



HAL
open science

Mesure opérationnelle de la valeur partenariale et sa répartition

Mohamed Ali Khaldi

► **To cite this version:**

Mohamed Ali Khaldi. Mesure opérationnelle de la valeur partenariale et sa répartition. Comptabilité et gouvernance, May 2016, Clermont-Ferrand, France. pp.cd-rom. hal-01900615

HAL Id: hal-01900615

<https://hal.science/hal-01900615v1>

Submitted on 26 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

MESURE OPÉRATIONNELLE DE LA VALEUR PARTENARIALE ET SA RÉPARTITION

Mohamed Ali KHALDI

Résumé : L'objectif de cet article est de proposer un modèle de mesure de la valeur partenariale et de son appropriation. Notre modèle s'appuie sur celui de Charreaux (2007). D'une part, nous proposons une extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. D'autre part, notre démarche est perfectionnée en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les bailleurs de fonds. Ce modèle est illustré sur une base *benchmark* constituée de 553 sociétés européennes soient 1659 observations réparties dans huit secteurs d'activités.

Globalement, la valeur partenariale créée en 2008 a augmenté de 13,1% par rapport à celle de 2006. En 2010 l'augmentation est 4,9% par rapport à celle de 2008. Cette faible progression, peut être liée à la crise et le ralentissement économique qui a suivi. En matière d'appropriation, les secteurs favorables aux bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), aux salariés ainsi qu'à la firme sont les secteurs à forte intensité capitalistique et technologique. Ces secteurs ont plus de besoins en capitaux d'où le pouvoir accru de ces parties prenantes dans le partage de la rente organisationnelle.

Les secteurs favorables aux clients sont ceux où les produits de substitution sont facilement disponibles et le coût de changement de fournisseur est bas.

Les fournisseurs ont plus de pouvoir de négociation dans les secteurs où le coût de changement de ces derniers est élevé à cause d'une marque forte ou des produits très différenciés.

Cette étude fournit un tableau de bord de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes en Europe.

Mots-clés : valeur actionnariale, valeur partenariale, parties prenantes, appropriation de la valeur partenariale.

OPERATIONAL MEASURE OF STAKEHOLDER VALUE AND ITS DISTRIBUTION

Abstract: The objective of this article is to propose a model of measure of stakeholder value and its appropriation. Our model leans on that of Charreaux (2007). On one hand, we propose an extension of the approach in an evaluation of the stakeholder value exceeding the borders of a single sector. On the other hand, this approach will be perfected by defining more precisely the categories of contributors of resources, by distinguishing the creditors from the shareholders among the investors.

This model is illustrated on a benchmark basis made up of 553 companies and 1659 observations distributed in eight business sectors.

Globally, the stakeholder value created in 2008 in Europe increased by 13,1 % compared to 2006. In 2010 the increase was 4,9 % compared to 2008. This low progress, can be attributed to the crisis and the economic slowdown which followed. In terms of appropriation, sectors favourable to the investors (financial creditors and shareholders), to the employees as well as to the firm are capital intensive and technological sectors. These sectors have more needs in capital hence the greater power of these stakeholders in the division of the organizational rent.

Sectors favourable to the customers are the ones where substitute products are easily available and the cost of changing supplier is low. The suppliers have more bargaining power in the sectors where the cost of change of the latter is raised because of a strong brand or much differentiated products.

This study supplies a dashboard of the distribution of the stakeholder value by the stakeholders in Europe.

Key words: Shareholder value, stakeholder value, stakeholders, stakeholder value appropriation.

Le rôle croissant des investisseurs financiers dans le développement de l'économie et la multiplication des scandales financiers depuis l'an 2000 suscitent des débats et des controverses sur la gouvernance des entreprises cotées en bourse. Dans le paradigme contractuel, les débats sur la gouvernance ont largement consacré la valeur actionnariale comme modèle dominant (Hansmann, 1996), et dans lequel les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels (Jensen, 2001). Toutefois, la Théorie des Parties Prenantes (TPP) part du principe que la relation d'agence actionnaire-dirigeant doit s'élargir aux autres partenaires intervenant dans la chaîne de valeur, et qu'il faut abandonner l'hypothèse du statut de créancier résiduel exclusif des actionnaires (Aoki, 1984 ; Hill et Jones, 1992 ; Charreaux et Desbrières, 1998). Hill et Jones (1992) avancent une théorie de l'agence généralisée où tous les *stakeholders* sont explicitement pris en compte ; le rôle des dirigeants est alors de résoudre les conflits d'intérêt entre les parties prenantes et de prendre des décisions conformes aux intérêts de l'ensemble des parties prenantes. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1996). L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la Valeur Partenariale (VP) et de son partage.

Aujourd'hui, deux modes de gouvernance qui tentent de cohabiter, la gouvernance actionnariale qui trouve ses racines dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983) où la performance ¹ financière, mesurée par la valeur actionnariale, est la rente perçue par les actionnaires. Ces derniers étant les seuls créanciers résiduels, il n'y a pas de conflits sur la répartition de cette rente. C'est cette absence de conflits qui justifie l'assimilation entre la création de valeur et sa répartition, et marque la différence avec la gouvernance partenariale, où la performance organisationnelle mesurée par la valeur partenariale, est la rente globale créée par la firme en relation avec les différentes parties prenantes. Cette vision permet de proposer un modèle différent, qui dépasse le simple cadre comptable, et où la notion de valeur partenariale joue un rôle central. L'enjeu de la gouvernance partenariale est alors sa capacité à réguler les conflits en matière de répartition de la rente organisationnelle (Charreaux, 2007). La vision réductrice de la performance (purement financière) caractérisant le modèle de création de valeur actionnariale, nous conduit à nous intéresser au modèle de création de valeur partenariale qui se fonde sur la théorie des parties prenantes. De plus, l'abandon du statut de créancier résiduel unique conduit à s'interroger sur le partage de la rente organisationnelle, ou VP créée par la firme. Plus précisément, le concept de VP soulève les questions de sa mesure, de son appropriation par les différents partenaires. Les autres facteurs de production ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel (Charreaux, 2011).

L'intérêt porté à notre article a été motivé par deux constats essentiels. Le premier réside dans l'originalité du questionnement, à notre connaissance aucune recherche antérieure n'a étudié la

¹ La performance est un concept polysémique. Elle n'existe pas en elle-même. Elle est évaluée relativement à une référence ou un objectif (Bourguignon 1997). Dans la présente recherche, la performance financière est mesurée par la valeur actionnariale et la performance organisationnelle est évaluée par la valeur partenariale.

création et l'appropriation de la VP. Ce champ d'investigation a fait l'objet de plusieurs contributions théoriques, à travers notamment la théorie des parties prenantes, mais reste très peu exploré d'un point de vue empirique. Le second constat plus fondamental, a été fondé sur une remise en question de l'existence d'un objectif unique de la firme, celui de la maximisation de la valeur pour les actionnaires. La perspective partenariale nous invite à dépasser le cadre traditionnel des frontières juridico-financières de la firme, pour mieux chercher à appréhender son positionnement dans la chaîne de valeur économique.

L'objectif de cet article est double (1) proposer un modèle de mesure de la valeur partenariale et son appropriation sur la base des principes contenus dans les articles de Brandenburger et Stuart (1996) et Charreaux (2007). Ce modèle, qui s'inscrit dans une logique concurrentielle, propose d'une part, l'extension de la démarche de Charreaux (2007) à une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. Huit secteurs (Bâtiment et matériaux de construction, Equipement électroniques et électriques, Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Equipement et services santé, Médias, Services logiciels & informatiques et Technologie matériel équipement) sont pris en compte. D'autre part, il définit plus finement les catégories d'apporteurs de ressources en distinguant les créanciers financiers des actionnaires parmi les bailleurs de fonds. (2) son application sur une base benchmark constituée de 553 sociétés européennes. Nos résultats permettent dans un premier temps, en matière de création de valeur, de classer les secteurs en trois familles : secteurs stables, secteurs « trou d'air » et secteurs à « réaction différée », puis, dans un deuxième temps, la proposition d'une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP par les différentes PPE en Europe.

L'article comporte trois sections et une conclusion. La section 1 développe le cadre théorique. La section 2 est consacrée aux aspects méthodologiques de l'étude, et la section 3 aux résultats empiriques.

1- Cadre théorique

La gouvernance actionnariale considère que les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels, et que les autres participants à la chaîne de valeur contractent à leur coût/prix d'opportunité. L'objectif premier de l'équipe dirigeante d'une entreprise consiste par conséquent à créer de la valeur actionnariale, c'est-à-dire maximiser la richesse à court et long terme des propriétaires de la firme. La multiplication des scandales financiers a accentué la contestation de la vision moniste où les actionnaires sont les seuls créanciers résiduels. La fonction des dirigeants n'est plus uniquement la maximisation de la valeur pour les actionnaires mais aussi la résolution des conflits d'intérêts entre les parties prenantes.

Le mode de gouvernance actionnariale a pour but de discipliner les dirigeants et de sécuriser la rentabilité de l'investissement financier ; il est principalement régulé par les mécanismes des marchés (marché financier, des dirigeants, des biens et services). Il est souple, en cas d'inefficience avérée,

l'actionnaire se retire du capital de la société mais ce mode présente des limites. Dans un premier temps, nous présentons les limites de la gouvernance actionnariale (1.1). Ensuite, nous examinons la gouvernance partenariale (1.2).

1.1- Limites de la gouvernance actionnariale

Remise en cause de la maximisation de la valeur pour les actionnaires : l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale est exprimé sans ambiguïté par Stewart (1994) : « *La finance d'entreprise et la théorie micro-économique nous indiquent que le premier objectif financier est de maximiser la richesse des actionnaires. Cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes natures sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible, ce qui dès lors maximise la richesse au sens large* » (cité par Caby et Hirigoyen, 1998, p.34). Cette représentation de la théorie de la firme ignore de nombreux partenaires, notamment les salariés. De plus, l'incomplétude des contrats remet en cause l'ensemble des fondements de la théorie de la firme à propos de l'équilibre général dans la mesure où il est impossible de formaliser l'ensemble des relations contractuelles. En mettant en place des mécanismes pour contrôler l'opportunisme des dirigeants, la théorie de l'agence intègre cette incomplétude. Grossman et Hart (1986) avancent que l'organisation de la production résoud le problème de l'incomplétude des contrats en assignant à une partie, le propriétaire, tous les droits résiduels de contrôle, de l'utilisation des actifs dans une firme. Cette conception unilatérale de la relation d'agence fait des actionnaires les seuls créanciers résiduels car ils sont les seuls à assumer le risque résiduel. Plusieurs auteurs trouvent que cette vision moniste, qui favorise le court terme, est restrictive. Ils proposent alors une vision plurale où toutes les parties sont prises en considération.

Pour Garvey et Swan (1994) « *la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération. (...). En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* » (Garfatta, 2010, p.52). De la même façon, Charreaux (1997a) souligne que « *l'identification des propriétaires devient complexe, par exemple, les actionnaires, notamment ceux des grandes sociétés cotées de type managérial qui ne sont ni les décideurs résiduels, ni les seuls créanciers résiduels, ne peuvent être considérés comme les détenteurs exclusifs des droits de propriété* ».

Si le principe de la maximisation de la valeur de l'entreprise a semblé une alternative acceptable au principe traditionnel de maximisation des profits dans le domaine de la finance d'entreprise, il n'en demeure pas moins vrai que le concept de valeur ne fait pas l'unanimité ; il s'est métamorphosé au fil des temps. En effet, l'entreprise a successivement été assimilée à une " boîte noire ", à une entité de

type contractuel et enfin à une organisation partenariale. Hirigoyen (1997) propose de passer d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat.

D'une vision financière vers une vision humaine : le développement de l'entreprise repose sur deux ressources : d'une part, le capital apporté par les actionnaires et les créanciers et d'autre part, les compétences des salariés. Aoki (1984) considère les firmes comme la combinaison de travail et de capital spécifique, et le rôle du management est d'arbitrer entre ces deux groupes d'intérêt lors des prises de décision en matière de production, d'investissement et de partage des rentes générées. Le capital humain spécifique encourt un risque semblable à celui pris par les actionnaires. En effet, lorsqu'un employé perd son travail sans faute de sa part, il subit une baisse de salaire lorsqu'il est de nouveau embauché sans parler des cas où il ne retrouve plus d'emploi. Dans la mesure où il n'est pas envisageable de supprimer le risque en garantissant la pérennité de l'emploi, seule la rémunération du risque semble concevable et les salariés deviennent des créanciers résiduels comme les actionnaires. De plus, les actionnaires peuvent diversifier le risque en redéployant leurs actifs mais les employés ne le peuvent pas car leur capital spécifique perd de sa valeur en sortant de l'entreprise. Les salariés assurent une partie des risques résiduels et il est juste qu'ils perçoivent une partie des bénéfices résiduels et exercent un certain contrôle.

Les partenaires commerciaux de la firme prennent aussi des risques techniques liés à la spécificité, à la durée de vie du produit, à la technologie du *process* ou du produit et des risques commerciaux. Dans la mesure où certains risques persistent, seule la rémunération du risque semble concevable et les partenaires commerciaux deviennent des créanciers résiduels comme les actionnaires. L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1996).

La firme ne peut pas identifier les mécanismes de création de valeur en se focalisant sur les seuls actionnaires et sur les modalités des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants (Charreaux, 1998). La valeur actionnariale semble incompatible avec la représentation contractuelle, selon laquelle la firme est un nœud de contrats entre différents partenaires. La firme n'est plus caractérisée par un contrat entre le dirigeant et les actionnaires mais par une série de contrats reliant plusieurs acteurs économiques. L'objectif de création de valeur à long terme persiste ; il ne s'agit toutefois plus de maximiser la création de valeur pour les seuls actionnaires, mais pour toutes les parties prenantes. L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la VP et de son partage. La vision réductrice de la performance (purement financière) caractérisant le modèle de création de valeur actionnariale, nous conduit à présenter le modèle de création de VP qui se fonde sur le courant disciplinaire partenarial et sur la TPP.

1.2- Partie prenante et création de valeur : gouvernance partenariale

Le modèle disciplinaire partenarial trouve son origine dans la représentation de la firme comme équipe de facteurs de production dont les synergies sont à l'origine de la rente organisationnelle. Les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne seront incités à contribuer à la création de valeur que s'ils perçoivent une partie de la rente, accédant ainsi au statut de créancier résiduel. Zingales (1998) précise que la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition de cette rente. La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution des conflits d'intérêts en agissant sur la répartition. Dans la démarche proposée par Brandenburger et Stuart (1996), qui s'inscrit dans le courant contractualiste, l'entreprise est représentée comme le centre d'un jeu coopératif qu'elle organise pour s'approprier le maximum de la valeur créée. Cette représentation suppose que cette valeur créée soit répartie entre les différentes parties prenantes. Mais les définitions d'une partie prenante varient selon les auteurs. Dans la vision la plus restreinte, le concept de partie prenante désignait les groupes indispensables à la survie de l'entreprise. La *Stanford Research Institute* (1963) donne la définition suivante : « *Tout groupe identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie à long terme* ». Dans la vision la plus large, proposée par Freeman (1984, p. 46) « *une partie prenante est un individu ou groupe d'individus qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». Selon Charreaux et Desbrières (1998, p. 58) « *C'est un agent dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ». La question est alors d'identifier et de classer les différentes parties prenantes. Il existe plusieurs classifications.

Pour Clarkson (1995), il y a deux groupes de parties prenantes : les parties prenantes primaires et secondaires. Carroll et Näsi (1997, p. 92-117) opposent les parties prenantes internes (propriétaires, dirigeants, employés) aux parties prenantes externes (concurrents, consommateurs, État, etc.). Charreaux et Desbrières (1998) distinguent les parties prenantes volontaires, qui prennent un risque en investissant, et les parties prenantes involontaires, qui s'exposent aux conséquences provoquées par les activités de l'entreprise.

Fiore, Grand et Suzanne (2008) proposent une identification des parties prenantes selon la reconnaissance explicite et implicite. La classification tient à la reconnaissance par la firme de la relation qui existe entre elle et la partie prenante.

Après l'exploration des pratiques des entreprises, à travers les rapports annuels, et le tour d'horizon théorique, nous considérons comme partie prenante la classification de Fiore, Grand et Suzanne (2008). Pour notre étude, nous retenons les parties prenantes explicites. Ce sont les acteurs avec lesquels la firme a une relation contractuelle explicite récurrente. Les parties prenantes explicites

retenues dans notre étude sont les clients, les fournisseurs, les salariés, les actionnaires et les créanciers financiers².

Les parties prenantes ne vont alors contribuer à la création de la valeur que si elles perçoivent une partie de la rente. En tant qu'agents économiques rationnels, les parties prenantes explicites devraient exiger une part de la rente organisationnelle d'autant plus importante que le risque qu'elles supportent à travers la relation contractuelle est élevé.

2- Aspects méthodologiques

2.1- *Modèle de mesure de la valeur partenariale et de sa distribution*

Pour calculer la VP, nous mettons en place un modèle de mesure fondé sur celui de Charreaux (2007). D'une part, nous proposons une extension de la démarche à une évaluation de la VP dépassant les frontières d'un seul secteur. Nous supposons qu'il y a une concurrence généralisée entre les différents acteurs d'un environnement économique pour mobiliser des ressources et utiliser au mieux le capital investi. D'autre part, cette démarche sera perfectionnée en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les bailleurs de fonds. Cette distinction va nous permettre de mesurer le poids des créanciers financiers dans l'appropriation de la VP. On s'intéresse aux actionnaires externes (minoritaires), simples apporteurs de capitaux et dénués de contrôle et d'influence. Leur rémunération explicite est identifiable, elle correspond aux dividendes versés.

Pour notre modèle, nous avons retenu, à l'instar de Charreaux (2007), comme *benchmark* les ressources mobilisées.

2.1.1- Calcul des ressources mobilisées

Les entreprises réalisent leur chiffre d'affaires en mobilisant des ressources (internes et externes), ce qui permet de définir un indice de performance « *benchmark* ». Le choix de tout ramener aux ressources mobilisées permet de contrôler l'effet taille ainsi que les différences d'intégration d'un groupe à l'autre. Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

CA_t : Chiffre d'affaires de l'année t ; il correspond aux ventes explicites ;

CF_t : Capital financier de l'année t ; il correspond aux financements apportés tant par les actionnaires que par les créanciers financiers. Il est égal à la somme des capitaux propres et des dettes financières (à long et à court terme) figurant dans le bilan ;

² L'État peut être pris comme partie prenante mais notre cadre d'analyse reposant sur le couple (rétribution, risque), nous ne pouvons pas le considérer comme une partie prenante au même titre que les autres. La rente perçue par l'État est en fait un quasi pourcentage (taux d'impôt * bénéfice fiscal), donc une fonction directe de la rente actionnariale.

CH_t : Capital humain de l'année t ; il correspond à la valeur actualisée des flux de salaires explicites sur un horizon de 40 ans, durée de vie du capital humain (Charreaux 2007) ;

CE_t : Capital externe de l'année t ; il correspond à la valeur actualisée des consommations externes explicites sur un horizon de 25 ans (Charreaux 2007) ;

RM_t : Ressources mobilisées de l'année t.

Nous pouvons écrire :

$$RM_t = CF_t + CH_t + CE_t$$

Notre *benchmark* sera la mesure du chiffre d'affaires induit par un euro de ressources mobilisées. Nous retenons l'indice le plus élevé de l'année t pour déterminer les ventes d'opportunité (VO_t), en référence à l'approche du « meilleur élève » (*Best in class*).

Pour un espace concurrentiel formé de n entreprises, et pour l'année t, nous pouvons définir :

$V_{it} = CA_{it} / RM_{it}$, est l'indice de l'entreprise i pour l'année t

Le *benchmark* de l'année t V_{bt} , c'est l'indice le plus grand,

$$V_{bt} = \max_{i=1,n} \left\{ \frac{CA_{it}}{RM_{it}} \right\}$$

Avec CA_{it} : chiffre d'affaires de l'entreprise i pour l'année t et RM_{it} : ressources mobilisées de l'entreprise i pour l'année t.

Nous avons alors: $VO_{it} = CA_{it} * (V_{bt} / V_{it})$ (1)

2.1.2- Appropriation de la valeur par les clients

La valeur appropriée par les clients de l'entreprise i, l'année t, VAC_{it} sera alors obtenue par différence : $VAC_{it} = VO_{it} - CA_{it}$

En remplaçant VO_{it} par (1), nous avons :

$$VAC_{it} = CA_{it} * (V_{bt} / V_{it}) - CA_{it}$$

Nous pouvons écrire la valeur appropriée par les clients.

$$VAC_{it} = CA_{it} \left[\frac{V_{bt}}{V_{it}} - 1 \right]$$

2.1.3- Appropriation de la valeur par les fournisseurs

Le coût explicite des fournisseurs est composé des consommations externes (COE).

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

COE_{it} : Consommations externes de l'entreprise i pour l'année t

$COEO_{it}$: Consommations externes d'opportunité de l'entreprise i pour l'année t

$f_{it} = COE_{it} / RM_{it}$, est l'indice de l'entreprise i de l'année t

Le *benchmark* est l'indice f_{bt} , c'est l'indice le plus faible,

$$f_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{COE_{it}}{RM_{it}} \right\}$$

Nous obtenons les consommations externes d'opportunité de la manière suivante :

$$COEO_{it} = COE_{it} * (f_{bt} / f_{it}) \quad (2)$$

La valeur appropriée par les fournisseurs de l'entreprise i,

$$VAF_{it} = COE_{it} - COEO_{it}$$

En remplaçant $COEO_{it}$ par (2), nous avons :

$$VAF_{it} = COE_{it} - [COE_{it} * (f_{bt} / f_{it})].$$

La valeur appropriée par les fournisseurs.

$$VAF_{it} = COE_{it} \left[1 - \frac{f_{bt}}{f_{it}} \right]$$

2.1.4- Appropriation de la valeur par les salariés

Le coût des salariés est composé des salaires bruts et des charges sociales.

CS_{it} : Coût des salariés de l'entreprise i pour l'année t

CSO_{it} : Coût d'opportunité des salariés de l'entreprise i pour l'année t

$s_{it} = CS_{it} / RM_{it}$, c'est l'indice de l'entreprise i pour l'année t

Le *benchmark* est le ratio le plus faible, $s_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CS_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Nous avons :

$$CSO_{it} = CS_{it} * (s_{bt} / s_{it}) \quad (3)$$

La valeur appropriée par les salariés, $VAS_{it} = CS_{it} - CSO_{it}$

En remplaçant CSO_{it} par (3), nous obtenons :

$$VAS_{it} = CS_{it} - [CS_{it} * (s_{bt} / s_{it})].$$

La valeur appropriée par les salariés.

$$VAS_{it} = CS_{it} \left[1 - \frac{s_{bt}}{s_{it}} \right]$$

2.1.5- Appropriation par les apporteurs de capital financier

Comment estimer le coût (rémunération explicite) des créanciers financiers et des actionnaires ?

L'approche de Charreaux a considéré que les deux catégories d'apporteurs de capitaux sont des « loueurs » d'actifs. Dans cette hypothèse, il y a une négation de la personnalité morale. Nous considérons que les apporteurs des capitaux sont propriétaires des inputs. Notre approche, au prorata de la structure financière, repose sur l'hypothèse d'un financement des actifs en " pool de fonds " ; autrement dit, il n'y a pas un mode de financement « spécifique » à certains types d'actifs.

Nous pouvons alors nous servir de la dotation aux amortissements, mais il faut la fractionner.

Par exemple, à l'aide du ratio de structure financière (levier financier (L) = dettes financières (D) / capitaux propres (CP)) entre créanciers financiers et actionnaires.

La rémunération des créanciers financiers est constituée des charges financières et d'une partie des dotations opérationnelles. Nous faisons alors l'hypothèse que les créanciers ont $(L/(L+1))$ % du montant de l'actif économique. La rémunération des actionnaires comprend les dividendes et le complément des dotations opérationnelles. Nous faisons alors l'hypothèse que les actionnaires ont $(1/(L+1))\%$ ³ du montant de l'actif économique. Pour établir la rémunération des actionnaires, nous nous basons sur le dividende et non sur le résultat net car nous ne nous intéressons qu'à la rente des actionnaires minoritaires (sans contrôle), laquelle est perçue de manière explicite sous forme de dividendes. Cela revient à dire que le résultat non distribué (mis en réserve) alimente le *slack* managérial, donc les intérêts de la « firme » (dirigeants et/ou majoritaires) et que les actionnaires minoritaires n'en profiteront pas. La politique de dividende est alors vue comme un levier de négociation dans la relation entre la firme et les actionnaires minoritaires : une gouvernance efficace devrait rassurer les minoritaires, et donc permettre à la firme d'avoir une politique de dividende moins généreuse toutes choses égales.

En termes de rémunération explicite, les créanciers financiers s'approprient $(\frac{L}{L+1} * \text{dotation} + \text{intérêts})$; les actionnaires (quel que soit leur statut) s'approprient $(\frac{1}{L+1} * \text{dotation} + \text{dividende})$ ⁴ ;

La rémunération des créanciers est réalisée en fonction du niveau d'endettement. Les actionnaires sont rémunérés par les dividendes qui dépendent du résultat dégagé et du projet de son affectation. Au sein de ce capital financier, nous distinguons ainsi les créanciers financiers des actionnaires.

2.1.5.1- Créanciers financiers

La rémunération des créanciers financiers est composée de charges financières et d'une partie $(L/(L+1))\%$ des dotations aux amortissements. Nous ne tenons pas compte des impôts parce que notre objectif est d'apprécier la rémunération de la partie prenante (prêteur) et non le coût de l'endettement pour l'entreprise.

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

CF_{it} : Coût des créanciers financiers de l'entreprise i pour l'année t

CFO_{it} : Coût d'opportunité des créanciers financiers de l'entreprise i pour l'année t

$c_{it} = CF_{it} / RM_{it}$, est l'indice de l'entreprise i pour l'année t

$$^3 L = \frac{D}{CP}$$

$$\frac{1}{L+1} = \frac{1}{\frac{D}{CP} + 1} = \frac{CP}{D+CP}$$

⁴ C'est une limite de notre modèle, car les actionnaires dominants s'approprient des « bénéfices privés du contrôle », que nous négligeons ici. Notre modèle néglige par conséquent le pouvoir des actionnaires dominants en tant que PPE.

Le *benchmark* est le ratio le plus faible : $c_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CF_{it}}{RM_{it}} \right\}$

Nous avons :

$$CFO_{it} = CF_{it} * (c_{bt} / c_{it}) \quad (4)$$

La valeur appropriée par les créanciers financiers, $VACF_{it} = CF_{it} - CFO_{it}$

En remplaçant CFO_{it} par (4), nous obtenons :

$$VACF_{it} = CF_{it} - [CF_{it} * (c_{bt} / c_{it})].$$

La valeur appropriée par les créanciers financiers.

$$VACF_{it} = CF_{it} \left[1 - \frac{c_{bt}}{c_{it}} \right]$$

2.1.5.2- Actionnaires

La rémunération des actionnaires est composée de dividendes et d'une partie $(1/(L+1))\%$ des dotations aux amortissements.

Les indicateurs fondamentaux sont définis ainsi :

CAC_{it} : Coût des actionnaires de l'entreprise i pour l'année t

$CACO_{it}$: Coût d'opportunité des actionnaires de l'entreprise i pour l'année t

$a_{it} = CAC_{it} / RM_{it}$, est l'indice de l'entreprise de l'année t

Le *benchmark* est le ratio le plus faible : $a_{bt} = \min_{i=1,n} \left\{ \frac{CAC_{it}}{RM_{it}} \right\}$; ce ratio dépend de la politique de

dividende de la firme. Si cette dernière est moins généreuse, les actionnaires s'approprient moins de valeur partenariale.

Nous avons : $CACO_{it} = CAC_{it} * (a_{bt} / a_{it}) \quad (5)$

La valeur appropriée par les actionnaires, $VAA_{it} = CAC_{it} - CACO_{it}$

En remplaçant $CACO_{it}$ par (5), nous obtenons :

$$VAA_{it} = CAC_{it} - [CAC_{it} * (a_{bt} / a_{it})].$$

La valeur appropriée par les actionnaires

$$VAA_{it} = CAC_{it} \left[1 - \frac{a_{bt}}{a_{it}} \right]$$

2.1.6- Calcul de la valeur partenariale

La valeur partenariale de la firme i pour l'année t (VP_{it}) est égale aux ventes d'opportunité vis-à-vis des clients moins la somme des coûts d'opportunité dans les relations avec les apporteurs de ressources.

$$VP_{it} = VO_{it} - \sum CO_{it}$$

2.2. Construction de la base benchmark

Notre base d'analyse pour le *benchmarking* est constituée de l'inventaire des firmes cotées référencées dans *Worldscope* pour les 29 pays ciblés (les 27 pays Européens plus la Suisse et la Norvège). Nous avons fait un filtrage qualitatif des firmes. Nous avons éliminé les firmes : (1) sans code ISIN (nécessaire pour appariement ultérieur avec *Datastream*), (2) dont le code ICB n'est pas renseigné, (3) appartenant au secteur de la finance. (4) qui publient des comptes non consolidés, ou dans un référentiel autre qu'IFRS sur la période 2006-2010 (le critère de comptes publiés en IFRS est important pour la comparabilité du *reporting* financier), et (5) celles dont l'exercice comptable ne fait pas douze mois pour des problèmes de cohérence dans le calcul des ratios financiers. Ensuite, nous avons effectué un filtrage quantitatif et qualitatif pour sélectionner nos secteurs. Ces filtres nous ont conduit à choisir (1) un nombre suffisant de firmes européennes dans chaque secteur, et (2) les secteurs jugés suffisamment homogènes. Nous avons retenu les 8 secteurs d'activité les plus représentatifs : Bâtiment et matériaux de construction, Equipements électroniques électriques, Agro-alimentaire, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Médias, Services logiciels & informatiques, Technologie matériel équipement.

Pour notre étude, nous avons choisi la classification sectorielle ICB : (1) c'est une approche axée sur la production et non sur le marché, un classement selon la production devrait se révéler plus fiable pour placer/regrouper les firmes selon le critère de concurrence directe ; (2) elle est utilisée par plus de 70 pays et adoptée par les bourses majeures dans le monde entier, notamment la bourse de Londres ; (3) toutes les entreprises dont les indices ne sont pas associés à l'utilisation exclusive de MSCI et S&P utilisent la classification ICB⁵. Notre étude empirique est menée sur une base *benchmark* constituée de 553 sociétés soient 1659 observations, extraite de *Worldscope* et de *Datastream*.

La Période d'observation retenue est (2006, 2008 et 2010), elle s'explique par la volonté de travailler dans un environnement comptable relativement harmonisé (période post IFRS en Europe). Le choix d'une année sur deux est un compromis pour couvrir cinq années sans se livrer à une collecte coûteuse

⁵ Cette classification est organisée en quatre niveaux hiérarchiques : 10 industries, 19 super secteurs, 41 secteurs et 114 sous-secteurs. Le niveau 3 (les 41 secteurs) semble un bon compromis, entre un niveau de précision satisfaisant pour séparer les entreprises de façon assez fine et disposer ainsi de secteurs relativement homogènes, et un nombre suffisant de firmes dans chaque segment pour donner du sens au *benchmarking*.

et rompre la séquence d'auto-corrélation des observations entre elles. La dimension européenne est ici retenue, c'est un compromis afin de disposer d'une population la plus homogène possible en termes de *reporting* financier, et conséquente qui permette un découpage en plusieurs sous échantillons de taille suffisante. La base *benchmark* nous a permis de calculer la VP et son appropriation. Le tableau 1 présente la composition de notre échantillon par secteur.

Tableau 1 : Echantillons « benchmark »

Secteurs	Base « benchmark »	
	Nombre de firmes	Pourcentage
1- Bâtiment et matériaux de construction	105	18,99
2- Equipements électroniques électriques	78	14,10
3- Agro-alimentaire	73	13,20
4- Equipement et services santé	52	9,40
5- Pharmacie et biotechnologie	52	9,40
6- Médias	64	11,57
7- Services logiciels & informatiques	76	13,74
8- Technologie Matériel équipement	53	9,58
Totaux	553	100,00

3- Résultats empiriques

3.1-Création de la valeur partenariale

La VP est la valeur créée par l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur, compte tenu de ce que seraient disposés à payer les clients et des rémunérations minimales que seraient prêts à accepter les apporteurs de ressources (Charreaux, 2007).

La VP est la différence entre les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité. La VP créée au sein de chacun des secteurs est présentée dans le tableau 2.

Insérer tableau 2 ici

Globalement, la VP créée en 2008 a augmenté de 13,1 % par rapport à celle de 2006. En 2010 l'augmentation est de 4,9 % par rapport à la VP de 2008. Cette faible progression, peut être liée à la crise et le ralentissement économique qui a suivi. Au plan macro-économiques, Cette crise a eu plusieurs répercussions : (1) elle a généré une baisse des exportations de 17,1 % et des importations de 14,4 % sur un an au deuxième trimestre de 2009 ; (2) l'économie s'est dégradée avec une perte de confiance généralisée des agents économiques (le « séisme Lehman Brothers » a joué un rôle de catalyseur) ; et (3) la production industrielle a chuté de 15,9 % (banque de France, 2010, p.26).

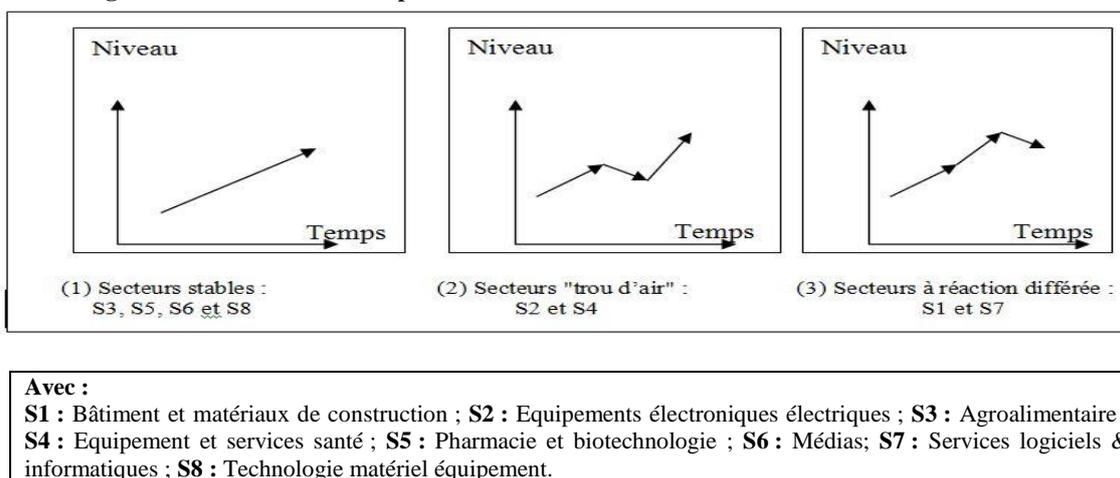
Mais les effets de cette crise sont différents en fonction des secteurs. On constate que le secteur Bâtiment et matériaux de construction est, en moyenne, le meilleur secteur en matière de création de

VP pendant les trois périodes : 2006, 2008 et 2010. Le secteur Equipement & services santé est, en moyenne, celui qui crée le moins de VP en 2006 et 2008 et l'avant-dernier en 2010. Si on considère les deux secteurs extrêmes en termes de création de VP, en moyenne, le secteur Bâtiment et matériaux de construction pourrait produire environ 18,9 fois plus de richesse que le secteur Equipement & services santé en 2006. En 2008, année de la crise financière, les deux secteurs extrêmes restent les mêmes.

Globalement, nous pouvons classer nos secteurs en trois familles. (1) Les secteurs stables qui ont continué à créer de la VP sur les trois années 2006, 2008 et 2010. Dans cette catégorie, nous trouvons les secteurs Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Médias et Technologie matériel équipement qui ont maintenu la tendance à la hausse de la création de valeur. D'après nos calculs, l'augmentation moyenne est de 13 % entre 2006 et 2008 contre une augmentation moyenne de 5 % entre 2008 et 2010. (2) les secteurs "trou d'air" ont réagi en temps réel à la crise financière. Les secteurs Equipements électroniques électriques et Equipement et services santé ont perdu de la valeur en 2008. Ils ont subi, chacun, une perte de 12 % entre 2006 et 2008 mais ils ont trouvé rapidement le chemin de la sortie de la crise. Entre 2008 et 2010 l'augmentation moyenne de création de valeur est de 26 % pour ces deux secteurs. (3) Les secteurs qui ont réagi en différé à la crise. Ce sont les secteurs Bâtiment et matériaux de construction et Services logiciels & informatiques. La création de valeur a augmenté respectivement de 16 % et de 34 % entre 2006 et 2008 et elle a baissé respectivement de 14,5 % et de 2,8 % entre 2008 et 2010 pour ces deux secteurs.

Les schémas récapitulatifs des trois familles d'évolution du niveau de la VP sont présentés dans la figure suivante.

Figure 1 : Les schémas récapitulatifs des trois familles d'évolution du niveau de la VP



Cette mesure de la VP dépend de la délimitation du secteur. Si l'on introduit une firme ayant un meilleur pouvoir de négociation, elle va modifier les *benchmarks* retenus pour évaluer les différents éléments d'opportunité.

3.2- Appropriation de la VP par les PPE

En raison des interactions entre création et appropriation de la VP et pour mieux comprendre la création de la valeur, il faut analyser la répartition de la VP créée dans chacun des secteurs.

La période de notre étude est marquée par la crise financière et économique de l'année 2008. Quels sont les effets de cette crise sur l'appropriation de la VP ? Il semble qu'il y ait eu (entre 2006 et 2008), globalement, un transfert de la VP des clients et des fournisseurs au bénéfice des bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), des salariés et de la firme. Les entreprises ont perdu de leur pouvoir de négociation avec leurs créanciers financiers, actionnaires, salariés ; mais elles ont pu compenser (en partie) cette perte de VP en se montrant plus exigeantes auprès de leurs clients et de leurs fournisseurs (Khaldi, 2014, 2016).

L'analyse des forces concurrentielles sous l'angle de Porter (1980) consiste à évaluer les facteurs qui structurent la dynamique concurrentielle dans le domaine d'activité de l'entreprise. L'intensité concurrentielle est déterminée par chaque force présente dans le secteur. Entre 2006 et 2008, les clients perdent en pouvoir de négociation dans cinq secteurs sur huit (Bâtiment et matériaux de construction, Equipement électronique et électrique, Equipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie, Services logiciels & informatiques). La capacité des fournisseurs à imposer leurs conditions en termes de coût ou de qualité a diminué dans quatre secteurs sur huit ; surtout dans le secteur Equipement et services santé, où la variation entre 2006 et 2008 est de moins 20,8%.

Pour rester compétitives, les firmes ont plus de besoin en capitaux. L'intensité capitalistique a entraîné un pouvoir accru des créanciers financiers dans sept secteurs sur huit. Mais aussi on constate plus de pouvoir pour les salariés (capital humain) dans cinq secteurs sur huit. Le pouvoir des actionnaires et la constitution de "réserves" par la firme se sont accrus respectivement dans cinq secteurs et quatre secteurs sur les huit. Ces ressources financières ont un rôle prépondérant dans le financement de la R&D ainsi que pour l'autofinancement.

Toutefois, entre 2008 et 2010, plusieurs parties prenantes ont vu une diminution de la part appropriée de la VP à l'exception des clients et des créanciers financiers. On note plus de pouvoir de négociation pour les clients dans six secteurs sur huit. Le pouvoir de négociation des créanciers financiers s'est également accru, surtout dans le secteur Pharmacie et biotechnologie. Ce secteur, de haute technologie, a une intensité technologique forte. Il se peut que les créanciers financiers aient rajusté leur prime de risque sur un seul secteur étant donné l'incertitude économique.

La synthèse de cette répartition entre les différentes PPE et la firme, dans chacun des secteurs et pour chaque année, sera présentée dans le tableau 3.

Insérer tableau 3 ici

A partir de ce tableau, nous avons mis en place une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP pour les différentes PPE. Nous avons construit une matrice d'appropriation de la VP.

Matrice d'appropriation : méthodologie de construction

Après le calcul de la part de VP appropriée par chaque partie prenante année et secteur (tableau 3), nous avons calculé la moyenne et l'écart type de cette valeur appropriée sur l'ensemble de la période et tout secteur confondu. Nous avons délimité nos données par plus ou moins une fois l'écart type pour définir une zone d'appropriation dite "normale". Ces calculs sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau 4 : Calcul de l'intervalle normal sur la période de trois années 2006, 2008 et 2010

PPE	Créanciers financiers	Actionnaires	Clients	Salariés	Fournisseurs	Firme
Moyenne	1,59	4,20	40,19	11,16	34,34	8,57
Ecart type	0,11	0,35	0,73	0,26	0,76	0,39
Intervalle "normal"	[1,48 ; 1,70]	[3,85 ; 4,55]	[39,45 ; 40,92]	[10,91 ; 11,42]	[33,58 ; 35,1]	[8,18 ; 8,96]

A partir du tableau 4, nous avons retenu, pour chacune des PPE, les critères suivants :

- si la valeur appropriée par la partie prenante sur un secteur donné et pour les années 2006, 2008 et 2010, est supérieure à la borne supérieure de notre intervalle "normal", l'appropriation est considérée comme élevée ;
- si cette valeur est à l'intérieur de notre intervalle pour les trois années, l'appropriation est considérée comme " normale" ;
- si cette valeur est inférieure à la borne inférieure de notre intervalle pour les trois années, l'appropriation est faible ;
- dans les autres cas, l'appropriation est instable.

Résultats

En application des critères ci-dessus à chacune des PPE, nous avons obtenu la matrice d'appropriation présentée dans le tableau suivant.

Tableau 5: Matrice d'appropriation de la valeur par les PPE

Appropriation de la valeur						
Elevée	S1, S4	S5	S1, S4, S6	S5, S8	S2, S5	S2, S4, S5
Normale						
Faible	S3, S7, S8	S1, S2, S3, S4, S7	S5	S2, S3	S1, S4	S1, S3, S6, S7, S8
Instable	S2, S5, S6	S6, S8	S2, S3, S7, S8	S1, S4, S6, S7	S3, S6, S7, S8	S3, S7, S8
	CF	A	C	S	FR	FI

Avec :

CF : créanciers financiers ; **A** : actionnaires ; **C** : clients ; **S** : salariés ; **FR** : fournisseurs ; **FI** : firme.

S1 : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

A l'aide de cette matrice, nous obtenons une typologie des secteurs les plus favorables (secteurs où l'appropriation est considérée comme élevée) en matière d'appropriation de la VP en fonction des différentes PPE. La synthèse des secteurs les plus favorables, en matière d'appropriation de valeur, pour les PPE est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 6 : Matrice des secteurs les plus favorables, en termes d'appropriation de VP, pour les PPE

Secteurs \ PPE	Créanciers financiers	Actionnaires	Clients	Salariés	Fournisseurs	Firme
Bâtiment et matériaux de construction	X		X			
Équipement électronique et électrique					X	X
Agroalimentaire						
Équipement et services santé	X		X			X
Pharmacie et biotechnologie		X		X	X	X
Médias			X			
Services logiciels & informatiques						
Technologie matériel équipement				X		

Nous constatons que les bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires) sont plus présents dans les secteurs où l'intensité technologique est forte, c'est le cas des secteurs Équipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie. C'est aussi le cas dans le secteur Bâtiment et matériaux de construction, où l'intensité capitalistique est forte. Ce secteur a plus de besoins en capitaux d'où le pouvoir accru des créanciers financiers.

Il y a plus de pouvoir de négociation des clients dans les secteurs Bâtiment et matériaux de construction, Équipement et services santé et Médias. Le pouvoir des clients est d'autant plus grand que les produits sont standardisés (cf. BTP) ou qu'il existe des produits de substitution facilement disponibles (le coût de changement de fournisseur est bas) (cf. Médias).

Les secteurs favorables aux salariés en matière d'appropriation de la valeur sont Pharmacie et biotechnologie et Technologie matériel équipement. Ces deux secteurs ont une intensité technologique forte. Ils ont plus de besoin en capitaux, et en particulier de capital humain.

Par contre, il y a plus de pouvoir de négociation pour les fournisseurs dans les secteurs Équipement électronique et électrique et Pharmacie et biotechnologie. Un faible nombre de fournisseurs, une marque forte, des produits très différenciés sont autant de facteurs qui accroissent le coût de changement des fournisseurs et donc leur pouvoir. Le premier est un secteur de moyenne ou haute technologie, et le second est un secteur de haute technologie. L'accès aux ressources est donc limité, et le coût de changement des fournisseurs est élevé.

Enfin, les trois secteurs Équipement électronique et électrique, Équipement et services santé et Pharmacie et biotechnologie sont favorables à la firme. Ce sont des secteurs de forte intensité

technologique et capitalistique où la constitution de réserves par l'autofinancement peut jouer un rôle prépondérant.

Conclusion

Le passage d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat (Hirigoyen 1997) conduit à s'interroger sur la mesure de la rente organisationnelle et de son partage.

L'objectif de cet article était de mettre en place un modèle de mesure de la valeur partenariale et son appropriation. Les résultats de cette étude représentent, à notre sens, une aide pour mieux appréhender, en pratique, le problème de création et d'appropriation de la VP par les PPE et les entreprises dans un environnement où la négociation contractuelle est permanente. Quels sont les principaux apports ?

Premièrement, l'extension de la démarche de Charreaux (2007) à une évaluation de la VP dépassant les frontières d'un seul secteur. Nous avons mené notre étude sur huit secteurs d'activité et la démarche a été perfectionnée en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les financiers.

Un deuxième apport réside dans nos résultats sur le calcul de la VP qui ont révélé trois types de secteurs : (1) Les secteurs stables qui ont connu une augmentation de la VP sur toute la période 2006, 2008 et 2010. Les secteurs, Agroalimentaire, Pharmacie et biotechnologie, Médias et Technologie matériel équipement, ont ainsi résisté à la crise de 2008. (2) Les secteurs "trou d'air" (Équipement électroniques et électriques et Équipement et services santé), où la VP a diminué en 2008 puis augmenté en 2010 ; ce sont les seuls secteurs à avoir vécu la crise financière de 2008 en temps réel. (3) Les secteurs à "réaction différée", (Bâtiment et matériaux de construction et Services logiciels & informatiques) ont connu une augmentation de la VP en 2008, mais une baisse en 2010.

Un troisième apport est la proposition d'une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP par les différentes PPE en Europe. Nous avons montré que les secteurs favorables aux bailleurs de fonds (créanciers financiers et actionnaires), aux salariés ainsi qu'à la firme sont les secteurs à forte intensité capitalistique et technologique : Bâtiment et matériaux de construction, Équipement électroniques et électriques, Équipement et services santé, Pharmacie et biotechnologie et Technologie matériel équipement. Ces secteurs ont plus de besoins en capitaux d'où le pouvoir accru de ces parties prenantes dans le partage de la rente organisationnelle.

Les secteurs favorables aux clients sont : Bâtiment et matériaux de construction, Équipement et services santé et Médias. Dans ces secteurs, les clients ont plus de pouvoir parce que les produits de substitution sont facilement disponibles et le coût de changement de fournisseur est bas.

Les fournisseurs ont plus de pouvoir de négociation dans les secteurs Équipement électroniques et électriques et Pharmacie et biotechnologie. Là, le coût de changement des fournisseurs est élevé à cause d'une marque forte ou des produits très différenciés.

Cette étude fournit un tableau de bord de l'appropriation de la VP par les PPE en Europe. De ce point de vue, les comparaisons européennes sont non seulement possibles mais également riches de

signification. Mais cette typologie est à confirmer par des études futures. Elle peut être un apport important sur le plan managérial.

L'apport principal de cet article réside, d'une part, dans la mesure de la VP et de son appropriation par les PPE et d'autre part, dans la proposition d'une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP par les PPE en Europe.

L'article étant de nature exploratoire, en dépit des apports évoqués plus haut, il n'est toutefois pas exempt de limites. En particulier, Sur le plan théorique, notre modèle conceptuel comporte deux hypothèses fortes qui tiennent au statut du dirigeant et à l'homogénéité des actionnaires. Les intérêts du dirigeant et de la firme sont confondus, et le dirigeant n'est pas considéré comme détenteur d'un opportunisme spécifique en raison de sa position hiérarchique. Les actionnaires ont tous le même statut, celui d'actionnaires minoritaires, donc externes et sans pouvoirs d'action spécifiques sur la firme et sur son dirigeant.

Sur le plan méthodologique, certains choix assez simplificateurs ont été faits. Par exemple, pour le choix de l'échelle de mise en œuvre de la phase de *benchmarking*, nous avons considéré l'Espace Economique Européen (EEE), pour disposer des chiffres comptables suffisamment comparables car soumis aux normes IFRS. Toutefois, il y a lieu de penser que l'environnement concurrentiel d'une firme multinationale dépasse nettement les frontières de l'EEE.

Les prolongements potentiels sont nombreux. Une première possibilité serait de proposer un modèle plus élaboré qui devrait prendre en compte la propension du dirigeant à s'approprier une partie de la rente organisationnelle pour satisfaire sa fonction d'utilité personnelle. Un deuxième axe de prolongement viserait l'hypothèse des actionnaires qui ont tous le même statut. Cette hypothèse reste très simplificatrice dans les économies où les structures d'actionnariat sont concentrées comme c'est le cas des pays d'Europe continentale ou d'Asie. Un troisième axe consisterait à faire une étude comparative entre les trois principales économies européennes (France, Royaume-Uni, Allemagne) étant donné les différences marquées dans la culture de gouvernance de ces trois économies (Labelle et Raffournier, 2000). On peut alors s'attendre à des différences systématiques entre ces pays au niveau de la structure d'appropriation de la rente organisationnelle. Par exemple, dans le cadre du modèle de cogestion germanique, à quel niveau s'établit la part de rente organisationnelle destinée aux salariés ?

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aoki M.** (1984), « The cooperative Game Theory of the Firm », Oxford University Press.
- Blair M.M.** (1996), « Wealth creation and Wealth sharing », The Brookings Institution, Washington, DC
- Banque de France** (2010), « De la crise financière à la crise économique », Documents et débats, N°3.
- Brandenburger A.M. et Stuart H.W.** (1996), « Value Based Business Strategy », Journal of Economics & Management Strategy, vol.5, p.5-24.
- Bourguignon A.** (1997), « Sous les pavés, la plage... ou les multiples fonctions du vocabulaire comptable : exemple la performance », comptabilité, Contrôle, Audit, T.3, vol.1, P. 89-101.
- Caby J et Hirigoyen G.** (1998), « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », actes des journées des IAE, p. 133-174.
- Carroll A.B., Näsi J.** (1997), « Understanding Stakeholder Thinking: Themes from Finnish Conference », Business Ethics: A European Review, vol.6, n°1, p.46-51, January.
- Charreaux G** (1997a), « Vers une théorie du gouvernement d'entreprises », in Le Gouvernement des Entreprises Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en gestion, Economica p.421-469
- Charreaux G.** (1998), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », Economies et Sociétés, série S.G n°8-9, p.47-65.
- Charreaux G. et Desbrières Ph.** (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », Finance Contrôle Stratégie, vol.1, n°2, p.57-88
- Charreaux G.** (2007), « La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle », Comptabilité-Contrôle- Audit T13 Volume 1 p.7 à 46, Juin
- Charreaux G.** (2011), « Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale », cahier du FARGO n° 1110402, avril.
- Clarkson M.B.** (1995), « A stakeholder Frame Work for Analyzing and Evaluation Corporate Social Performance », Academy of Management Review, vol. 20, n°1, p.92-117.
- Fama.F. et Jensen M.C.** (1983), separation of Ownership and Control, Journal of Law & Economics, 26. P.327-349.
- Fiore C. Grand B. et Suzanne J.M** (2008). « Gestion du périmètre social : de la mesure de performance à l'analyse de risque », W.P. n°823, Mars.
- Freeman R.E.** (1984), « Strategic Management: A stakeholder Approach », Pitman, Boston.
- Garfatta R.** (2010), « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français ». Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne
- Garvey G.T. et Swan P.L.** (1994) « The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm », Journal of Corporate Finance, vol.1, n°2, p.139-174.
- Grossman S.J. et Hart O.D.** (1986), « The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration », Journal of Political Economy, vol.94, p.691-719.
- Hansmann H.** (1996), « the ownership of Enterprise », Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Hill C.W.L. et Jones T.M.** (1992), « Stakeholder-Agency Theory », Journal of Management Studies, n°2, 29 March, p.131-154.
- Hirigoyen G.** (1997), « Salariés-actionnaires: le capital sans le pouvoir? In pouvoir et gestion », Coll. Histoire, Gestion et Organisation, n°5, Presses de l'université des Sciences Sociales de Toulouse, Toulouse.
- Jensen M.C. et Meckling W.M.** (1976), « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », Journal of Financial Economics, vol.3, 10, p.305-360.
- Jensen M.C** (2001) « Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », American Economic Review, vol.76, n° 2, p.323-329
- Jones T.M.** (1995), « Instrumental Stakeholder Theory: A synthesis of Ethics and Economics », Academy of Management Review, vol.20, n°2, p.404-437.
- Jones G.** (2001), « Organizational Theory: text and cases, Third edition », Prentice Hall.

- Jones T. et Wicks A.** (1999), « Convergent stakeholder theory », *Academy of Management Review*, 24, 2, p.206-221.
- Khaldi M.A** (2014), « Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale ». Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Grenoble, décembre.
- Khaldi M.A** (2016), « Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale ». *Revue Finance Contrôle Stratégie*.
- Labelle, R. et Raffournier, B.** (2000). « Comparaison des modèles de gouvernement d'entreprise canadien, français et allemand ». *Gestion 2000*, vol. 25, no 3, pp. 49-57.
- Stewart G.B.**(1994), « EVA: Fact and Fantasy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.7, n°2, p.71-84
- Porter ME** (1980), « Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors », New York: Free Press
- Zingales L** (1998), « Corporate Governance », in P.Newman (Ed.), *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton Press.

Tableau 2 : Statistique descriptive de création de valeur partenariale pour chacun des secteurs (en K €)⁶

Année 2006	Nb Firms	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang(a)
Secteurs								
S1	105	499 417 904	4 756 361	1 012 808	29 806	48 273 225	9 436 388	1
S2	78	44 934 735	576 086	201 724	7 421	4 602 691	992 599	7
S3	73	193 924 782	2 656 504	497 022	11 894	51 363 714	8 553 063	2
S4	52	26 355 925	506 845	185 593	7 884	2 579 835	696 352	8
S5	52	122 158 792	2 349 208	186 219	8 411	28 517 478	6 618 387	3
S6	64	139 581 057	2 180 954	806 368	39 960	26 043 914	4 579 324	4
S7	76	55 566 903	731 143	214 359	9 623	9 462 066	1 623 235	6
S8	53	82 977 140	1 637 810	207 476	12 176	19 677 293	4 269 844	5
Total	553	1 164 917 239						
Année 2008	Nb Firms	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
Secteurs								
S1	105	577 791 630	5 502 777	1 224 785	15 057	53 803 610	10 656 152	1
S2	78	39 458 303	505 876	170 096	7 561	4 024 188	922 292	7
S3	73	210 060 404	2 877 540	502 451	19 817	51 860 712	8 826 559	2
S4	52	26 282 947	505 441	209 044	8 915	2 595 587	685 666	8
S5	52	135 543 114	2 606 598	294 217	15 043	31 021 150	6 894 188	3
S6	64	161 440 499	2 522 508	1 050 423	41 679	28 806 875	4 555 833	4
S7	76	74 322 739	977 931	238 212	9 213	12 406 575	2 139 073	6
S8	53	92 820 894	1 751 338	238 175	13 813	22 016 818	4 810 230	5
Total	553	1 317 720 532						
Année 2010	Nb Firms	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
Secteurs								
S1	105	504 513 356	4 804 889	1 119 865	12 170	46 630 203	9 030 386	1
S2	78	49 765 460	638 019	240 027	15 233	4 803 403	1 018 755	8
S3	73	221 728 100	3 037 371	524 358	16 455	57 593 511	9 614 885	3
S4	52	39 902 480	767 355	213 994	15 401	4 551 860	1 136 814	7
S5	52	154 576 037	2 972 616	261 507	14 550	36 371 106	8 120 913	4
S6	64	200 609 608	3 134 525	1 256 921	68 521	40 842 323	6 318 749	2
S7	76	72 256 532	950 744	223 926	9 204	13 033 297	2 170 696	6
S8	53	138 840 350	2 619 629	296 886	12 699	42 208 609	8 488 871	5
Total	553	1 382 191 923						

Avec :

S1 : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

(a) : Le Rang est calculé par rapport à la moyenne.

⁶ Pour tous les calculs de cet article, nous avons effectué des tests. Toutes les différences observées sont significatives.

Tableau 3 : Pourcentage moyen de valeur partenariale capté par les parties prenantes

PPE	Créanciers financiers			Actionnaires			Clients			Salariés			Fournisseurs			Firme			
	Années	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010	2006	2008	2010
S1		2,32	3,31	2,81	1,67	1,83	2,41	52,97	48,51	46,87	11,25	13,32	14,83	26,47	28,77	28,76	5,33	4,26	4,31
S2		1,17	1,95	1,15	3,28	3,76	2,58	44,15	28,82	36,16	6,24	8,35	6,75	35,42	46,67	42,83	9,74	11,45	10,54
S3		0,79	0,95	0,71	3,65	3,16	3,74	40,6	42,02	58,29	6,04	9,12	6,72	41,67	36,19	22,24	7,26	8,56	8,3
S4		2,23	3,12	2,22	2,37	2,5	2,30	44,44	41,32	46,74	11,02	17,21	14,86	29,18	23,11	22,34	10,76	12,74	11,54
S5		1,08	0,99	2,77	10,55	12,42	9,65	20,14	17,83	21,5	12,03	14,4	13,07	44,13	43,12	38,33	12,08	11,25	14,68
S6		1,69	2,02	1,68	4,65	4,10	3,48	43,17	50,99	62,56	10,97	8,53	6,83	35,26	30,65	21,41	4,26	3,73	4,04
S7		0,56	0,86	0,9	2,79	3,27	3,02	43,20	39,8	39,04	11,76	10,64	10,98	33,92	37,16	36,1	7,78	8,27	10,05
S8		0,63	1,18	0,96	5,5	4,91	3,18	24,54	27,26	43,59	15,10	14,15	13,77	43,4	43,73	33,34	10,82	8,77	5,17

Avec :

S1 : Bâtiment et matériaux de construction ; **S2** : Equipements électroniques électriques ; **S3** : Agroalimentaire ; **S4** : Equipement et services santé ; **S5** : Pharmacie et biotechnologie ; **S6** : Médias ; **S7** : Services logiciels & informatiques ; **S8** : Technologie matériel équipement.

Moyenne inter-secteur	1,31	1,80	1,65	4,31	4,49	3,80	39,15	37,07	44,34	10,55	11,97	10,98	36,18	36,17	30,66	8,50	8,63	8,58
Médiane inter-secteur	1,13	1,57	1,42	3,47	3,52	3,10	43,19	40,56	45,17	11,14	11,98	12,03	35,34	36,67	31,05	8,76	8,67	9,18
Ecart type inter-secteur	0,65	0,92	0,80	2,62	3,12	2,26	10,33	10,66	12,02	2,83	3,06	3,45	6,08	7,69	7,69	2,62	3,06	3,58

