeur *stratégique* de l'entreprise.

Et au passage, on fera remarquer que pour comprendre la valeur d'une entreprise, il ne suffit pas d'aller lire le cours du jour sur le site de Yahoo : le prix est en effet différent de la valeur.

Il existe deux méthodes principales pour calculer la valeur stratégique de l'entreprise.

La première, dite *patrimoniale*, consiste à évaluer séparément les différents actifs et passifs et d'en faire la somme. Elle sera d'autant plus aisée que les actifs ont une valeur indépendante sur un marché (par exemple une participation dans une entreprise cotée). Comme en générale la valeur stratégique d'une entreprise est plus que la somme de ses parties, on doit estimer un « goodwill », c'est-à-dire un actif supplémentaire et moins tangible, représentant la valeur d'une marque, des expertises particulières, la qualité du management, etc.

La deuxième méthode, dite *de rentabilité*, se focalise sur la détermination des flux qui seront dégagés dans le futur par l'entreprise. On part des prévisions d'Excédent Brut d'Exploitation,

auxquelles on ajoute les variations du Besoin en Fonds de Roulement, puis on soustrait l'investissement et l'impôt sur les sociétés. On doit également tenir compte de l'endettement de l'entreprise, qui se compose d'obligations et d'emprunts bancaires et financiers.

Une fois évalués les flux futurs, il reste à les actualiser à un taux qui correspond au taux « sans risque » plus une prime de risque.

Il faut donc souligner que les incertitudes de l'évaluation portent à la fois sur la rentabilité future mais aussi sur la prime de risque qui reflète le risque de l'entreprise tel qu'il est vu par les investisseurs, et en aucun cas seulement la rentabilité comptable actuelle.

Pour être bien comprises des élèves, ces techniques d'évaluation devront être accompagnées, là encore, de travaux pratiques. Il est intéressant notamment de faire comprendre les différences entre les deux méthodes que nous venons d'évoquer. On rappellera que beaucoup des formules nécessaires se limitent à quelques résultats sur les suites géométriques, qui sont d'ailleurs enseignées dans le cours de mathématiques de la section ES. Alternativement, on peut aussi utiliser un raisonnement récursif dans un tableur de type Excel.

Quels sont les types de simulation pertinents ?

On pourra illustrer sur quelques exemples comment une différence même minimale du taux d'actualisation peut changer radicalement la conclusion sur la valeur de l'entreprise.

Il est aussi utile d'évoquer les difficultés d'estimation de la prime de risque, et de mentionner comment on peut se référer à des entreprises similaires, par exemple du même secteur économique : ainsi la prime de risque d'un restaurant sera beaucoup plus élevée que celle d'une entreprise de pompes funèbres, le premier étant plus risqué que la deuxième, ce qui résulte dans une valorisation inférieure du restaurant (toutes choses égales par ailleurs).

Au delà du cas de l'entreprise, ce genre d'outils d'évaluation permettra au futur citoyen d'estimer une valeur présente de sa propre « firme » - Michel Foucault parlait déjà « *d'individu entrepreneur de lui-même* ». Cette « valeur » pourra être basée sur ses actifs et placements personnels, les promesses de retraite future, etc. L'examen du remboursement d'un emprunt immobilier, en décomposant les flux de remboursement du capital et les flux de paiement d'intérêt constitue également un excellent exemple de calcul actuariel. A nouveau, la coordination avec les programmes de mathématique s'avère ici cruciale.

Troisième objectif pédagogique : quelles sont les grandes questions de gestion d'entreprise ?

On l'a bien compris, l'évaluation de l'entreprise est un outil fondamental qui doit permettre à ses dirigeants de prendre les décisions les plus stratégiques. Notamment, lorsque l'on doit répondre à la question : est-ce qu'un nouvel investissement est pertinent ou pas ? C'est-à-dire, est-ce que cet investissement vient augmenter ou diminuer la valeur de l'entreprise ?

Celle-ci n'est pas indépendante de sa structure de financement par de la dette ou des actions, en raison notamment de la fiscalité. Là aussi des simulations permettront d'illustrer le phénomène.

Autre question importante : est-ce que $2 + 2 = 5$? Autrement dit, existe-t-il une combinaison judicieuse d'investissements dont la valeur globale est supérieure à la somme des valeurs individuelles ? Et bien oui, s'il y a synergies industrielles (par exemple, des économies d'échelle), mais non dans une stricte logique financière : en effet la diversification purement financière ne crée pas de richesse dans un marché où le risque d'une entreprise est correctement

estimé par celui-ci. Les grands groupes industriels (conglomérats) qui avaient montré une grande boulimie de diversification dans les années 50 et 60 l'ont compris à leur dépend. Ici comme ailleurs, les exemples historiques sont souvent parlants.

Autre question essentielle : faut-il verser un dividende ou conserver les profits dans l'entreprise ? Si la théorie dit que c'est une décision neutre financièrement, i.e. qui ne change pas la rentabilité, c'est seulement en l'absence de fiscalité. En pratique une fiscalité plus favorable pour les plus-values que pour les dividendes peut influencer ce choix. On peut aussi souligner que l'autofinancement permet de limiter les interférences des marchés sur le fonctionnement de l'entreprise.

On précisera encore qu'une politique d'autofinancement, comme tout autre projet de financement, ne vaut que par la qualité des investissements auxquels elle conduit, que par leur rentabilité relative. Ce n'est que dans cette perspective que l'on peut déterminer si la politique de versement de dividende est optimale. A écouter régulièrement les médias sur ce sujet, on se dit que ce point est mal compris...

On rappellera enfin le résultat fondamental dû à l'économiste Irving Fisher : l'horizon des investisseurs n'a pas, en soi, d'influence sur la stratégie de long terme d'une entreprise. Pourquoi ? Et bien le dirigeant d'une entreprise sait que si un investisseur A décide de vendre ses titres après juste quelques mois, un investisseur B, qui en toute probabilité a confiance dans les perspectives de la firme, achètera ces mêmes titres, avant qu'un investisseur C prenne à son tour le relais, etc. Au final, s'établit une chaîne continue d'actionnaires qui tous tablent sur le succès de long terme de la firme, parce qu'ils basent leur décision d'investissement sur la valeur courante de la firme, et que celle-ci inclut tous les flux futurs, pas seulement ceux des prochains trimestres. Investisseurs et dirigeants d'entreprise ont donc des horizons différents mais des intérêts communs.

En guise de conclusion, permettez-moi de penser qu'une pédagogie pratique, expérimentale, où l'élève a vraiment l'opportunité de se placer dans la cabine de pilotage de l'entreprise, peut se révéler particulièrement féconde.