

VALEUR AJOUTÉE PAR LES PARTIES PRENANTES ET CRÉATION DE VALEUR DE L'ENTREPRISE

Georges Yahchouchi

Direction et Gestion (La RSG) | « *La Revue des Sciences de Gestion* »

2007/2 n°224-225 | pages 85 à 92

ISSN 1160-7742

ISBN 9782916490083

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-85.htm>

Pour citer cet article :

Georges Yahchouchi, « Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise », *La Revue des Sciences de Gestion* 2007/2 (n°224-225), p. 85-92.
DOI 10.3917/rsg.224.0085

Distribution électronique Cairn.info pour Direction et Gestion (La RSG).

© Direction et Gestion (La RSG). Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise

par Georges Yahchouchi



Georges YAHCHOUCHI

Docteur ès Sciences de Gestion
Université Montesquieu-Bordeaux IV (France)
Professeur assistant à l'Université
Saint-Esprit de Kaslik (Liban)

Le modèle *stakeholder* de l'entreprise considère que les parties prenantes sont au centre du processus de création de valeur et que leur contribution peut servir de référence à la création de valeur pour les actionnaires (Freeman 1983; Clarkson 1995; Wheeler et Sillanpaa 1998). Nous considérerons ainsi que la valeur ajoutée par les parties prenantes (VAP), développée par Figge et Schaltegger (2000), aidera à la compréhension des bénéfices anormaux et de la valeur boursière de l'entreprise. Cet article propose ainsi de conforter empiriquement, à partir des modèles d'information linéaire de Feltham et Ohlson (1995), la relation entre la valeur ajoutée par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise mesurée par les bénéfices anormaux et la valeur boursière.

Cependant, la mesure de la valeur ajoutée par les parties prenantes suppose, dans un premier temps, la définition et le recensement des parties prenantes. Post, Preston et Sachs (2002 : 19) définissent les parties prenantes d'une entreprise comme étant les individus ou les constituantes, qui d'une façon volontaire ou involontaire, contribuent à la création de richesse de l'entreprise et à la réalisation de ses activités, et par conséquent, sont des potentiels bénéficiaires et/ou supporteurs de risques. Cette définition est compatible avec les travaux récents de Kochan et Rubenstein (2000 : 373) qui suggèrent trois critères pour l'identification des parties prenantes :

1. elles fournissent des ressources critiques pour le succès de l'entreprise. Ces ressources peuvent inclure l'acceptation sociale de l'entreprise, *the licence to operate*, etc. ;
2. leur propre intérêt est directement affecté par le bien-être de l'entreprise. Autrement dit, les parties prenantes sont des preneurs de risque ;
3. elles ont un pouvoir suffisant pour influencer positivement ou négativement sur la performance de l'entreprise.

Partant de cette définition des parties prenantes, plusieurs travaux d'ordre théorique et empirique ont tenté de démontrer la relation entre les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise. Certains mettent en évidence la création de valeur réciproque entre l'entreprise et ses parties prenantes.

1. Modèle de parties prenantes et création de valeur : les travaux théoriques

La théorie des ressources semble être dominante quant à l'explication des différences de performance entre les entreprises et du rôle primordial des parties prenantes (Itami et Roehl 1987 ; Grant 1991 et Mahoney et Pandian 1992). Elle part de l'hypothèse que les ressources, dont les organisations ont besoin pour se développer et initier de nouvelles stratégies, ont pour caractéristique d'être hétérogènes (spécifiques à chaque entreprise). Dans la mesure où les ressources octroyées par les parties prenantes procurent de l'avantage compétitif soutenable, les parties prenantes créent de la valeur.

Les entreprises qui réussissent à obtenir la légitimité des parties prenantes bénéficieront de flux de ressources plus importants et seront plus aptes à créer de la valeur que celles qui maintiennent de mauvaises relations avec les parties prenantes (Jones 2001).

De leur côté, Post, Preston et Sachs (2002) expliquent la relation entre les parties prenantes et la création de valeur à partir des actifs intangibles et des actifs relationnels qui représentent le *goodwill* de l'entreprise (savoir-faire, compétences, information, routines organisationnelles, image de marque, réputation etc.).

Le tableau 1 inspiré de l'ouvrage de Jones (2001) et de Post, Preston et Sachs (2002) présente la contribution de chacune des parties prenantes dans le processus de création de valeur.

Bien que la relation entre la contribution des parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise soit évidente, les travaux empiriques recensés, ne permettent pas de la valider et ne constituent pas des connaissances cumulables. La majorité de ces travaux aborde la relation indirectement à travers le concept de la responsabilité sociétale de l'entreprise.

2. Modèle de parties prenantes et création de valeur : les travaux empiriques

La vérification empirique de la relation entre un management pluraliste et la création de valeur de l'entreprise a fait l'objet de plusieurs travaux dont la majorité concerne la relation entre la responsabilité sociétale de l'entreprise et la performance financière. Post, Preston et Sachs (2002) concluent que 48 des 83

Tableau 1. Contribution des parties prenantes dans la création de valeur de l'entreprise

Parties prenantes	Contribution à la création de valeur	Incitation pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux ; Endettement ; Réduction du risque, du coût de financement ou d'emprunt	Dividendes et plus values
Managers	Compétence pour la gestion de l'organisation	Compensations monétaires : salaires, bonus, stock-options. Psychologiques : Satisfaction, pouvoir et réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes...	Salaires, bonus, emploi stable et promotions... Incitation, motivation et sanctions pour agir sur les performances.
Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits
Clients/utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achats	Qualité, prix des biens et des services, estime...
Fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement et de logistique	Efficiency, réduction des coûts, innovation technologique etc.	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur...	Confiance réciproque, intérêts communs.
Communauté locale, citoyens etc.	Licence de travailler, légitimité etc.	Prestige national, respect des institutions légales, normatives et cognitives.
Gouvernement	Support macroéconomique et politique	Concurrence équitable et licite, règlement des impôts...
Autorités réglementaires	Accréditation, licence etc.	Congruence
ONG	Légitimité et licence de travailler	Respect des institutions légales, normatives et cognitives. Contribution à l'intérêt commun.

études empiriques réalisées révèlent une relation positive entre les indicateurs sociaux et la performance financière. Trois études seulement montrent une relation négative; 17 autres montrent des résultats mitigés et 19 d'entre elles ne fournissent pas de résultats.

Cependant, l'une des premières tentatives directes de relier la création de valeur à la valeur créée par les parties prenantes a été effectuée par Tiras, Ruf et Brown (1998). Ils étudient le lien entre la nature de la relation de l'entreprise avec ses parties prenantes (les clients, les ressources humaines, la communauté et l'environnement) et la valeur boursière de l'entreprise. Ces derniers trouvent que les entreprises qui maintiennent une bonne relation avec les parties prenantes sont plus performantes que celles ayant de mauvaises relations.

L'approche de Tiras, Ruf et Brown (1998) ne s'inscrit pas dans un cadre théorique précis et manque de généralisation et d'applicabilité dues à la définition peu opérationnelle de la valeur créée par les parties prenantes. Dans le même cadre, et en se focalisant sur les ressources humaines, Heinfeldt et Curcio (1997) trouvent une relation entre la politique de gestion des ressources humaines et la création de valeur de l'entreprise.

De leur côté, Berman, Wicks, Koha et Jones (1999) montrent qu'une attention managériale particulière, vis-à-vis des parties prenantes notamment les salariés et les clients, est associée à une performance financière plus élevée (Post, Preston et Sachs, 2002 :28).

De même, Wallas (2003) tente de vérifier la présence d'une corrélation entre un management par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise pour les actionnaires. Les résultats montrent que la création de valeur de l'entreprise est une condition indispensable pour l'investissement de l'entreprise dans ses relations avec les parties prenantes. Les entreprises performantes sont celles qui ont une réputation solide de bonne conduite vis-à-vis des parties prenantes.

A partir d'une enquête auprès des entreprises belges de production, Bughin (2004) trouve une relation positive entre le niveau de satisfaction des parties prenantes et différents paramètres de rentabilité, sensés représenter la richesse des actionnaires.

Au total, les travaux empiriques ne confirment nulle part la thèse d'absence de relations ou de l'existence d'une relation négative entre les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise. Le défi majeur reste cependant, celui de trouver des critères de mesure de la valeur révélant la contribution de toutes les parties prenantes au processus de création de valeur ou révélant la valeur créée par l'entreprise aux parties prenantes.

3. Valeur Ajoutée par les parties prenantes (VAP)

Les méthodes de mesure de la création de valeur par les parties prenantes peuvent être réparties entre les méthodes des indica-

teurs qui se fondent sur la mesure de la qualité de la relation (Abott et Monsen 1979; Clarkson 1995; Wheeler et Sillanpaa 1998; Svendsen, Boutlier, Abbott et Wheeler 2002) et les méthodes de mesure de la valeur créée par les parties prenantes. Concernant ces dernières, nous abordons la valeur ajoutée par les parties prenantes VAP qui, à notre avis, représente un intérêt pratique.

La valeur créée par toutes les parties prenantes, telle qu'elle est définie par Figge et Schaltegger (2000), n'est autre que la différence entre les recettes (Chiffre d'affaires + recettes hors exploitation) et les coûts de toutes les parties prenantes, y compris la rémunération des actionnaires. La valeur créée par les parties prenantes est ainsi le reliquat après rémunération de toutes les parties prenantes.

Cependant, il est difficile d'identifier la part relative de chacune des parties prenantes dans le processus de création de valeur. En se fondant sur le principe de l'indivisibilité de la valeur créée et du rôle déterminant de chacune des parties prenantes, Figge et Schaltegger (2000) notent que la valeur ajoutée par chacune des parties prenantes (VAP) est la différence entre le rendement des parties prenantes et le rendement moyen des parties prenantes sur le marché (coût d'opportunité) multipliée par les coûts engendrés par la relation parties prenantes.

$$VAP_i = K_s * (RI/K_s - \sum_{i=1}^n RoSt_i / n)$$

Avec :

VAP_i : valeur ajoutée par la partie prenante i

K_s : coût de la relation entreprise et la partie prenante

RI : bénéfice anormal

RoSt : rendement de la partie prenante, RoSt = (RI/K_s)

n : nombre d'entreprises dans le même secteur

La VAP représente alors la valeur ajoutée par les parties prenantes par rapport à la moyenne du marché, appelée coût d'opportunité.

La méthode de la valeur ajoutée par les parties prenantes a pour avantage de pouvoir mesurer la création de valeur des parties prenantes du point de vue de l'entreprise. En revanche, la méthode des indicateurs a pour avantage de mesurer la qualité de la relation et la satisfaction des parties prenantes à travers une variété d'indicateurs.

Cependant, en théorie au moins, une forte corrélation doit exister entre la création de valeur par les parties prenantes et la qualité de la relation entre l'entreprise et ses parties prenantes. Ainsi, ces deux approches peuvent être considérées comme complémentaires dans la compréhension de la création de valeur des entreprises.

La valeur ajoutée par les parties prenantes proposée par Figge et Schaltegger (2000) sera introduite dans des modèles de régression qui nous permettent de mesurer la relation entre la création de valeur par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise.

4. Modèles et démarche méthodologique

Nous avons utilisé le modèle d'information linéaire LIM de Feltham et Ohlson pour l'estimation de la relation entre la valeur ajoutée par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise. Ils considèrent que les variables comptables, à la disposition des investisseurs, forment une grande partie des informations utilisées par ces derniers pour l'estimation des bénéfices anormaux futurs. Le LIM cherche à déterminer la relation entre la valeur financière et la comptabilité courante ou, plus exactement entre la comptabilité courante, les résultats prévisionnels, et les bénéfices anormaux futurs. Le LIM présuppose la persistance dans le temps des bénéfices anormaux, sans pour autant que la comptabilité soit jamais capable de les identifier en raison même du principe de prudence.

$$RI_{t+1} = \omega_{1t} RI_t + \omega_{2t} BV_t + \omega_{3t} MV_t/BV_t + \omega_{4t} LTD_t/BV_t + \omega_{5t} VAP_{jit} + \varepsilon_{1t+1} \quad (1)$$

Avec :

- RI_{t+1} : bénéfices anormaux au temps $t+1$.
- RI_t : bénéfices anormaux au temps t .
- BV_t : valeur comptable de l'entreprise au temps t .
- MV_t/BV_t : ratio valeur boursière sur la valeur comptable au temps t .
- LTD_t/BV_t : ratio d'endettement de l'entreprise
- VAP_{jit} : valeur ajoutée de la partie prenante j de la firme i au temps t .
- ε : terme d'erreur résiduelle.
- ω : coefficient de régression.

Le modèle (1), inspiré des travaux de Feltham et Ohlson, représente la relation entre les bénéfices anormaux futurs et la valeur ajoutée par les parties prenantes ainsi que des données comptables et financières actuelles.

Feltham et Ohlson (1995) introduisent la valeur comptable au modèle d'information linéaire car un principe de prudence comptable peut agir sur l'estimation des bénéfices anormaux précédents et actuels et par conséquent, influencer l'estimation des bénéfices anormaux futurs à partir des RI présents ou passés.

Nous intégrons également le levier d'endettement de l'entreprise comme variable explicative de la création de valeur. Le débat sur l'impact de la politique d'endettement de l'entreprise sur la création de valeur est controversé depuis les travaux pionniers de Modigliani et Miller (1958).

Le modèle (2) représente la relation entre les bénéfices anormaux et la valeur ajoutée par les parties prenantes ainsi que des données comptables actuelles.

$$RI_t = \omega_{1t} BV_t + \omega_{2t} MV_t/BV_t + \omega_{3t} LTD_t/BV_t + \omega_{5t} VAP_{jit} + \varepsilon_{1t+1} \quad (2)$$

Deux méthodologies différentes sont en général adoptées pour vérifier les modèles de création de valeur de l'entreprise : les régressions des séries temporelles et les régressions en coupe instantanée. L'absence de données pour une période suffisante de temps empêche d'utiliser les régressions des séries temporelles ; celles-ci ont l'avantage de montrer le caractère auto-régressif des séries temporelles.

À l'instar de Fama et MacBeth (1973), Fama et French (1997) et Gebhardt, Lee et Swaminathan (2000), nous utilisons des régressions en coupe instantanée pour la validation des modèles.

Cependant, les données secondaires sur plusieurs entreprises manifestent généralement un problème d'hétéroscédasticité ou de variation du terme d'erreur. Nous avons utilisé le test de White avec la projection graphique du terme d'erreur pour identifier l'hétéroscédasticité. Nous avons en plus divisé toutes les variables par la capitalisation boursière de l'entreprise MV_t . Une telle division permet de contrôler l'effet taille dans l'explication des différences de bénéfices anormaux entre entreprises.

Ainsi, la démarche méthodologique adoptée dans ce travail se résume par les étapes suivantes :

1. Calcul du coefficient de corrélations annuelles entre les différentes variables.
2. Ajustement des modèles en fonction des résultats des corrélations.
3. Calcul des régressions totales en coupe instantanée.
4. Calcul du test de White et de Durbin Watson D.W.

Les données utilisées, pour le calcul de la VAP et la vérification des trois modèles, sont extraites de la base de données *DataStream*. La composition de l'échantillon est basée sur les entreprises du SBF 250. L'historique des données s'étend de 1994 à 2003 (9 ans). Le nombre d'entreprises dans l'échantillon est progressif. En 2003, près de 143 entreprises sont comprises dans l'échantillon.

En outre, le calcul de la VAP suppose avant tout le calcul d'une série de variables, notamment le coût du capital, les bénéfices anormaux et les rendements sectoriels moyens des parties prenantes. Les définitions des variables utilisées sont détaillées en annexe.

5. Sélection des parties prenantes

Le choix des parties prenantes retenues est fonction de leur poids relatif dans le processus de création de valeur : les actionnaires, les clients, les employés et les créiteurs. Cette catégorie de parties prenantes représente les parties prenantes primordiales selon Clarkson (1995). Pour ce dernier, la survie et le succès de l'organisation dépendent de la satisfaction de ces parties prenantes. Faute de quoi, l'entreprise ne bénéficiera pas de la participation de ces principaux acteurs et finira par disparaître.

En outre, la prise en compte des salariés se justifie par le pouvoir croissant de ces derniers dans une optique historique. En effet, le début du XXI^e siècle est marqué par la montée en force de l'actionnariat salarié notamment à travers les fonds de pension (Gomez 2004).

De même la compréhension du rôle important des salariés tient à leur capital humain spécifique à la firme. Blair (1995) le définit comme le résultat des compétences, des connaissances, des réseaux ou des relations personnelles qui sont spécialisés dans une entreprise et qui sont plus valorisables dans cette entreprise

Tableau 2. Parties prenantes et coûts

Parties prenantes	VAP	Coûts
Actionnaires	VAP1	Coût des capitaux propres
Salariés	VAP2	Charges globales du personnel
Créditeurs	VAP3	Total frais financiers
Clients	VAP4	Frais d'exploitation nets

qu'ils ne le seraient dans une autre. Comme l'indique Furutbon (1988), l'investissement en travail est une ressource vitale, et ce capital représente rien de moins qu'une partie du capital requis par la firme à l'instar de celui fourni par les actionnaires (Caby et Hirigoyen 2005).

6. Résultats empiriques

Nous montrons, dans un premier temps, un résumé des coefficients de corrélation significatifs (tableau 3). Dans une deuxième étape, nous procédons au calcul des régressions totales et partielles à partir de la méthode des moindres carrés pondérés.

6.1 Corrélations avec les bénéfices anormaux

Le tableau suivant présente la synthèse des coefficients de corrélation significatifs avec les bénéfices anormaux futurs RI_{t+1} de 1996 à 2003.

Une corrélation significative est observée entre RI_{t+1} et la valeur comptable des capitaux propres des entreprises. Cette relation négative implique, soit que X_t (les bénéfices d'exploitation) n'augmentent pas d'une façon proportionnelle au facteur taille et que les bénéfices anormaux des grandes entreprises soient plus faibles que ceux des petites entreprises, soit que « re » (le coût des capitaux) augmente avec l'accroissement de la valeur comptable. Cette dernière relation peut être expliquée par la

	VAP1	VAP2	VAP3	VAP4	RI	BV	MV/BV	LTD/BV
1996						-.943		
Sig.						.000		
N						75		
1997	.296				.459	-.302		
Sig.	.008				.000	.006		
N	79				82	82		
1998						.277		
Sig.						.007		
N						95		
1999	-.293				-.414	-.925		
Sig.	.003				.000	.000		
N	102				102	102		
2000	.473	.305		.334	.628	-.869		
Sig.	.000	.007		.001	.000	.000		
N	107	88		102	109	109		
2001	.378				.567	-.898		
Sig.	.000				.000	.000		
N	112				117	116		
2002	.535	.292			.821	-.930		
Sig.	.000	.003			.000	.000		
N	120	104			123	123		
2003			.260		.523	-.405		
Sig.			.003		.000	.000		
N			128		139	139		

† Seuls les résultats significatifs sont reportés dans ce tableau.

Tableau 3. Résumé des coefficients de corrélation significatifs de Pearson RI_{t+1}

prime, liée au ratio BV/MV, observée dans l'analyse des rendements mensuels des actions du SBF 250.

Les résultats coïncident ainsi avec ceux de Fama et French (1993 ; 1995 ; 1996 ; 1998) et Davis, Fama et French (2000). Ces derniers avancent la thèse de la compensation des risques conformément aux modèles à multifacteurs ICAPM de Merton (1973) et l'APT de Ross (1973) pour expliquer la prime liée au ratio de BV/MV. De Bondt et Thaler (1985) et Lakonishok, Shleifer et Vishny (1994) considèrent que les primes liées à la taille et au ratio BV/MV sont trop élevées pour qu'elles soient considérées comme des primes de risque. Ces primes expriment la volonté des investisseurs à surévaluer les entreprises performantes et à sous-évaluer les entreprises non performantes.

En outre, conformément à la thèse de la persistance des bénéfices anormaux de Feltham-Ohlson (1995), nous remarquons une forte corrélation entre les bénéfices anormaux au temps t et les bénéfices anormaux au temps $t+1$.

Nous remarquons également une forte corrélation entre VAP et RI_t . Le tableau suivant résume l'essentiel de ces corrélations significatives.

Les résultats du tableau ci-dessus sont encourageants du fait qu'ils montrent une relation significative entre la création de valeur RI_t et la valeur ajoutée par les parties prenantes.

Des fortes corrélations sont observées entre RI_t , VAP1, VAP2 et VAP4. Celles-ci résultent probablement du poids important de chacune des parties prenantes suivantes : les actionnaires, les salariés et les clients.

En effet, il est évident de constater qu'un faible coût du capital se traduit par une augmentation de la création de valeur (bénéfice anormal). De même, la valeur ajoutée des salariés se traduit par une création de valeur de l'entreprise notamment une augmentation des bénéfices anormaux. Egalement, la valeur ajoutée par les clients se traduit par une création de valeur de l'entreprise.

	VAP1	VAP2	VAP3	VAP4	BV	MV/BV	LTD/BV
1994	.530				.790		
Sig.	.000				.000		
N	64				60		
1995			.620				
			.000				
			64				
1996	.637			.796			
Sig.	.000			.000			
N	76			75			
1997	.710				-.909		
Sig.	.000				.000		
N	79				82		
1998	.398						
Sig.	.000						
N	95						
1999	.628						
Sig.	.000						
N	103						
2000	.861	.772		.627	-.515		
Sig.	.000	.000		.000	.000		
N	107	88		102	109		
2001	.829	.643		.487	-.603		.545
Sig.	.000	.000		.000	.000		.000
N	114	96		108	117		119
2002	.749	.450		.524	-.799		
Sig.	.000	.000		.000	.000		
N	125	109		119	127		
2003	.301				-.752		
Sig.	.000				.000		
N	140				142		

† Seuls les résultats significatifs sont reportés dans ce tableau.

Tableau 4. Résumé des coefficients de corrélation significatifs de Pearson RI_t

$$RI_t/MV_t = \omega_{2t}BV_t/MV_t + \omega_{it} VAP_{jit}/MV_t + \varepsilon_{1t+1}$$

Années	Cte	VAP1	VAP2	VAP3	VAP4	BV	F.	Sig.	D.W	R ² adj.	N
1999 B	0.04064	.561	-0.01579	0.00009	0.00711	-0.0094	. 9.4277	.000	1.680	.331	85
t.	2.171	6.497	-.627	.079	.278	-.391					
sig.	.033	.000	.532	.937	.782	.697					
2000	-0.00502	.606	.507	-0.01796	-0.00354	-.180					
	-1.966	3.040	3.421	-.955	-.423	-4.387	86.546	.000	2.053	.851	76
	.053	.003	.001	.343	.674	.000					
2001	0.00158	.886	0.08498	.200	-0.00912	-.112					
	1.310	7.386	1.091	2.723	-1.850	-4.438	123.950	.000	2.066	.896	72
	.195	.000	.279	.008	.069	.000					
2002	0.00162	.603	0.0092	-0.00139	-0.0039	-.106					
	2.536	6.357	1.567	-2.453	-.745	-7.658	55.067	.000	2.273	.754	88
	.013	.000	.121	.016	.459	.000					
2003	-0.00075	.297	0.00203	0.00499	-0.00151	-.398					
	-.654	4.872	.476	1.555	-.496	-12.954	80.658	.000	2.162	.781	112
	.514	.000	.635	.123	.621	.000					

Tableau 5. Résultats des régressions RI_t

Les résultats encourageants des coefficients de corrélation mènent à vérifier la relation entre VAP et RI_t et RI_{t+1}. Ainsi des régressions en coupe instantanée seront appliquées pour l'explication de RI_t.

Les variables LDT/BV et MV/BV sont éliminées des modèles pour leurs faibles corrélations avec les variables à expliquer.

La progression du nombre d'entreprises incluses dans l'échantillon nous mène à ne pas appliquer les régressions pour les années avant 1999. Un nombre limité d'entreprises rend peu significatif le calcul du coût d'opportunité nécessaire pour le calcul de la VAP.

6.2 Résultats des régressions

Le tableau suivant résume les résultats des régressions relatives à la relation entre RI_t et les différentes VAP.

Il s'agit de rester prudent quant à l'interprétation des résultats globaux du fait de l'hétéroscédasticité avérée des régressions. Celle-ci provient, probablement, de l'insuffisance des variables indépendantes dans l'explication des RI.

Les résultats du test de Durbin Watson ne manifestent pas des symptômes d'auto corrélation ou de mauvaise spécification du modèle.

$$RI_{t+1}/MV_t = \omega_{1t}RI_t/MV_t + \omega_{2t}BV_t/MV_t + \omega_{it} VAP_{jit}/MV_t + \varepsilon_{1t+1}$$

Années	Constante	VAP1	VAP2	VAP3	VAP4	Ri	BV	Nombre de variables Nombre d'entreprises	F	Sig.	R ² ajustée	D.W ¹
2003	0.005202	0.00101	-0.00647	0.00408	0.00303	0.318	-0.0079	6	10.484	0.000	0.339	1.947
t.	2.501	0.173	-1.7	1.45	1.116	3.568	-0.158	105				
sig.	0.014	0.863	0.092	0.15	0.267	0.001	0.875	111				
2002	0.000405	-0.152	0.223	0.000702	-0.124	0.542	-0.348	6	115.418	0.000	0.891	1.823
	0.423	-0.964	2.674	0.893	-1.674	3.543	-12.405	78				
	0.673	0.338	0.009	0.374	0.098	0.001	0	84				
2001	0.00512	-0.00614	0.000116	-0.102	0.126	0.00466	-0.227	6	74.26	0.000	0.863	2.154
	8.01	-0.718	0.029	-2.56	4.791	0.721	-15.229	64				
	0	0.475	0.977	0.013	0	0.474	0	70				
2000	0.00985	-0.413	0.394	0.00112	0.005.80	0.106	-0.359	6	39.304	0.000	0.754	1.89
	5.408	-2.813	3.547	0.85	0.996	1.282	-11.19	69				
	0	0.006	0.001	0.398	0.323	0.204	0	75				
1999	0.0537975	-0.00916	-0.0222	0.001331	-0.00246	0.388687	-0.4109	6	66.2274	0.000	0.823	2.1790
	3.8837556	-0.11906	-1.22181	1.556873	-0.13353	3.678044	-18.1801	78				
	0.0002141	0.905536	0.22546	0.123549	0.89412	0.00043	0.00326	84				

Tableau 6. Régression totale au niveau RI_{t+1}

Cependant, les résultats sont significatifs pour les variables VAP1 et BV. Les entreprises qui créent de la valeur (RI) sont celles dont le rendement différentiel des actionnaires, par rapport à la moyenne du secteur, est élevé. Autrement dit, la création de valeur se traduit par une rémunération plus élevée des actionnaires.

Les tableaux suivants représentent les régressions totales des variables explicatives avec RI_{t+1} . La variable BV n'est pas omise d'aucune de ces régressions du fait de son pouvoir explicatif élevé et puisque l'objectif est celui de compléter le modèle de LIM et d'aboutir à une comparaison du pouvoir explicatif de RI à celui des VAP.

Les résultats des régressions totales au niveau de RI_{t+1} sont peu encourageants. Les *t* test des VAP sont peu significatifs. Cependant, les résultats supportent la thèse de la persistance des bénéfices anormaux conformément au modèle d'information linéaire d'Ohlson (1995) et de Feltham et Ohlson (1995-1999).

Conclusion

Dans le but de vérifier la relation entre la valeur ajoutée par les parties prenantes et la création de valeur de l'entreprise, un modèle et une méthodologie de vérification basés sur les travaux de Feltham-Ohlson ont été développés. En effet, aux modèles d'information linéaire des auteurs précités, nous avons introduit la valeur ajoutée par les parties prenantes VAP, proposée par Figge et Schaltegger (2000), les bénéfices anormaux actuels RI, la valeur comptable BV et le ratio valeur boursière sur la valeur comptable MV/BV.

Au total, les résultats obtenus dans l'étude empirique sont prometteurs au niveau des relations avec les bénéfices anormaux. Les résultats des régressions confortent la thèse de la continuation des bénéfices anormaux futurs. Celle-ci résulte de la persistance de l'avantage compétitif pour une certaine période future. Les résultats montrent également que des améliorations faibles dans le pouvoir prédictif du modèle peuvent être obtenues par l'introduction de la valeur ajoutée par les parties prenantes VAP.

Nous avons remarqué également une forte relation entre VAP des actionnaires et les bénéfices anormaux. Autrement dit, les entreprises qui créent de la valeur sont celles dont le rendement différentiel des actionnaires par rapport à la moyenne des rendements dans le secteur est élevé. Cette relation montre que le coût du capital ou le rendement exigé par les actionnaires représente un facteur important pour la création de valeur des entreprises.

Il a été également observé une forte corrélation entre la VAP des actionnaires et la VAP des autres parties prenantes, notamment les salariés. Cette relation signifie que la création de valeur par les parties prenantes se traduit par une création de valeur des actionnaires et pour les actionnaires. En effet, plus la création de valeur par les parties prenantes, notamment celle des salariés, est importante, et plus la création de valeur des actionnaires et

les bénéfices anormaux mis à la disposition des actionnaires sont élevés.

Cependant, pour cerner la relation entre VAP et les bénéfices anormaux, l'utilisation d'un échantillon plus large et d'un nombre d'années plus élevé est nécessaire. La grandeur de l'échantillon favorise la répartition sectorielle et rend plus efficace le calcul du coût d'opportunité nécessaire pour le calcul de la VAP et permet de réaliser des découpages en catégorie d'entreprises pour maîtriser le poids des variables comme la taille, le secteur etc.

L'introduction d'autres variables financières et non financières serait aussi nécessaire pour l'explication des bénéfices anormaux futurs et de la valeur boursière. L'introduction des variables relatives au secteur d'activité et à la concurrence serait enrichissante aux modèles de régression. De plus, l'introduction de la géographie du capital comme variable explicative ne peut être ignorée. Celle-ci continue de faire l'objet d'un grand débat en théorie financière.

Il serait également intéressant d'utiliser la valeur ajoutée par les parties prenantes et le modèle Feltham-Ohlson pour effectuer des comparaisons internationales entre différents modes de gouvernance.

Il serait également important de vérifier la relation entre la valeur ajoutée par les parties prenantes et la satisfaction de ces dernières mesurée par une variété d'indicateurs. Une telle vérification permettrait de démontrer si un management visant la satisfaction des parties prenantes se traduit par une création de valeur pour l'entreprise.

Bibliographie

- Abbott W. et Mosen J., *On the measurement of corporate social responsibility: Self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement*, *Academy of Management Journal*, 1979, 22, 3, 501-515.
- Berman S., Andrew W., Kotha S. et Jones T., *Who matters to CEOs? an investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values*, *Academy of Management Journal*, 1999, 42, 5, 488-506.
- Blair M. *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, The Brookings Institution, 1995, Washington D.C.
- Bughin Ch. *La gouvernance par la valeur partenariale est-elle performante?*, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2004, 210.
- Caby J. et Hirigoyen G. *La création de valeur de l'entreprise*, 3^e édition, Economica, 2005, Paris.
- Cheng Q. *What determines residual income? An empirical investigation*, 2001, www.ssrn.com.
- Clarkson M. *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*, *Academy of Management Review*, 1995, Janvier.
- De Bondt W. et Thaler R. *Does the Stock market over react?*, *The Journal of Finance*, 1985, XL, 3, 793-808.
- Earl G. et Cliff R. *Stakeholder value analysis: A methodology for integrating stakeholder values into corporate environmental investment decisions*, *Business Strategy*, 1999, 8, 149-162.
- Eccles, Herz, Keegan et Phillips. *The value-reporting revolution: Moving beyond the earnings game*, Wiley, 2001.
- Fama E. et French K. *The cross-section of expected stock returns*, *The Journal of Finance*, 1992, XLVII, 2, 427-465.
- Fama E. et French K. *Differences in the risks and returns of NYSE and Nasdaq stocks*, *Financial Analysts Journal*, 1993, Janvier-Février.
- Fama E. et French K. *Size and book-to-market factors in earnings and returns*, *The Journal of Finance*, 1995, 50, 131-156.

Fama E. et French K. *Industry costs of equity*, Journal of Financial Economics, 1996, 43, 153-193.

Fama E. et French K. *Taxes, financing decisions and firm value*, 1997, WP, www.ssrn.com.

Fama E. et French K., *Value versus growth: The international evidence*, The Journal of Finance, 1999, LIII, 6, 1975-1999.

Fama E. et French K. Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997, *The Journal of Finance*, 2000, LV, 1, 389-406.

Fama E. et MacBeth J. *Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests*, The Journal of Political Economy, 1973, 607-636.

Feltham G. et Ohlson J. *Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities*, Contemporary Accounting Research, 1995, 11, 689-731.

Feltham G. et Ohlson J. *Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rates*, The Accounting Review, 1999, 74, 2, 165-183.

Figge F. et Schaltegger S. Was ist stakeholder value?, 2000, Universitat Lunberg.

Frankel R. et Lee C. *Accounting valuation, market expectation and cross section stock returns*, Journal of Accounting and Economics, 1996, 25, 283-319.

Freeman E. et Reed D. L. *Stockholders and stakeholders: A new perspective on Corporate Governance*, California Management Review, 1983, 15, 3, 88-106.

Freeman E. Strategic management: A stakeholder approach, Boston: Pitman, 1983.

Furutbon E. *Codetermination and the modern theory of the firm: A property-rights analysis*, Journal of Business, 1988, 61, 2, 165-181.

Gebhardt W., Lee C. et Swaminathan B. Toward an implied cost of capital, 2000, www.ssrn.com.

Gomez J. Jalons pour une histoire des théories du gouvernement des entreprises, 2004.

Grant R. M. *The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation*, California Management Review, 1991, 33, 3, 114.

Heinfeldt J. et Curcio R. *Employee management strategy, stakeholder-agency theory, and the value of the firm*, Journal of financial and strategic decisions, 1997, 10, 1.

Itami H. et Roehl T. W. *Modelizing invisible assets*, MA: Cambridge University Press, 1987.

Jones G. *Organizational Theory: Text and cases*, Third edition, Prentice Hall, 2001.

Jones T. et Wicks A. *Convergent stakeholder theory*, Academy of Management Review, 1999, 24, 2, 206-221.

Kaler J. *Differentiating Stakeholder theories*, Journal of Business Ethics, 2003, 46, 1, 71.

Kochan T. et Rubenstein S., *Toward a stakeholder theory of the firm: The saturn partership*, Organizational Science, 2000, 11, 4, 367-386.

Laila L. Social responsibility and economic performance: An empirical examination of corporate profiles, United States International University, 1987.

Lakonishok J., Shleifer et Vishney R, *Contrarian Investment extrapolation and risk*, The Journal of Finance, 1994, décembre.

Lintner J. *The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portfolios and capital budgets*, Review of Economics and Statistics, Février, 1965.

Mahoney J. T. et Pandian J. R. *The resource-based view within the conversation of strategic management*, Strategic Management Journal, 1992, 16, 3, 251.

Morin E., Savoie A. et Beaudin, G. L'efficacité de l'organisation: Théories, représentations et mesures, Montréal: Gaetan Morin Editeur, 1994.

Ohlson J. *Earnings, book values and dividends in security valuation*, Contemporary Accounting Research, 1995, 11, 661-687.

Post J., Preston L., et Sachs S., *Redefining the corporation: Stakeholder management and organizational wealth*, Stanford Business 2002.

Sharpe W. *Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*, The Journal of Finance, 1964, XIX, 3, 425-442.

Svensden A., Boutlier R., Abbott R. et Wheeler D. Measuring the business value of stakeholder relationships, The Center for innovation for management, 2002.

Tiras S., Ruf B. et Brown R. The relations between stakeholder's implicit claims and firm value, 1998, www.ssrn.com.

Wallas J. *Value maximization and stakeholder theory: Compatible or not?*, Journal of Applied Corporate Finance, 2003, 15, 3, 120-127.

Wheeler D. et Sillanpaa M. The stakeholder corporation, 1998.

Wernerfelt B. *A resource-based view of the firm*, Strategic Management Journal, 1984, 5, 171-180.

Annexe

Définition des variables

Variables	Formules	Interprétation
Valeur boursière (MV)		Capitalisation boursière de l'entreprise au jour de l'arrêt des comptes en général le 31/12 de chaque année.
Coût des capitaux propres (re)	$re = R_f + \beta_i [R_M - R_f] + \beta_i(SMB) + \beta_i(HML)$	Modèle à trois facteurs de Fama et French (1993)
Résultats nets (Xt)		Cheng (2001)
(Dt)		Dividendes ordinaires au temps t.
(MV/BV)		Rapport valeur boursière sur la valeur comptable.
R _f	PIBOR	Taux d'intérêt sans risque annuel (moyenne des taux mensuels)
R _M -R _f Prime de risque liée au risque systémique	$= [(\sum_{i=1}^{12} R_{M-R_f})/12 + 1]^{12} - 1$	L'équivalent annuel de la moyenne mensuelle
(SMB) Prime de risque liée au facteur taille	$= [(\sum_{i=1}^{12} SMB)/12 + 1]^{12} - 1$	Idem
(HMB) Prime de risque liée au ratio MV/BV	$= [(\sum_{i=1}^{12} HML)/12 + 1]^{12} - 1$	Idem
Valeur comptable (BV)	$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t$	La valeur comptable des titres est égale à la valeur comptable des actions moins la valeur des actions privilégiées et des intérêts minoritaires.
Bénéfices anormaux (RI)	$RI = X_t + re (BV_{t-1})$	Ohlson (1995); Frankel et Lee (1996)
RoSt (Actionnaire)	$RoSt_a = RI / (re * MV)$	Rendement de la partie prenante
RoSt (Clients)	$RoSt_c = RI / (\text{Coût partie prenante})$	Idem
RoSt (Employés)	$RoSt_e = RI / (\text{Coût partie prenante})$	Idem
RoSt (Créditeurs)	$RoSt_c = RI / (\text{Coût partie prenante})$	Idem
Coût d'opportunité de la partie prenante	$Co = \frac{\sum_{i=1}^n RoSt_i}{n}$	La moyenne des rendements d'une partie prenante dans un secteur.
RoStd	$RoStd = RoSt - Co$	Le rendement différentiel de la partie prenante.