

**LES CONSÉQUENCES DE LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008 SUR LA  
CRÉATION & LA RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE  
AU SEIN DES GRANDES ENTREPRISES EUROPÉENNES ?**

**THE CONSEQUENCES OF THE 2008 FINANCIAL CRISIS ON  
THE FINANCIAL CREATION & DISTRIBUTION OF  
STAKEHOLDER VALUE WITHIN LARGE EUROPEAN  
COMPANIES?**

**MOHAMED ALI KHALDI**

Maître de conférences en Master CCA

Université Paris Descartes

CEDAG EA 1516

FRANCE

[mohamed.khaldi@parisdescartes.fr](mailto:mohamed.khaldi@parisdescartes.fr)

**KARIM MOUHLI**

Enseignant chercheur

Université de Saint-Etienne

FRANCE

[karim.mouhli@univ-st-etienne.fr](mailto:karim.mouhli@univ-st-etienne.fr)

## Résumé

L'objectif de cet article est double, mesurer l'incidence de la crise financière sur la création de la valeur partenariale et son appropriation par les parties prenantes explicites en Europe et proposer une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la valeur partenariale par ces parties prenantes. Notre étude est fondée sur une base benchmark de 553 sociétés européennes réparties dans huit secteurs d'activités. Globalement, il ressort de cette recherche que la valeur partenariale 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 celle de 2008. En matière d'appropriation, les secteurs favorables aux bailleurs de fonds, aux salariés ainsi qu'à la firme sont les secteurs à forte intensité capitalistique et technologique. Les secteurs favorables aux clients sont ceux où les produits de substitution sont facilement disponibles et le coût de changement de fournisseur est relativement bas. Il ressort également que les fournisseurs disposent de 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 de produits très différenciés. Cette étude fournit enfin un tableau de bord récapitulatif de l'appropriation de la valeur partenariale par les parties prenantes en Europe.

## Abstract

The objective of this article is to measure the impact of the financial crisis on the creation of stakeholder value and at first the distribution of stakeholder value to its explicit stakeholders and secondly to propose a typology of the most favorable sectors on the distribution stakeholder value by the stakeholders in Europe. This model is illustrated on a benchmark basis made up of 553 companies 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. In terms of appropriation, sectors favourable to the investors, to the employees as well as to the firm are capital intensive and technological sectors. 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.

## INTRODUCTION

La multiplication des scandales financiers depuis l'an 2000 suscite des débats et des controverses sur la gouvernance de l'entreprise, la création de valeur et son appropriation.

La crise financière de 2008 est essentiellement le résultat d'une baisse excessive des taux d'intérêt. La principale cause réside dans la politique monétaire américaine très accommodante. L'observation des taux directeurs le confirme. Le principal taux d'intérêt directeur est passé de 6,5% en 2000 à 1% en 2003. Ce faible taux a facilité l'accès aux crédits à des emprunteurs de moins en moins solvables comme l'a montré la crise des « *Subprimes* ». Avec le retour à des taux presque normaux, la bulle financière a éclaté.

Parallèlement, cette crise a montré que la rationalité substantielle de la finance traditionnelle, basée sur la théorie de l'agence ne rend compte que de façon très imparfaite du fonctionnement des organisations.

Aujourd'hui, force est de constater que deux modes de gouvernance tentent de cohabiter : la gouvernance actionnariale et la gouvernance partenariale. Le mode de gouvernance actionnariale a pour but de discipliner les dirigeants et de sécuriser la rentabilité de l'investissement financier. 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 étudier plus en détail le modèle de création de valeur partenariale fondé sur la théorie des parties prenantes, la théorie comportementale et les théories cognitives. Ceci semble d'autant plus pertinent que l'importance de la crise financière de 2008 est susceptible de modifier en profondeur les comportements.

L'intérêt porté à notre recherche a été motivé par trois constats essentiels, le premier réside dans l'originalité du questionnement. A notre connaissance aucune recherche antérieure n'a étudié les conséquences de la crise financière de 2008 sur la création et l'appropriation de la VP en Europe. Le second constat est 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. Le troisième, la faillite de *Lehman Brothers* à l'automne 2008 a eu des graves répercussions sur le fonctionnement de plusieurs économies, y compris celles des états membre de l'UE-27.

A travers cette recherche, nous souhaitons répondre à la problématique suivante : « **quelles sont les conséquences de la crise financière de 2008 sur la création et la répartition de la valeur partenariale en Europe ?** »

L'objectif de cet article est double (1) mesurer l'impact de la crise financière sur la création et l'appropriation de la valeur partenariale. (2) proposer une typologie des secteurs les plus favorables en termes d'appropriation de la valeur partenariale par les différentes parties prenantes explicites (PPE). Pour les parties prenantes, nous avons retenu la classification de Fiore, Grand et Suzanne (2008). Khaldi (2016) a défini la partie prenante explicite comme « *un acteur avec lequel la firme a une relation contractuelle explicite récurrente* ». En tant qu'agents économiques rationnels, les parties prenantes explicites vont exiger une part de la rente organisationnelle en fonction de risque subi.

Notre étude est menée à partir d'une base benchmark constituée de 553 sociétés européennes répartie en huit secteurs d'activités. Nos résultats concernant la création de valeur permettent de classer les secteurs en trois familles : secteurs stables, secteurs « trou d'air » et secteurs à « réaction différée ». A l'issue de notre recherche, nous proposons une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP par les différentes PPE en Europe.

L'article comporte deux sections et une conclusion. La section 1 développe le cadre théorique.

La section 2 est consacrée aux aspects méthodologiques de l'étude et aux résultats.

## **1. Cadre théorique**

### **1.1. Vers une gouvernance partenariale**

La gouvernance actionnariale considère les actionnaires comme les seuls créanciers résiduels, 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 à long terme des propriétaires de la firme.

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).

L'examen de la littérature montre que la rationalité substantielle de la finance traditionnelle, basée sur la théorie de l'agence ne rend compte que de façon très imparfaite du fonctionnement des organisations. Il paraît de plus en plus essentiel d'intégrer à l'analyse l'influence de comportements opportunistes de la part des dirigeants.

Les données empiriques semblent par ailleurs le confirmer. La crise financière a montré que plusieurs mécanismes d'incitations des managers se sont retournés contre les actionnaires. Citons, par exemple, les bonus des traders qui les incitent à dépasser leurs limites ou les

stock-options qui ont encouragé les dirigeants à adopter une gestion à court terme et à doper artificiellement le cours de bourse.

Plusieurs auteurs estiment que la vision moniste, qui favorise le court terme, est restrictive. Ils proposent alors une vision plurale où toutes les parties sont prises en considération. 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. Pour dépasser cette limite conceptuelle, Hirigoyen (1997) propose de passer d'une gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat.

L'enjeu n'est donc plus celui de la valeur actionnariale mais celui de la VP et de son partage.

## **1.2. Partie prenante et création de valeur**

Les apporteurs de facteurs de production, autres que les actionnaires, ne sont 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 sa répartition. Dans la démarche proposée par Brandenburger et Stuart (1996), qui s'inscrit par ailleurs pleinement dans le courant contractualiste, l'entreprise est perçue 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 soit répartie entre les différentes parties prenantes.

La Théorie des Parties Prenantes (TPP) qui part du principe que l'entreprise ne devrait pas uniquement être attentive à ses actionnaires mais à l'ensemble des acteurs avec lesquels elle est en relation. Donaldson et Preston (1995) recensent trois utilisations de la TPP : descriptive, instrumentale et normative. Nous retenons la dimension instrumentale parce qu'elle s'analyse comme étant un élargissement de la théorie de l'agence. La TPP consiste à tenir compte des intérêts de chaque partie prenante. Dans cette perspective, la relation d'agence actionnaire-dirigeant va s'élargir aux autres parties prenantes. D'une vision actionnariale nous passons à une vision plurale ou partenariale.

Plusieurs cadres théoriques tentent d'apporter une contribution en intégrant mieux le rôle des parties prenantes dans la création de valeur. Les théories cognitives de la gouvernance considèrent l'entreprise comme un répertoire de connaissances capable de créer de la valeur à travers l'innovation, la minimisation des conflits cognitifs et surtout la construction d'opportunités de croissance. Ici, c'est la capacité du dirigeant à innover et à construire de nouvelles opportunités d'investissement qui favorise la création de valeur. Pour le courant évolutionnisme (Nelson et Winter, 1982) c'est l'accumulation de la connaissance et des compétences qui permet la création des rentes

Pour les théories cognitives, c'est le capital humain associé aux compétences spécifiques des salariés qui crée de la valeur. L'entreprise devient un « nœud d'investissement spécifique ».

Dans la théorie comportementale, Jolls et al. (1998) expliquent que l'efficacité des leviers disciplinaires et cognitifs est tributaire de biais comportementaux qui influencent les décisions. Selon Thaler (1996), il y a trois catégories divergentes par rapport à la norme : la rationalité limitée, la volonté limitée et l'égoïsme limité. Ces divergences peuvent provoquer des erreurs décisionnelles. La prise en compte de la dimension comportementale permet de renforcer l'efficacité des actions disciplinaires et cognitives.

Pour toutes les théories qui viennent d'être exposées, la gouvernance partenariale favorise à la fois le développement du capital financier et humain (savoir-faire, compétences, innovation).

La formation de la valeur dans le modèle partenarial se résume, pour l'essentiel, à la résolution de conflits d'intérêts portant sur la répartition de cette valeur. L'interrogation sur l'origine de la rente conduit à mettre en avant, à la fois, le capital managérial et le capital associé aux compétences spécifiques des salariés (Blair, 1995, 1997). Si la spécificité de ce capital est à l'origine de la rente, elle le rend également vulnérable aux tentatives d'expropriation. D'après Brandenburger et Stuart (1996, P.8), la valeur créée est la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur (Porter, 1985) constituée par les différents partenaires. La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières (1998) à dénommer cette rente "valeur partenariale", que l'on peut définir comme la différence entre la somme des revenus évalués aux prix d'opportunité et celle des coûts d'opportunité des différents facteurs de production, par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale.

Dans ce modèle, les modalités de rétribution et l'assomption des risques jouent un rôle déterminant dans l'appropriation Khaldi (2019). Contrairement au principe de valeur

actionnariale où l'intégralité du résidu revient aux actionnaires, la valeur partenariale soulève la question de son appropriation par les différentes parties prenantes.

## 2. Aspects méthodologiques et résultats

### 2.1. Modèle de mesure et construction de la base

Pour l'opérationnalisation de la valeur partenariale, il existe plusieurs modèles dans la littérature. On peut citer Khouatre (2005), Juhel, Boisselier et Dufour (2009), Charreaux (2007). Dans notre article, pour mesurer la valeur partenariale et son appropriation par les parties prenantes, le modèle développé par Khaldi (2016) est mobilisé<sup>1</sup>

La valeur partenariale est la différence entre les ventes d'opportunité, c'est le prix que le client est disposé à payer et les coûts d'opportunité, c'est le prix minimum requis par le fournisseur pour entreprendre ou poursuivre la transaction.

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

Avec :

$VP_{it}$  : Valeur partenariale de l'entreprise  $i$  de l'année  $t$

$VO_{it}$  : Ventes d'opportunité de l'entreprise  $i$  de l'année  $t$

$CO_{it}$  : Coûts d'opportunité de l'entreprise  $i$  de l'année  $t$

Nous retenons comme benchmark, à l'instar de Charreaux (2007), les ressources mobilisées. 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.

Dans ce modèle, les modalités de rétribution et l'assomption des risques jouent un rôle déterminant dans l'appropriation.

Pour notre étude nous utilisons une base *benchmark* constituée de 553 entreprises européenne référencées dans *Worldscope* et dans *Datastream* pour les 27 pays européens plus la Suisse et la Norvège. Une dimension européenne, pour disposer d'une population la plus homogène possible en termes de *reporting* financier, pour avoir un découpage en plusieurs sous-échantillons de taille suffisante et pour mesurer l'incidence de la crise. 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. Nous avons choisi la classification ICB : (1) c'est une approche axée sur

<sup>1</sup> Le modèle est développé dans l'article de Khaldi M.A. (2016). Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale. Revue Finance Contrôle Stratégie 19-1, mars.

la production et non sur le marché ; (2) elle est utilisée par plusieurs pays et adoptée par la plupart des bourses, notamment celle de Londres.

Nous optons pour une approche européenne de la concurrence. Le choix de l'échelle de *benchmarking* sur 29 pays forme un compromis entre (1) la pertinence économique des environnements concurrentiels, et (2) la recherche d'une harmonie « minimale » dans le *reporting* financier.

Les parties prenantes explicites retenues pour notre étude sont les clients, les fournisseurs, les salariés, les créanciers financiers et les actionnaires<sup>2</sup>. Nous avons cherché à travailler au sein d'une période post IFRS en Europe de manière à avoir un environnement comptable relativement harmonisé et surtout à se situer avant, pendant et après la crise 2008. Ce choix explique notre période d'observation de (2006, 2008 et 2010).

Nous avons retenu la dimension européenne pour (1) disposer d'une population la plus homogène possible en termes de *reporting* financier, et (2) pour avoir un découpage en plusieurs sous-échantillons de taille suffisante.

## 2.2. Résultats empiriques

Nos résultats portent sur la création de la valeur partenariale avant et après la crise de 2008 ainsi que son appropriation par les parties prenantes explicites.

### ➤ 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 suivant.

---

<sup>2</sup> L'Etat peut être pris comme une 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'Etat est en fait un quasi pourcentage (taux d'imposition x bénéfice fiscal), donc une fonction directe de la rente actionnariale.



**Tableau N°1 : Statistique descriptive de création de valeur partenariale pour chacun des secteurs (en K €)<sup>3</sup>**

Année 2006	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang(a)
<b>Secteurs</b>								
<b>S1</b>	105	499 417 904	4 756 361	1 012 808	29 806	48 273 225	9 436 388	1
<b>S2</b>	78	44 934 735	576 086	201 724	7 421	4 602 691	992 599	7
<b>S3</b>	73	193 924 782	2 656 504	497 022	11 894	51 363 714	8 553 063	2
<b>S4</b>	52	26 355 925	506 845	185 593	7 884	2 579 835	696 352	8
<b>S5</b>	52	122 158 792	2 349 208	186 219	8 411	28 517 478	6 618 387	3
<b>S6</b>	64	139 581 057	2 180 954	806 368	39 960	26 043 914	4 579 324	4
<b>S7</b>	76	55 566 903	731 143	214 359	9 623	9 462 066	1 623 235	6
<b>S8</b>	53	82 977 140	1 637 810	207 476	12 176	19 677 293	4 269 844	5
<b>Total</b>	553	1 164 917 239						

Année 2008	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
<b>Secteurs</b>								
<b>S1</b>	105	577 791 630	5 502 777	1 224 785	15 057	53 803 610	10 656 152	1
<b>S2</b>	78	39 458 303	505 876	170 096	7 561	4 024 188	922 292	7
<b>S3</b>	73	210 060 404	2 877 540	502 451	19 817	51 860 712	8 826 559	2
<b>S4</b>	52	26 282 947	505 441	209 044	8 915	2 595 587	685 666	8
<b>S5</b>	52	135 543 114	2 606 598	294 217	15 043	31 021 150	6 894 188	3
<b>S6</b>	64	161 440 499	2 522 508	1 050 423	41 679	28 806 875	4 555 833	4
<b>S7</b>	76	74 322 739	977 931	238 212	9 213	12 406 575	2 139 073	6
<b>S8</b>	53	92 820 894	1 751 338	238 175	13 813	22 016 818	4 810 230	5
<b>Total</b>	553	1 317 720 532						

Année 2010	Nb Firmes	VP Totale	VP Moy	VP Méd	VP Min	VP Max	Ecart type	Rang
<b>Secteurs</b>								
<b>S1</b>	105	504 513 356	4 804 889	1 119 865	12 170	46 630 203	9 030 386	1
<b>S2</b>	78	49 765 460	638 019	240 027	15 233	4 803 403	1 018 755	8
<b>S3</b>	73	221 728 100	3 037 371	524 358	16 455	57 593 511	9 614 885	3
<b>S4</b>	52	39 902 480	767 355	213 994	15 401	4 551 860	1 136 814	7
<b>S5</b>	52	154 576 037	2 972 616	261 507	14 550	36 371 106	8 120 913	4
<b>S6</b>	64	200 609 608	3 134 525	1 256 921	68 521	40 842 323	6 318 749	2
<b>S7</b>	76	72 256 532	950 744	223 926	9 204	13 033 297	2 170 696	6
<b>S8</b>	53	138 840 350	2 619 629	296 886	12 699	42 208 609	8 488 871	5
<b>Total</b>	553	1 382 191 923						

<sup>3</sup> Pour tous les calculs présentés dans cet article, nous avons effectué des tests de signification.

**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.

**Source : les auteurs**

✓ Analyse de la valeur partenariale par période

L'analyse de nos résultats montre que globalement, la VP créée en 2008 a augmenté de 13,1 % par rapport à celle de 2006. Pour l'année 2010 l'augmentation est de 4,9 % par rapport à la VP de 2008. Cette faible progression de la VP, peut être liée à la crise et au ralentissement économique qui a suivi. Sur le plan macro-économique, cette crise a eu plusieurs répercussions importantes : (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 » semble avoir joué un rôle de catalyseur) ; et (3) la production industrielle a chuté de 15,9 % (banque de France, 2010, p.26). D'après Eurostat, les taux de la croissance économique et du chômage de l'UE-27 sont passés respectivement de -1,9% et de 7,5% en trimestre 4 de 2008 à -2,4% et 9,1% au trimestre 1 de 2009.

✓ Analyse de la valeur partenariale par secteur

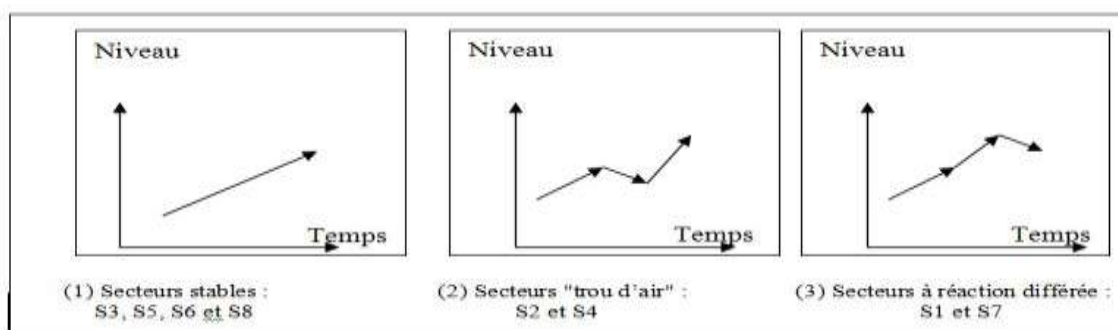
Notre recherche met en évidence que les effets de cette crise sont différents selon les secteurs. Ainsi, nous constatons que le secteur Bâtiment et matériaux de construction est, en moyenne, le meilleur secteur en matière de création de VP pendant les trois périodes étudiées : 2006, 2008 et 2010. Le 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. Un des autres apports de notre recherche est de montrer qu'en 2008, année de la crise financière, les deux secteurs extrêmes restent les mêmes.

Une analyse minutieuse de nos données montre qu'il est possible de classer les différents secteurs analysés en trois familles en fonction de deux critères qui sont l'évolution de la création de valeur partenariale et la réaction face à la crise. Les trois familles apparues au cours de notre recherche sont les suivantes : (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. 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 le schéma suivant.

### Schéma N°1 : Les trois familles de secteurs



**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.

### Source : Les auteurs

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.

#### ➤ Appropriation de la VP par les PPE

Pour prolonger l'analyse, il semble intéressant d'étudier la répartition de la VP créée entre les différentes parties prenantes pour chacun des secteurs. Comme nous l'avons vu, la période de notre étude est marquée par l'importante crise financière et économique de l'année 2008. Pareil évènement nous conduit naturellement à nous interroger sur ses effets sur l'appropriation de la VP par les parties prenantes en présence.

L'analyse des forces concurrentielles Porter (1980) permet d'évaluer les différents facteurs structurent la dynamique concurrentielle au sein du domaine d'activité de l'entreprise. L'intensité concurrentielle est déterminée par chaque force présente dans le secteur. Nos résultats semblent indiquer qu'il y ait eu globalement entre 2006 et 2008, c'est-à-dire avant la crise, 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 un peu 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 avec leurs clients et leurs fournisseurs comme l'a déjà montré l'étude menée par (Khaldi, 2016). En ce qui concerne ce constat d'une amélioration de la captation de valeur par les salariés en période de croissance économique, nos résultats coïncident il apparaît une meilleure répartition de la VP au profit des salariés. L'auteur explique ce phénomène par une demande de main-d'œuvre plus élevée et par le fait que les salariés détiennent un pouvoir de négociation salariale plus important face à la direction de l'entreprise.

Par ailleurs, nos travaux montrent qu'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). Parallèlement, 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 davantage de besoin en capitaux. L'intensité capitalistique a entraîné un pouvoir accru des créanciers financiers dans sept secteurs sur huit. Parallèlement, 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

semble que les créanciers financiers aient rajusté leur prime de risque sur un seul secteur étant donné l'incertitude économique. L'évolution de la VP accordée aux salariés est significative. Nous relevons que pour cette même période, la part de VP à destination des salariés a diminué (parfois fortement) dans tous les secteurs exceptés S1 et S7. Nos résultats corroborent là encore ceux de Verne (2006) lorsqu'il constate une diminution de la part accordée aux salariés en situation de récession. Une des explications proposées par l'auteur serait qu'en période de récession, les gains de productivité sont nuls et la direction est souvent amenée à réduire ses coûts, notamment des salariés, pour accroître le produit de la vente. Selon notre analyse, les salariés disposeraient d'un pouvoir de négociation plus faible et que pour assurer la conservation de l'emploi, ils seraient moins disposés à négocier des hausses de salaires. La synthèse de cette répartition entre les différentes PPE et la firme, dans chacun des secteurs et pour chaque année est présentée dans le tableau 2.

**Tableau N°2 : Pourcentage moyen de valeur partenariale captée 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
<b>S1</b>		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
<b>S2</b>		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
<b>S3</b>		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
<b>S4</b>		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
<b>S5</b>		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
<b>S6</b>		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
<b>S7</b>		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
<b>S8</b>		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.

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
<b>Moyenne inter-secteur</b>	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
<b>Médiane inter-secteur</b>	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
<b>Ecart type inter-secteur</b>	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

Source : Les auteurs

A partir de ce travail de synthèse, il nous a semblé instructif de faire émerger une typologie des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de la VP pour les différentes PPE pour toutes les périodes de notre étude (à savoir avant, pendant et après la crise).

Nous avons construit une matrice d'appropriation de la VP selon la méthodologie suivante.

▪ **Matrice d'appropriation : méthodologie de construction**

Après le calcul de la part de VP appropriée par chaque partie prenante (année et secteur) (tableau 2), nous avons calculé la moyenne et l'écart type de cette valeur appropriée sur l'ensemble de la période 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 N°3 : 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
<b>Intervalle "normal"</b>	<b>[1,48 ; 1,70]</b>	<b>[3,85 ; 4,55]</b>	<b>[39,45 ; 40,92]</b>	<b>[10,91 ; 11,42]</b>	<b>[33,58 ; 35,1]</b>	<b>[8,18 ; 8,96]</b>

Source : Les auteurs

A partir du tableau 3, 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 fonction des critères ci-dessus appliqués à chacune des PPE, nous avons obtenu la matrice d'appropriation présentée dans le tableau suivant.

**Tableau N° 4 : Matrice d'appropriation de la valeur par les PPE**

↑ Appropriation de la valeur

<b>Elevée</b>	S1, S4	S5	S1, S4, S6	S5, S8	S2, S5	S2, S4, S5
<b>Normale</b>						
<b>Faible</b>	S3, S7, S8	S1, S2, S3, S4, S7	S5	S2, S3	S1, S4	S1, S3, S6, S7, S8
<b>Instable</b>	S2, S5, S6	S6, S8	S2, S3, S7, S8	S1, S4, S6, S7	S3, S6, S7, S8	S3, S7, S8
	<b>CF</b>	<b>A</b>	<b>C</b>	<b>S</b>	<b>FR</b>	<b>FI</b>

→ PPE

**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.

**Source : Les auteurs**

Grace à cette matrice, nous obtenons une typologie des secteurs les plus favorables (secteurs où l'appropriation est considérée comme élevée) en termes d'appropriation de la VP selon les différentes PPE. Le récapitulatif des secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de valeur pour les PPE est présenté ci-après.

**Tableau N° 5 : Matrice des secteurs les plus favorables, en termes d'appropriation de VP, pour les PPE**

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

**Source : Les auteurs**

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 Equipement 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.

On relève également davantage de pouvoir de négociation de la part des clients dans les secteurs Bâtiment et matériaux de construction, Equipement et services santé et Médias. Le pouvoir des clients semble 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.

A contrario, nous observons qu'il existe un pouvoir de négociation plus élevé pour les fournisseurs dans les secteurs Equipement électronique et électrique (moyenne ou haute technologie) et Pharmacie et biotechnologie (haute technologie). Différents facteurs tels que : un faible nombre de fournisseurs, une marque forte, des produits très différenciés sont autant d'éléments qui accroissent le coût du changement de fournisseurs et donc par la même occasion leur pouvoir.



Enfin, les trois secteurs Equipement électronique et électrique, Equipement 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 surtout dans un contexte de crise financière. Les résultats de cette étude représentent, à notre sens, une aide pour mieux appréhender, d'une manière très 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. Reprenons ci-après les principaux apports de notre recherche.

### **Contributions théoriques**

Notre originalité réside dans la mobilisation de la dimension instrumentale de la TPP (Donaldson et Preston, 1995). Elle s'analyse comme un élargissement de la théorie de l'agence. Cet élargissement nécessite la prise en compte des théories du pouvoir, de la rétribution et les implications éthiques des relations avec les parties prenantes.

Nous avons dépassé le courant disciplinaire de la gouvernance en intégrant les approches récentes (comportementales et habilitante) qui enrichissent l'approche disciplinaire. Notamment la dimension comportementale impacterait les décisions du dirigeant et sa perception des opportunités.

### **Contributions méthodologiques**

A partir d'une analyse statistique descriptive, nous parvenons à élaborer une méthodologie de construction d'une matrice d'appropriation, puis un tableau de bord.

### **Contributions managériales**

En matière de création de valeur, nous montrons que les effets de la crise sont différents en fonction des secteurs. Nous établissons une typologie des secteurs et faisons émerger trois familles distinctes : secteurs stables, « trou d'air » et à réaction différée.

En matière d'appropriation de la valeur, notre tableau de bord constitue un outil d'aide aux dirigeants pour mieux comprendre les intérêts des parties prenantes et les diriger de façon stratégique. Parallèlement, pour les parties prenantes, il permet de repérer les secteurs les plus favorables en matière d'appropriation de valeur.

Cette étude aboutie à la création d'un tableau de bord précis de l'appropriation de la VP par les PPE en Europe. De ce point de vue, et grâce à lui, les comparaisons européennes sont non seulement possibles mais également riches de signification.

Cet article permet d'une part d'observer les effets de la crise financière sur la création de la VP et son appropriation par les PPE en Europe et, d'autre part, de proposer 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, et en dépit des apports évoqués plus haut, il n'est toutefois pas exempt de certaines limites. En particulier, sur le plan théorique, le comportement stratégique du dirigeant, pourtant central dans la gestion des contrats explicites structurant les processus de création et de répartition de la valeur, n'est pas pris en considération. Sur le plan empirique, l'approche paraît simple. Elle est basée sur des statistiques descriptives avec des tests de comparaison.

De plus, le fait de raisonner sur 8 secteurs est intéressant, mais les dynamiques industrielles et concurrentielles (degré d'intégration ; stratégie concernant la location/achat des actifs productifs ; pouvoir de négociation des clients et des fournisseurs ; culture d'affaires, etc.) sont tellement différentes entre elles (par exemple entre le bâtiment, les médias, l'industrie pharmaceutique, industrie du software, etc.) et parfois même entre pays que se pose naturellement la question de la comparabilité des mesures et des résultats obtenus.

Cette étude, bien que présentant plusieurs apports conséquents, mérite d'être prolongée. Un prolongement potentiel consisterait à faire une étude comparative entre les trois principales économies européennes (France, Royaume-Uni, Allemagne). Ceci semble d'autant plus pertinent qu'il existe des différences significatives 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, se poserait la question de savoir à quel niveau s'établit la part de rente organisationnelle destinée aux salariés ?

## BIBLIOGRAPHIE

BLAIR M.M. (1995), "Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First century, *The Brookings Institution*, Washington, DC".

BLAIR M.M. (1997), "Firm specific Human Capital and the Theory of the Firm", Working Paper, *The Brookings Institution*.

Banque de France (2010). De la crise financière à la crise économique, Documents et débats, N°3.

BRANDENBURGER A.M. & STUART H.W. (1996). "Value Based Business Strategy", *Journal of Economics & Management Strategy* .5: pp.5-24.

BOURGUIGNON A. (1997). Sous les pavés, la plage... ou les multiples fonctions du vocabulaire comptable : exemple la performance, *comptabilité, Contrôle, Audit* 3 (1) : pp.89-101.

CHARREAUX G (1997a). Vers une théorie du gouvernement d'entreprises, in *Le Gouvernement des Entreprises* Charreaux G. (ed.), coll. Recherche en gestion, Economica : pp.421-469

CHARREAUX G. & DESBRIERES Ph. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre-valeur actionnariale, *Finance Contrôle Stratégie* 1 (2) : pp.57-88.

CHARREAUX G. (2007). « La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle », *Comptabilité- Contrôle- Audit* 13 (1) : pp.7-46.

DONALDSON & PRESTON (1995) "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and implications". *Academy of Management Review*, vol. 20, N°1, pp. 65-91.

FAMA & F. & JENSEN M.C. (1983). "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, 26: pp.327-349.

FIGLIORE C. GRAND B. & SUZANNE J.M (2008). « Gestion du périmètre social : de la mesure de performance à l'analyse de risque », W.P. n°823, Mars.

GARFATTA R. (2010), *Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français*, Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne

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 & MECKLING W.M. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (10) : pp.305-360.

JOLLS Ch., SUNSTEIN C. R. & THALER R. (1998) "A Behavioral Approach to Law and Economics", *Stanford Law Review*, vol. 50, pp. 1471-1550.

KHALDI M.A (2016). « Impact des mécanismes de gouvernance sur l'appropriation de la valeur partenariale ». *Revue Finance Contrôle Stratégie* 19-1, mars.

KHALDI M.A (2019) « Performance organisationnelle : quelle mesure ? », *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit* « Numéro 9 : Juin 2019 / Volume 4 : numéro 1 » p : 21 - 41

LABELLE R. & RAFFOURNIER B. (2000). « Comparaison des modèles de gouvernement d'entreprise canadien, français et allemand ». *Gestion* 2000 25 (3): pp.49-57.

NELSON R. & WINTER S.G. (1982) "An Evolutionary Theory of Economic Change". Cambridge (Mass.), Belknap Press/Harvard University Press.

PORTER ME (1980). "Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors", New York: Free Press

PORTER ME (1985), "Competitive Advantage", *Free Press edit.*, New York.

THALER R. H., (1996) "Doing Economics Without Homo Economicus", in S.G. Medema et W.J.

Samuels (Eds.), *Foundations of Research in Economics: How Do Economists Do Economics*, Cheltenham, U K: Edward Elgar, pp. 227-237.

VERNE J.F (2006) « Le partage équitable de la valeur ajoutée un facteur de bonne gouvernance pour l'entreprise ». *La revue des sciences de gestion* N°219, pp.143-150

ZINGALES L (1998). "Corporate Governance", in P. Newman (Ed.), *The New Palgrave, Dictionary of Economics and the Law*, London, Stockton P.