

**FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture
et Gouvernance des Organisations**

Cahier du FARGO n° 1061103

La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle...

Stakeholder value : towards an operational measure...

Gérard CHARREAUX*

Professeur en sciences de gestion
Université de Bourgogne

Novembre 2006

Résumé : L'objectif de cet article est de proposer une mesure opérationnelle de la valeur partenariale. Cette mesure est illustrée par une application à un certain nombre de firmes européennes du secteur automobile. Cette application met en évidence l'intérêt de la démarche pour construire un diagnostic financier permettant de mieux mettre en relation la conception contractuelle de la firme et l'approche stratégique.

Mots clés : valeur partenariale, conception contractuelle de la firme, diagnostic financier.

Abstract : The objective of this article is to provide an operational measure of the stakeholder value. This measure is illustrated by an application to a certain number of European firms of the automobile sector. This application highlights the interest of this measure to establish a financial diagnosis allowing for a better connection with the contractual perspective of the firm and the strategic approach.

Keywords : stakeholder value, contractual perspective of the firm, financial diagnosis.

JEL Classification : G30, L29

* L'auteur remercie Philippe Desbrières, Michel Gervais, Christophe Moussu, Alain Schatt, Robert Teller et les participants au séminaire Fargo, pour leurs commentaires et suggestions.

Le modèle économique qui sous-tend la comptabilité traditionnelle, permet, à supposer que les hypothèses sur lesquelles il repose soient valides, d'une part, de mesurer l'enrichissement des actionnaires au cours de l'exercice comptable, d'autre part, d'évaluer la valeur comptable des capitaux propres et l'état des engagements envers les créanciers de l'entreprise. Ces mesures sont cependant biaisées – relativement au raisonnement économique standard – en raison de l'ignorance du coût d'opportunité des capitaux propres investis par les actionnaires et des principes comptables standards d'évaluation. La logique qui fonde le modèle comptable dominant – notamment, le modèle français – repose sur la définition juridique de la propriété selon laquelle une société est la propriété de ses actionnaires, lesquels sont les seuls « créanciers résiduels », c'est-à-dire les seuls acteurs ayant le droit de s'approprier le résidu supposé égal au profit comptable. La logique juridique sous-tend également la conception du bilan puisque seuls les actifs dont l'entreprise est propriétaire sont normalement¹ inscrits au bilan.

Cette conception dominante, si utile soit-elle, est peu adaptée à une analyse de la création de valeur reposant sur la vision contractuelle de la firme, qui met cette dernière en relation avec ses différents partenaires sous forme d'un jeu coopératif. Comment véritablement appréhender la création de valeur si on ne peut représenter cette création au sein d'un jeu réunissant les différents maillons d'une chaîne de valeur ? Or, la représentation comptable traditionnelle est inapte à saisir ce jeu². Par ailleurs, cette représentation apparaît également peu pertinente pour analyser la création de valeur dans les nouvelles formes de firmes de type virtuel qui, à la limite, ne possèdent aucun actif matériel. Il est alors impossible de mesurer une performance sur la base des capitaux investis, ces derniers étant apparemment nuls³.

Les développements de la théorie de la firme, notamment sous sa forme contractuelle, où la firme est vue comme un nœud de contrats, permettent de proposer un modèle comptable différent où la notion de valeur partenariale⁴ développée par Charreaux et Desbrières (1998),

¹ Nous ignorons volontairement l'exception que constitue l'inscription des biens acquis en crédit-bail dans les comptes consolidés.

² Le fait qu'on puisse utiliser les chiffres comptables pour mettre en œuvre des approches de type partenarial ne remet pas en cause cette conclusion. Ainsi, des méthodes comme celle des comptes de surplus ou la méthode de la Valeur ajoutée directe (VAD) de Brodier, à visée partenariale, dont on trouvera une présentation dans Gervais (2005) ont certes recours aux chiffres comptables mais sont obligées d'introduire d'autres éléments pour atteindre leurs objectifs. Il en est de même pour la méthode présentée dans cet article.

³ L'actif de ce type de firme serait exclusivement constitué d'actifs immatériels, mais ce type d'actifs n'exige pas nécessairement un investissement préalable sous forme d'un apport de capitaux financiers.

⁴ La notion de valeur partenariale associée à ces travaux n'est pas la seule possible, mais c'est celle qui est la plus conforme à la vision contractuelle de la firme et au raisonnement économique standard.

sur la base des travaux de Brandenburger et Stuart (1996), joue un rôle central et permet de mieux appréhender la valeur et sa formation.

L'objectif de cet article est de proposer une mesure opérationnelle de la valeur partenariale. Pour ce faire, nous revenons, dans un premier temps, sur le lien entre la conception contractuelle de la firme et la notion de valeur partenariale. Dans un second temps, nous proposons une démarche permettant de mesurer la valeur partenariale, cette mesure étant appliquée à un échantillon de constructeurs du secteur automobile. Dans un troisième temps, l'intérêt de l'analyse de l'appropriation de la valeur partenariale pour diagnostiquer le processus de création de valeur est examiné. Enfin, dans un quatrième temps, nous étudions les relations entre valeur partenariale, valeur appropriée par la firme et valeur actionnariale.

1. Conception contractuelle de la firme et valeur partenariale

À l'instar de la démarche proposée par Brandenburger et Stuart, qui s'inscrit dans le courant contractualiste, l'entreprise est représentée comme le centre contractant d'un jeu coopératif qu'elle organise de façon à s'approprier le maximum de valeur créée. Cette représentation suppose que la valeur créée se répartit entre les différents acteurs du jeu et que celui-ci n'est pérenne que si chaque acteur y trouve son compte à terme. Cette pérennité suppose à la fois, pour reprendre le vocabulaire de Coleman (1990, p. 428-429), la condition de « viabilité indépendante » – chaque transaction établie entre la firme et ses différents partenaires doit être mutuellement profitable — et la condition de « viabilité globale » qui s'exprime au niveau de la firme comme centre contractant. Cette deuxième condition signifie que la firme doit produire une rente organisationnelle globale – un surplus –, ce dernier pouvant aboutir à des schémas de répartition de la valeur multiples sous condition de satisfaire à la condition de viabilité indépendante. Il va sans dire que la conception de la firme comme nœud de contrats n'est intéressante pour analyser la création de valeur que si on abandonne l'hypothèse traditionnelle selon laquelle seuls les actionnaires sont créanciers résiduels. Hors l'abandon de cette hypothèse, on ne peut comprendre l'intérêt qu'ont les autres acteurs à participer au jeu coopératif.

Avant de présenter la démarche permettant de mesurer la valeur partenariale, il est nécessaire, tout d'abord, d'introduire une analyse des ressources investies – ou, plutôt, mobilisées – par la firme, adaptée à la représentation partenariale, puis, de rappeler les fondements-mêmes de la mesure de cette valeur.

1.1. *La représentation des ressources mobilisées dans la démarche partenariale*

En comptabilité, la stricte application du critère juridique de propriété conduit à construire un bilan faisant apparaître, en simplifiant⁵, à l'actif, les seuls actifs dont l'entreprise est propriétaire et, au passif, les seuls apporteurs de ressources financières qu'ils soient actionnaires ou créanciers. Une telle représentation, subordonnée à la logique juridique, empêche quasiment toute possibilité de comprendre correctement la formation de la valeur, au moins dans une perspective partenariale. La représentation économique traditionnelle de la firme, comme fonction de production, permet déjà d'aller plus loin dans cette compréhension, dans la mesure où les deux facteurs de production, le facteur capital et le facteur travail, sont explicitement considérés, mais cette représentation reste trop sommaire pour analyser la création de valeur dans une perspective partenariale, en particulier, parce qu'elle ignore les ressources externes que l'entreprise mobilise à travers ses transactions avec les fournisseurs.

Pour remédier aux limites des approches comptable et économique traditionnelles et échapper autant que possible à la logique juridique qui attribue un rôle central aux actionnaires, nous allons introduire une représentation des actifs et des ressources mobilisées plus adaptée en partant du cas d'une entreprise qui ne serait juridiquement propriétaire d'aucun actif matériel et se contenterait de louer les actifs dont elle a besoin. Dans ce contexte, les actifs (*inputs* servant à la production) mobilisés par l'entreprise – c'est-à-dire par ses dirigeants – peuvent être classés en trois types (voir tableau 1), auxquels on peut associer les catégories correspondantes d'acteurs (apporteurs de ressources), de rémunérations et de modalités d'évaluation du capital qu'ils investissent. La base de cette classification, outre la distinction usuelle entre les actifs humains et non humains (matériels et immatériels), est l'opposition entre *inputs* internes et externes, sur la base du critère de « contrôlabilité » des actifs par la firme. La contrôlabilité, c'est-à-dire le droit de diriger par les ordres l'utilisation d'un actif, est une des caractéristiques de la propriété à côté de l'appropriabilité (la possibilité de vendre l'actif et de s'approprier le produit de la cession). Nous l'utilisons pour identifier la mise à disposition « indirecte » d'un bien ou d'un service, dans le sens où la production de ce bien ou de ce service reste dirigée par les ordres du fournisseur⁶.

Les trois types d'actifs correspondent ainsi (1) aux actifs non humains « internes » contrôlables de façon exclusive ; (2) aux actifs humains « internes » contrôlables

⁵ Les créanciers d'exploitation sont volontairement ignorés.

⁶ Le critère de contrôlabilité pourrait être affiné selon le degré de coopération entre le fournisseur et l'entreprise. Dans de nombreux cas, la contrôlabilité est partagée entre l'entreprise et les fournisseurs.

exclusivement en fonction du lien hiérarchique et (3) aux actifs externes non contrôlables exclusivement par l'entreprise. L'opposition interne / externe est importante dans la mesure où elle est à la base de l'explication de l'existence de la firme par la théorie des coûts de transaction, les frontières de la firme se définissant par la distinction entre les transactions gérées directement (par les ordres) en étant internalisées et les autres externalisées et dirigées en principe par les prix. La prise en compte des *inputs* externes permet de mieux percevoir le rôle des politiques d'intégration dans la création de valeur partenariale. Bien entendu, les consommations intermédiaires correspondant aux prestations offertes par les fournisseurs, représentent elles-mêmes des consommations d'actifs humains et non humains au niveau des fournisseurs externes et pourraient être décomposées en actifs humains et non humains si on disposait des informations nécessaires sur la chaîne de valeur.

Tableau 1 : Les types d'actifs et de ressources mobilisées

Type d'actifs	Apporteurs de ressources	Rémunération	Evaluation des ressources
Actifs non humains (internes)	Loueurs	Loyers (correspondant au coût du financement pour les loueurs)	VA des loyers au CMP des loueurs
Actifs humains (internes)	Salariés (dont dirigeants par extension)	Salaires (et charges sociales) (coût du travail)	VA des salaires et Ch. Soc au coût du capital humain apporté par les salariés
Actifs externes (humains ou non)	Fournisseurs de matières, de biens intermédiaires et de services	Consommations intermédiaires (correspondant à la consommation des actifs humains et non humains utilisés par les fournisseurs)	VA des consommations intermédiaires au CMP des fournisseurs

Note : VA valeur actualisée ; CMP coût moyen pondéré du capital

L'*output* obtenu, c'est-à-dire le chiffre d'affaires, provient de la combinaison par la firme de ces trois types d'actifs : actifs non humains internes ; actifs humains internes et actifs externes. Plusieurs remarques sont à faire.

(1) Les types d'actifs recensés ignorent les ressources mises à disposition par l'État (et, plus largement, l'ensemble des collectivités publiques), qui recouvrent notamment certaines infrastructures fondamentales. Les infrastructures incluent non seulement des actifs physiques tels que les routes, etc., mais également des institutions permettant d'assurer la sécurité des transactions, la formation, etc. Il s'agit d'une catégorie d'actifs externes – non appropriables et non contrôlables – particulière, en raison du caractère de biens collectifs de ces actifs. Les différences de qualité dans ces infrastructures peuvent expliquer certains écarts de performance entre nations et sont au fondement même de certaines théories de la gouvernance. Par exemple, La Porta et *al.* (1997) expliquent les différences de performance

des systèmes économiques nationaux par les capacités différentes des systèmes juridiques à assurer la sécurité des transactions financières. Si on introduit ce type de ressources, l'acteur associé serait bien entendu l'État, la rémunération serait constituée par les impôts et taxes versés et l'évaluation du capital pourrait être faite à partir de la valeur actualisée des impôts au coût du capital public. Pour simplifier, nous ignorerons cependant ce type de capital, notamment car son introduction pose des problèmes complexes dans le cas des multinationales. Toutefois, cette ignorance peut conduire à une forte sous-estimation des ressources mobilisées par les entreprises de certains pays.

(2) L'abandon de l'hypothèse selon laquelle la firme n'est propriétaire d'aucun actif ne pose aucun problème particulier. Si elle devient propriétaire, les loueurs pour la catégorie des actifs non humains se transformeront en un mix d'actionnaires et de créanciers financiers. La présentation en termes de location a été volontairement adoptée pour éviter de placer les investisseurs financiers, notamment les actionnaires, dans une position centrale. Dans notre perspective, comme chez Hansmann (1988), les actionnaires ne sont que des membres particuliers d'une « coopérative » plus générale, dont le rôle se limite à apporter des capitaux financiers dans un cadre juridique bien spécifique. Selon l'analyse d'Alchian et Demsetz (1972, p. 789, note 14), on peut les assimiler à une forme particulière d'obligataires.

(3) À ces types de ressources correspondent des types de contrats différents, plus ou moins complexes : contrat de location, contrat de travail et contrat de fournitures. Précisons que le contrat de société, qui organise l'entreprise sous forme de société, n'est pas nécessairement lié à un apport significatif de ressources financières, notamment en provenance des actionnaires.

(4) Le mode d'évaluation proposé pour les ressources mobilisées permet en sommant les valeurs des trois catégories d'actifs de mesurer la valeur de l'ensemble des ressources mobilisées, quel que soit le choix d'intégration décidé par l'entreprise. On élimine ainsi un biais important pour comparer la rentabilité des ressources « mobilisées » entre firmes.

(5) Le jeu présenté a pour acteurs, outre la firme (comme unité de décision et centre contractant), les différents apporteurs de ressources – loueurs et/ou investisseurs financiers, salariés, fournisseurs externes – et, enfin, les clients. Il est possible d'enrichir cette présentation en distinguant, par exemple, les dirigeants des autres actifs humains de façon à mieux identifier le capital managérial, mais, afin de simplifier la présentation, seules les quatre catégories d'acteurs (clients, loueurs/apporteurs de capitaux financiers, salariés, fournisseurs), précédemment citées, seront retenues par la suite.

1.2. *La valeur partenariale : un rappel de ses fondements*

Outre le fait qu'elle reprend l'idée de chaîne de valeur sectorielle due à Porter (1985), ce qui conduit à une meilleure représentation de la création de valeur à partir des différents acteurs retenus, la mesure de la valeur créée proposée par Brandenburger et Stuart repose sur l'introduction des « prix d'opportunité » pour évaluer la valeur produite pour les clients et des « coûts d'opportunité » pour mesurer la valeur consommée lors des transactions avec les fournisseurs. Le prix d'opportunité pour le client représente le prix maximum qu'il est disposé à payer pour le bien (la « *willingness to pay* »), c'est-à-dire le prix au-delà duquel l'intérêt de la transaction disparaîtrait. Inversement, pour un fournisseur, le coût d'opportunité représente le prix minimum qu'il serait disposé à accepter pour effectuer la transaction et en-dessous duquel celle-ci perd également tout intérêt. L'introduction des prix et coûts d'opportunité permet de comprendre l'intérêt qu'ont les partenaires de la firme à effectuer les transactions.

Deux aspects sont importants dans cette représentation :

- la dimension « sectorielle » qui inscrit l'étude de la création et de l'appropriation de valeur dans le cadre d'un jeu joué entre les différents acteurs d'un secteur défini par la chaîne de valeur qui le caractérise au sens de Porter ;

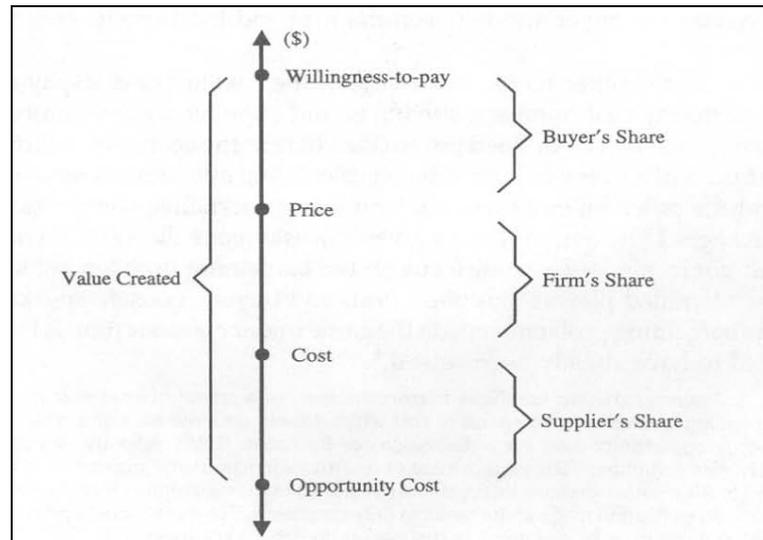
- le recours aux prix et aux coûts d'opportunité pour parvenir à une mesure de la valeur créée. Celle-ci se mesure de la façon suivante dans le schéma simplificateur utilisé par Brandenburger et Stuart (p. 8) : valeur créée = prix d'opportunité – coût d'opportunité. Cette valeur créée, comme le soulignent Charreaux et Desbrières (1998), qui en précisent le contenu, représente la rente organisationnelle globale produite par la firme sur l'ensemble de la chaîne de valeur constituée par les différents partenaires⁷ (clients, apporteurs de capitaux financiers, dirigeants, salariés, fournisseurs de biens et services...). La considération de l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur conduit Charreaux et Desbrières à dénommer cette rente organisationnelle globale, « valeur partenariale », par opposition à la rente revenant aux seuls actionnaires, qui constitue la valeur actionnariale.

Contrairement au cadre de la valeur actionnariale où l'intégralité du résidu revient aux actionnaires, le recours à la valeur partenariale soulève la question de son appropriation par les différents partenaires puisque les transactions ne sont censées se produire que dans la mesure où ils sont à même de s'approprier une partie de cette valeur (condition de viabilité

⁷ On trouve également une approche similaire chez Coff (1999). Quant à l'hypothèse selon laquelle les actionnaires ne seraient pas les seuls créanciers résiduels, on la trouve notamment chez Milgrom et Roberts (1992, p. 291) dans leur discussion de la notion de propriété de la firme.

indépendante), accédant ainsi au statut de créanciers résiduels, le résidu étant alors défini de façon plus large en fonction de la rente organisationnelle globale. L'appropriation de la valeur partenariale sur la chaîne de valeur peut être représentée selon le schéma suivant emprunté à Brandenburger et Stuart.

Figure 1 : Le schéma d'appropriation de la valeur créée (Brandenburger et Stuart, 1996, p. 10)



Ce schéma, s'il illustre bien le principe, doit cependant être adapté pour pouvoir être opérationnalisé en substituant aux prix et aux coûts d'opportunité, très difficiles à identifier en pratique, les « ventes d'opportunité » et les « charges d'opportunité », c'est-à-dire des flux permettant de mesurer directement la valeur partenariale secrétée.

Pour les clients, la valeur appropriée (*Buyer's Share*) est égale à la différence entre les ventes évaluées aux prix d'opportunité (les ventes d'opportunité) que seraient prêts à payer les clients et les ventes évaluées aux prix explicites (les ventes explicites) effectivement payés par les clients. En appliquant le même principe aux apporteurs de ressources, en les désignant par le terme générique de fournisseurs, la valeur que ces derniers s'approprient (*Supplier's Share*) est égale à la différence entre les charges explicites supportées par l'entreprise – qui correspondent aux prix effectivement payés – et les charges d'opportunité, c'est-à-dire les contreparties monétaires minimales qu'auraient été disposés à accepter les fournisseurs pour effectuer les transactions⁸. Charreaux et Desbrières (1998, p. 62-63) fournissent un exemple

⁸ On remarquera que si on considère que le résultat net constitue la rémunération explicite revenant intégralement aux actionnaires, l'EVA (*Economic Value Added*) évaluée par [résultat – coût des capitaux propres], – avec un coût des capitaux propres égal au montant des capitaux propres multiplié par le taux requis

d'une telle répartition et supposent que la composante non répartie de la valeur partenariale qui, pour Brandenburger et Stuart, représente la part que s'approprie la firme (*Firm's Share*), constitue de fait un *slack* en attente d'affectation à disposition du dirigeant, pouvant constituer une mesure de la latitude managériale.

L'introduction d'une telle conception de la valeur⁹ conduit à reconsidérer les mécanismes de création de la valeur dans une perspective articulée sur la stratégie. Ainsi Brandenburger et Stuart proposent, de façon schématique, les différentes actions possibles pour agir sur la valeur partenariale à travers les prix et coûts d'opportunité, sachant que l'objectif pour les dirigeants est désormais défini en termes d'appropriation maximale de valeur pour la firme (Brandenburger et Stuart, p. 20, *maximal value appropriation*). Quant à Charreaux et Desbrières, ils montrent l'incidence que peut avoir l'introduction de la valeur partenariale sur la représentation de la gouvernance de la firme et sur l'analyse de l'influence du système de gouvernance sur le processus de création de valeur.

Quel que soit l'intérêt du recours au concept de valeur partenariale pour éclairer, sous un jour nouveau, la création de valeur en liaison avec la stratégie ou avec le système de gouvernance, ce concept souffre cependant d'une limite importante, la difficulté à en donner une mesure opérationnelle, comparativement à la valeur actionnariale, même si les mesures de cette dernière restent également très imprécises, puisqu'elles reposent sur les différents modèles financiers permettant d'évaluer le coût des capitaux propres, le plus souvent le Medaf.

2. La mesure de la valeur partenariale

Comme le soulignent Charreaux et Desbrières (1998), la principale difficulté rencontrée pour mesurer la valeur partenariale créée à partir des flux est associée à l'identification des prix et coûts d'opportunité. Brandenburger et Stuart résolvent le problème en supposant que les joueurs ont accès à l'extérieur du jeu, c'est-à-dire en dehors de la chaîne de valeur sectorielle étudiée, aux prix d'opportunité. Cette solution est également retenue par Charreaux (2005) pour évaluer la valeur partenariale créée par l'université française en

par les actionnaires (estimé à partir du Medaf) –, mesure la valeur que s'approprient les actionnaires. Dans la définition de la valeur partenariale, ce raisonnement est généralisé à l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

⁹ Précisons que cette conception diffère de celles qui sous-tendent la méthode des comptes de surplus, (laquelle ignore les prix et coûts d'opportunité), et la méthode de la valeur ajoutée directe (VAD) de Brodier qui définit (cf. Gervais, 2005, p. 41), la valeur ajoutée directe comme la différence entre le montant de la production vendue et le coût des matières achetées correspondantes. La VAD ne fait donc pas intervenir les prix et coûts d'opportunité. Il s'agit d'approches « partenariales » fondées sur une autre mesure de la valeur et qui, en outre, ne font pas explicitement référence à la conception de la firme comme centre d'un jeu contractant.

considérant, comme prix d'opportunité pour les étudiants, le prix explicite qu'ils paieraient pour leur scolarité dans le secteur des grandes écoles. De même, l'évaluation parfois pratiquée du coût des fonds propres des PME à partir de celui des grandes entreprises cotées, corrigé d'une prime de liquidité, participe de la même logique.

Appliquée à un secteur industriel, par exemple, le secteur automobile sur lequel sera illustrée la méthode proposée, une telle démarche consisterait, par exemple, à définir de façon isolée un jeu où ne figureraient que les constructeurs français et à considérer comme paramètres d'opportunité, les prix et coûts d'opportunité des fabricants étrangers. Cela équivaudrait à poser l'hypothèse implicite que ces derniers ne participent pas à la négociation au sein de la chaîne de valeur sectorielle où se situent les constructeurs français, ce qui n'a pas grand sens au vu de la mondialisation de ce marché. De plus, pour éviter d'être confronté à une chaîne sans fin, l'évaluation des éléments d'opportunité considérés, à un moment donné, doit pouvoir s'appuyer sur des prix ou des coûts explicites.

Si on renonce à recourir à des références externes, quelles sont les solutions envisageables sachant que la principale contrainte est celle de l'accessibilité à l'information ? En principe, l'identification des prix d'opportunité pour les clients et les fournisseurs est possible : il suffirait d'identifier les acteurs en question et de recueillir l'information requise, c'est le principe même des études de marché. Toutefois, la lourdeur et le coût d'une telle procédure, ainsi d'ailleurs que le caractère stratégique d'une telle information que les acteurs ont intérêt à dissimuler voire à déformer, interdisent sa mise en œuvre. Une mesure de la valeur partenariale n'a véritablement d'intérêt que si elle peut s'appuyer sur une information facilement disponible pour un analyste externe¹⁰. Si on accepte cette contrainte, trois possibilités notamment semblent ouvertes.

La première, qui peut jouer pour certains apporteurs de ressources, est de disposer d'un modèle théorique permettant d'évaluer le prix d'opportunité. C'est, par exemple, le cas pour les actionnaires des entreprises cotées si on suppose la validité du modèle d'équilibre que constitue le Medaf. Mais il s'agit d'une exception liée aux caractéristiques particulières des marchés financiers, qui s'apparentent le plus aux marchés parfaits de la théorie, et la solution proposée est elle-même contestable au vu des multiples critiques adressées à ce modèle. Dans cette solution, la référence permettant de mesurer la création de valeur pour les actionnaires provient d'une norme théorique supposant des marchés sans failles ni frictions.

¹⁰ En dehors de toute mesure externe précise, une entreprise peut cependant avoir intérêt à s'interroger sur sa création de valeur partenariale et à tenter de construire un tableau de bord incluant également des indicateurs qualitatifs pour piloter le processus de création de valeur.

Une seconde possibilité, qui s'appuie non plus sur une norme théorique mais sur les performances d'entreprises existantes, consisterait à recourir à des méthodes comme la méthode DEA¹¹ (*Data Envelopment Analysis*). Cette méthode aboutit au calcul de scores d'inefficience permettant d'évaluer, par exemple, de combien on pourrait accroître, pour les firmes identifiées comme inefficaces, l'*output* avec les mêmes *inputs* ou, encore, de combien on pourrait réduire les *inputs* tout en maintenant le même *output*. Ces écarts d'inefficience, mesurés à partir des ventes et des charges explicites des entreprises évoluant dans un même secteur, pourraient servir à évaluer des prix et des coûts d'opportunité associés à des entreprises virtuelles dont les performances potentielles seraient déterminées à partir de celles des entreprises réelles retenues. Cette démarche qui a été tentée, cependant, ne semble pouvoir donner des résultats que si on retient un nombre d'entreprises suffisamment important, donc pour des secteurs très fragmentés.

La troisième solution, la plus simple, que nous avons retenue, s'appuie sur un référentiel interne, c'est-à-dire sur les performances réalisées par les entreprises constituant le secteur. Elle consiste à s'appuyer sur les valeurs explicites des ventes et des charges des entreprises situées dans un même secteur pour tenter, sinon de mesurer très précisément la valeur partenariale, tout au moins d'en inférer une approximation raisonnable et utile pour interpréter le processus de création de valeur partenariale.

Pour illustrer la mise en œuvre de cette méthode, nous montrerons, dans un premier temps, comment on peut évaluer les ventes d'opportunité puis, dans un second temps, les charges d'opportunité. Enfin, dans un troisième temps, nous estimerons la valeur partenariale par différence entre les ventes et les charges d'opportunité.

2.1. – L'évaluation des ventes d'opportunité

Concernant les ventes d'opportunité, une première solution, si on peut identifier un indicateur de volume susceptible de rendre compte de l'activité – par exemple, le nombre de véhicules vendus dans le secteur automobile – consisterait à évaluer les ventes d'opportunité en multipliant l'indicateur de volume par le prix d'opportunité, soit en l'occurrence, pour l'exemple retenu, le prix explicite moyen le plus élevé obtenu par les constructeurs du secteur, l'écart de prix rendant compte, par exemple, d'une différenciation associée à une meilleure qualité.

¹¹ Voir Charnes et *al.* (1981) pour l'origine de la méthode et De La Villarmois (1999) pour une application et une présentation pédagogique.

Cette première démarche, pour être opérationnalisée, supposerait d'avoir accès au nombre de véhicules vendus par segment de gamme, d'une part, de disposer des prix d'opportunité, également par segment, d'autre part. L'accès à ces informations peut être difficile pour un analyste externe. De plus, un même niveau de ventes d'opportunité peut être obtenu par des stratégies très différentes, un grand nombre de véhicules vendus à des prix faibles ou un nombre plus limité à des prix plus élevés. Cette opposition peut, par exemple, s'illustrer par les différences de stratégies entre BMW et Renault. L'objectif étant d'évaluer la performance, c'est-à-dire la valeur créée rapportée aux ressources mobilisées¹², ce qui importe c'est d'avoir une démarche permettant de placer sur un même plan ces deux types de stratégie. Il suffit donc de raisonner directement au niveau des ventes d'opportunité en rapportant ces dernières au montant des ressources mobilisées. Si, pour un même montant de ressources mobilisées, un constructeur apparaît plus performant, c'est qu'il offre un rapport qualité-prix préférable à la clientèle. La démarche retenue consistera à inférer les ventes d'opportunité à partir des ventes explicites en s'appuyant sur la performance obtenue relativement aux ressources mobilisées par le constructeur le plus efficace¹³.

2.1.1. Un exemple d'évaluation des ventes d'opportunité

Pour illustrer le raisonnement, supposons, par exemple, que le secteur automobile européen regroupe cinq constructeurs : Peugeot, Renault, Fiat, Volkswagen et BMW. Ces constructeurs réalisent leurs chiffres d'affaires en mobilisant des ressources (internes et externes), ce qui permet de définir un indice de performance du type *output/inputs* rapportant le chiffre d'affaires aux ressources mobilisées. Cet indice représente un ratio de rotation des capitaux investis mais évalué par rapport à l'ensemble des ressources mobilisées.

Tant pour évaluer cet indice que pour illustrer la démarche proposée, il est nécessaire de présenter les comptes schématiques de ces constructeurs tels qu'on peut les construire à partir des données¹⁴ figurant dans la base Osiris.

¹² Nous préférons le terme « ressources mobilisées » à « capitaux investis ». Il rend mieux compte à notre sens de l'origine et de la nature des « capitaux » permettant de produire l'*output*.

¹³ Pour répondre à une remarque faite à l'auteur, la situation de monopole n'exclut pas la possibilité de créer une valeur partenariale. Dans cette situation, les ventes d'opportunité du monopoleur sont égales aux ventes explicites, mais cette situation n'implique pas l'identité des coûts explicites et des coûts d'opportunité pour les apporteurs de ressources.

¹⁴ Nous n'effectuons aucune correction des données fournies par la Base Osiris, l'objectif étant principalement d'illustrer la démarche proposée.

Tableau 2 : Comptes de résultat (2004 en K€ – Source : Base Osiris)

Flux	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
Ventes explicites	56 105 000	40 715 000	48 032 000	93 604 000	45 193 000
Consommations externes explicites	41 931 000	28 153 000	38 759 000	71 839 000	30 732 000
Salaires explicites	8 516 000	5 426 000	6 369 000	14 060 000	7 154 000
Coûts de financement explicites (1)	3 688 677	3 326 225	3 470 480	7 195 013	4 493 293
Surplus explicite avant éléments d'ajustement (2)	1 969 323	3 809 775	-566 480	509 987	2 813 707
Éléments d'ajustement (3)	-616 520	-771 662	-1 019 520	-241 265	-1 008 600
Dividendes	328 197	512 887	0	291 464	416 893
Résultat net	1 681 000	3 551 000	-1 586 000	560 186	2 222 000

(1) Intérêts (corrigés de l'économie d'impôt) + dividendes + dotations. Par analogie au contenu du loyer, qui représenterait le coût du financement si l'entreprise louait l'intégralité de ses actifs physiques, les dotations ont été incluses dans le coût explicite du financement¹⁵. Ce coût permet ainsi d'approximer la consommation de capital financier au cours de l'exercice comptable. Strack et Willis (2002), lorsqu'ils mettent en œuvre la méthode RAVE (en relation avec la *Boston Consulting Group*), pratiquent de même. Les intérêts ont été corrigés de l'économie d'impôt pour tenir compte de leur déductibilité fiscale.

(2) Le surplus explicite avant ajustement est égal à la différence entre les ventes explicites et la somme des consommations externes explicites, des salaires explicites et des coûts de financement explicites.

(3) Les éléments d'ajustement, augmentés du dividende, permettent de faire la liaison entre le surplus explicite et le résultat net traditionnel. Ils incluent les éléments suivants : Financial Rev. + Other Non Ope./Financial Items + Taxation + Extraord. & Oth. Items + Économie d'impôt sur frais financiers. Résultat net = Surplus explicite avant aj. + Éléments d'ajustement + Dividendes.

Tableau 3 : Évaluation des ressources mobilisées (2004 en K€)

Ressources	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
Capital financier (= actif économique) (1)	33 797 000	36 493 000	22 099 000	64 911 000	35 915 000
Capital humain (2)	149 633 212	95 339 339	111 908 634	247 045 909	125 701 738
Capital externe (fournisseurs) (3)	601 293 122	403 715 754	555 806 447	1 030 175 684	440 698 772
Total des ressources mobilisées	784 723 334	535 548 092	689 814 081	1 342 132 593	602 315 510
En % des ressources mobilisées					
Capital financier	4,3 %	6,8 %	3,2 %	4,8 %	6,0 %
Capital humain	19,1 %	17,8 %	16,2 %	18,4 %	20,9 %
Capital externe (fournisseurs)	76,6 %	75,4 %	80,6 %	76,8 %	73,2 %

(1) Le capital financier correspond aux financements apportés tant par les actionnaires que par les créanciers financiers. Il est égal à l'actif économique évalué à partir de la somme des capitaux propres et des dettes financières (à long et à court termes) figurant dans les bilans.

(2) Le capital humain a été évalué en prenant la valeur actualisée des flux de salaires explicites sur un horizon de 40 années, durée de vie du capital humain posée par hypothèse. Le taux d'actualisation à retenir en principe devrait être le taux requis sur leur capital humain par les salariés. Il a été supposé que ce taux correspondait au CMP (coût moyen pondéré du capital) moyen des constructeurs considérés, soit 4,83 %¹⁶. Le CMP de chaque société a été évalué à partir du coût des fonds propres estimé par le Medaf à partir du bêta sur l'Eurostoxx 1 an figurant dans Osiris. Le taux sans risque considéré a été de 3 %. Le coût de la dette financière a été fixé à 4 % sauf pour Fiat où il a été supposé être de 5 % en raison de la situation financière dégradée. Les taux d'imposition sont ceux en vigueur dans les trois pays. Enfin, la pondération entre capitaux propres et dettes financières a été faite en fonction de la capitalisation boursière pour les capitaux propres et de la valeur inscrite au bilan pour les dettes financières. Les CMP obtenus sont respectivement de 4,51 % pour Peugeot, 5,40 % pour Renault, 4,89 % pour Fiat, 3,76 % pour VW et 5,59 % pour BMW.

(3) Le capital externe a été évalué en retenant la valeur actualisée des consommations externes explicites sur un horizon de 25 ans. Il a été supposé que les consommations externes représentaient du côté des fournisseurs pour moitié du capital humain et, pour moitié, du capital financier. La durée du capital financier (finançant l'actif économique) a été fixée à dix ans dans ce secteur relativement capitalistique. La durée de 25 ans est une moyenne pondérée entre les 40 ans du capital humain et les dix ans du capital financier. Il a été supposé, qu'en moyenne, le CMP des fournisseurs était équivalent à la moyenne des CMP des constructeurs automobiles.

¹⁵ On remarquera que cette procédure permet de traiter les différents types de ressources de façon équivalente puisque dans la rémunération des ressources apportées par les salariés et les fournisseurs figure l'amortissement de ces ressources. On peut également considérer que les dotations correspondent approximativement à l'amortissement du capital financier qu'il soit apporté par les actionnaires ou les créanciers financiers.

¹⁶ Il s'agit d'une hypothèse particulièrement forte puisqu'elle signifierait une identité de taux requis entre apporteurs de capital financier et apporteurs de capital humain pour le secteur. Or, notamment en raison de l'absence de possibilité de diversification et des imperfections du marché du travail, il est vraisemblable que le coût du capital humain est sensiblement supérieur à celui du capital financier. Toutefois certains facteurs peuvent abaisser ce coût, notamment le fait que dans de nombreux pays, la formation du capital humain soit largement subventionnée. L'étude de Blöndal et al. (2002) permet d'évaluer un taux interne de rentabilité pour les formations secondaires et tertiaires dans les principaux pays de l'OCDE de l'ordre de 11 % avec des différences assez fortes selon les pays (entre 7 % et 18,5 %). Comme on peut supposer une rentabilité positive de la formation, ce taux peut constituer une estimation maximale. Une étude du coût du capital humain pour une firme multinationale supposerait la connaissance des coûts de la main d'œuvre dans les différents pays d'implantation et pour les différents niveaux de qualification.

Pour les hypothèses retenues, relativement réalistes¹⁷, le capital apporté par les financiers représente une part très mineure des ressources mobilisées, au plus égale à 6,8 %, pour les sociétés considérées¹⁸. La part la plus importante est celle des capitaux externes (fournisseurs). Selon les constructeurs, les pourcentages respectifs des différents types de ressources varient principalement en fonction du degré d'intégration. BMW semble le constructeur le plus intégré et Fiat, le moins intégré. La perspective adoptée, qui considère l'ensemble des ressources mobilisées, permet, cependant, de neutraliser, pour l'essentiel, les différences de politique d'intégration¹⁹.

En fonction des données, les indices de performance obtenus en rapportant les ventes explicites à l'ensemble des ressources mobilisées sont respectivement²⁰ de 7,15 % (Peugeot), 7,60 % (Renault), 6,96 % (Fiat), 6,97 % (VW) et 7,50 % (BMW).

Si Renault obtient une meilleure performance, c'est vraisemblablement, d'une part, parce que ses produits constituent une meilleure opportunité pour les clients, comparativement à ceux de ses concurrents, par exemple, pour des raisons de différenciation, d'autre part, parce qu'elle évite que ce surcroît de valeur se trouve approprié par les clients²¹, notamment parce qu'ils ne peuvent trouver l'équivalent ailleurs. On peut donc supposer pour Renault que les ventes d'opportunité correspondent aux ventes explicites et, en conséquence, que les ventes d'opportunité des autres concurrents sont évaluables par rapport à ce *benchmark*. L'argumentation proposée est ainsi la suivante : la firme la plus performante en termes de rentabilité des ressources mobilisées est présumée avoir le meilleur pouvoir de négociation et, donc, s'approprier l'intégralité de la valeur créée dans sa relation avec les clients²². On en déduit alors que le niveau des ventes d'opportunité pour Fiat est censé être celui qui lui permettrait d'atteindre le même niveau de performance que Renault.

¹⁷ Certaines de ces hypothèses résultent d'approximations assez grossières mais, là encore, notre objectif est principalement de présenter les principes de la démarche. Il sera toujours possible d'affiner la méthode ultérieurement en estimant, par exemple, de façon plus précise les durées de vie ou les taux d'actualisation.

¹⁸ Une évaluation conduite en retenant un coût du capital humain de 11 % et un coût pour le capital externe fournisseurs de 7,9 % modifie peu les résultats en termes de structures. La proportion de capital financier est comprise dans l'intervalle [4,5 % ; 9,4 %], celle du capital humain entre [11,5 % ; 14,9 %] et celle du capital externe entre [76,8 % ; 84 %].

¹⁹ Elle les neutralise par rapport au raisonnement comptable traditionnel où seules les ressources dont l'entreprise est propriétaire apparaissent, ce qui ne signifie pas qu'elle élimine les différences d'efficacité résultant de politiques d'intégration différentes.

²⁰ Cette hiérarchie apparaît peu sensible aux choix effectués pour évaluer les ressources mobilisées. Avec un coût du capital humain de 11 %, la seule modification obtenue est que BMW rejoint Renault comme firme *benchmark* pour les ventes d'opportunité.

²¹ Rappelons que les ventes explicites sont égales aux ventes d'opportunité diminuées de la valeur que s'approprient les clients.

²² En principe, pour que la transaction ait lieu, il faut également qu'une partie minimale de la valeur revienne aux clients. Il serait donc plus exact de parler de quasi-intégralité. Précisons cependant que l'intégration d'une telle marge pour la firme *benchmark* n'aurait aucune incidence sur la hiérarchie obtenue.

Un tel raisonnement, fondé sur les ventes explicites, semble impliquer que la valeur créée dépend de la valeur appropriée et qu'il y a imbrication entre création et répartition de la valeur. Bien qu'*in fine*, nous supposons, à l'instar de Charreaux et Desbrières (1998), que cette imbrication existe et qu'il ne peut y avoir séparabilité des deux dimensions (création/répartition), de fait, cette hypothèse ne sous-tend pas le raisonnement adopté. La seule hypothèse posée est que la valeur que s'approprie la clientèle vis-à-vis du concurrent le plus efficace est nulle et qu'en conséquence, pour ce dernier, il y a identité entre ventes explicites et ventes d'opportunité. Cette identité n'implique aucun mécanisme de causalité particulier entre répartition et création de valeur ; elle n'en exclut aucun non plus.

Le choix de l'indice de performance maximal pour identifier les ventes d'opportunité revient à adopter une démarche proche de celle de Brandenburger et Stuart (1996, p. 12), qui montrent que, pour mesurer la valeur partenariale créée au niveau du secteur, dans un jeu ayant un seul client, pour l'ensemble des acteurs intervenant dans la chaîne de valeur, le prix d'opportunité à considérer est celui qui conduit à maximiser la valeur partenariale. Brandenburger et Stuart justifient ce choix en recourant à l'argument traditionnel selon lequel, il est toujours possible, à partir d'un gâteau plus large – en l'occurrence, une valeur partenariale plus élevée –, d'atteindre par la négociation – si celle-ci n'est pas contrainte – une situation qui se révèle préférable ou au moins équivalente pour l'ensemble des acteurs de la chaîne²³. Si on pose l'hypothèse – centrale pour le raisonnement – que l'ensemble des clients peut être appréhendé globalement comme une seule clientèle dont les choix se font entre les produits des différents constructeurs, on est ramené au cas d'un seul client considéré par Brandenburger et Stuart. Il y a cependant une différence avec leur démarche : on raisonne au

²³ Brandenburger et Stuart considèrent le jeu suivant (exemple 1, p. 12) avec deux fournisseurs, deux firmes et un acheteur (client). Chaque fournisseur peut réaliser la transaction avec au plus une des firmes, et inversement. L'acheteur ne peut réaliser également la transaction qu'avec au plus une des firmes. Pour chaque fournisseur le coût d'opportunité de la transaction, quelle que soit la firme, est de 10. L'acheteur a un prix d'opportunité de 100 pour le produit de la firme 1 et de 150 pour celui de la firme 2. Selon l'argument présenté par Brandenburger et Stuart, le prix d'opportunité à retenir est celui qui maximise la valeur partenariale créée, soit 150 le prix le plus élevé, ce qui permet d'obtenir une VP de $(150 - 10) = 140$. En effet, comme les auteurs le précisent (p. 18), la firme 1 avec le concours d'un fournisseur et de l'acheteur ne peut créer qu'une valeur de $(100 - 10) = 90$, auquel cas la firme 2, compte tenu du prix d'opportunité de 150 qu'est disposé à offrir l'acheteur, peut proposer une offre qui permet simultanément à l'acheteur de s'approprier davantage de valeur qu'en négociant avec la firme 1 tout en s'appropriant lui-même également de la valeur. Supposons, par exemple, que la firme 1 ait proposé un prix explicite de 80, l'acheteur s'approprie $100 - 80 = 20$ et si on suppose que le prix explicite offert au fournisseur est de 10, la valeur que s'approprie la firme 1 est de $90 - 20 = 70$. La firme 2, en proposant par exemple un prix explicite de 120, permet à l'acheteur de s'approprier $150 - 120 = 30$ et la firme 2 s'approprie (toujours en supposant un prix explicite pour le fournisseur de 10) $140 - 30 = 110$. Comme on le voit, la situation est plus intéressante pour le client et permet également une plus grande appropriation pour la firme 2. Par conséquent, l'acheteur réalisera la transaction avec la firme 2. Le prix d'opportunité à considérer est donc le plus élevé du côté des ventes. Le raisonnement serait symétrique du côté des fournisseurs, si les deux prix d'opportunité différaient.

niveau des ventes d'opportunité (et non du seul prix d'opportunité) et on élimine l'incidence de la taille en recourant à l'indice de performance. Autrement dit, on raisonne à niveau constant de ressources mobilisées.

Il faut préciser que la solution retenue conduit à supposer que les différentes firmes concurrentes ont, comme *benchmark* commun, le même niveau d'*output* relativement aux ressources mobilisées, c'est-à-dire les mêmes ventes d'opportunité par unité de ressource. La différence entre les concurrents, au-delà de la différence de montant de ressources employées, provient alors, par hypothèse, des modalités d'appropriation de la valeur partenariale. Ainsi une firme qui, par exemple, offre moins de différenciation aux yeux de la clientèle sera moins à même de négocier favorablement avec celle-ci et devra lui abandonner une proportion supérieure de valeur partenariale.

Cette démarche diffère de celle que Brandenburger et Stuart (1996, p. 16) utilisent dans leur exemple 3, qui leur sert à dresser une typologie des stratégies permettant d'agir sur la valeur partenariale. Dans cet exemple, plusieurs clients sont présents mais chacun d'entre eux ne peut réaliser des transactions qu'avec au plus une firme. Cette structure de jeu suppose que les prix d'opportunité diffèrent selon les produits offerts par les concurrents alors que, dans l'exemple 1 présenté par ces mêmes auteurs, un seul client étant considéré, il n'y a qu'un seul prix d'opportunité. Si on retient la possibilité que les prix d'opportunité – et de façon symétrique les coûts d'opportunité – diffèrent entre concurrents, alors l'identification des ventes et des coûts d'opportunité reste irrésolue. En revanche, si on accepte de traiter globalement les clients sous forme d'une clientèle unique²⁴, comme dans l'exemple 1 de Brandenburger et Stuart, le problème posé par la pluralité des prix et coûts d'opportunité disparaît.

Cette hypothèse d'identité des prix et coûts d'opportunité entre les différents concurrents – en l'occurrence des flux de ventes et de charges d'opportunité, au facteur de taille près, dans notre démarche – implique que la prise en compte de la différence de rapport qualité/prix qui distingue les constructeurs se fait à un autre niveau, c'est-à-dire dans l'écart entre ventes d'opportunité et ventes explicites, d'une part, et dans celui existant entre charges d'opportunité et charges explicites, d'autre part. Nous supposons, alors, que ces écarts

²⁴ Le fait de traiter techniquement la clientèle comme unique ou homogène ne signifie pas qu'il est impossible aux firmes de se différencier. Ce traitement permet d'identifier le *benchmark*, c'est-à-dire la firme qui utilise au mieux ses ressources en fonction du compromis prix-qualité qu'elle offre. Les déterminants de ce compromis peuvent être associés à des stratégies de réduction de coûts plus ou moins efficaces mais également à des stratégies de différenciation. Ces différences apparaîtront au niveau de l'appropriation de la valeur, les firmes moins efficaces permettant aux clients de s'approprier davantage de valeur, leurs stratégies étant relativement dominées.

résultent des différences de pouvoir de négociation, d'un côté, entre les constructeurs et la clientèle, d'un autre côté, entre les constructeurs et les apporteurs de ressources. Ainsi, si les clients de Fiat s'approprient davantage de valeur partenariale que ceux de Renault, c'est parce bien qu'étant disposés à proposer un prix égal au prix d'opportunité pour cette catégorie de produit, les caractéristiques inférieures des produits de Fiat les ont conduits à ne payer qu'un prix explicite inférieur et à s'approprier la différence.

Cette hypothèse étant posée, une autre hypothèse centrale dans la solution proposée consiste à supposer que la marge de négociation est nulle vis-à-vis du concurrent le plus performant – autrement dit que, soit les clients, soit les apporteurs de ressources ne peuvent s'approprier une part de la rente relativement au concurrent le plus performant –, auquel cas, il y a convergence des éléments d'opportunité et des éléments explicites pour ce concurrent. On dispose alors d'un *benchmark* interne au jeu sectoriel permettant d'identifier les ventes ou les charges d'opportunité. Ajoutons, pour mieux justifier cette démarche, qu'il faut bien trouver une explication au différentiel de pouvoir de négociation autre que la seule invocation, comme le font Brandenburger et Stuart (1996, p. 11), d'éléments psychologiques tels que la dureté ou la patience en matière de négociation. En pratique, le différentiel de pouvoir de négociation trouve son origine principale, tout au moins sur le long terme, dans des arguments économiques comme la différenciation, l'importance des transactions réalisées, etc., les seuls arguments psychologiques pouvant être considérés comme secondaires.

2.1.2. Les modalités d'appropriation de la valeur partenariale à travers les ventes

Compte tenu du référentiel retenu, c'est-à-dire un jeu sectoriel qui détermine le *benchmark*, il faut distinguer deux modalités d'appropriation. En premier lieu, toutes choses égales par ailleurs, notamment pour un même niveau de ventes explicites, une entreprise peut simultanément accroître sa valeur partenariale et la part qu'elle s'approprie, en offrant un rapport qualité/prix supérieur au *benchmark* actuel. Ce faisant, elle produit une externalité positive²⁵ pour le secteur en contribuant également à accroître la valeur partenariale globale du secteur. En imposant son propre *benchmark*, elle devient la référence et augmente les ventes d'opportunité pour les concurrents, puisqu'on suppose alors que la clientèle est

²⁵ A travers l'externalité positive produite par la performance supérieure du *benchmark*, d'une certaine façon on identifie une nouvelle dimension de la co-opération au sens de Nalebuff et Brandenburger (1996). L'émergence d'un nouveau *benchmark* met en évidence la possibilité de créer (et de s'approprier) davantage de valeur partenariale pour les concurrents.

potentiellement disposée à accroître la contrepartie monétaire aux transactions effectuées. Ce cas peut correspondre, par exemple, à l'introduction d'un modèle fortement innovateur.

En second lieu, même si elle ne peut agir directement²⁶ sur sa valeur partenariale, car dominée en termes de performance, une firme peut cependant augmenter la valeur partenariale qu'elle s'approprie en réduisant l'écart entre ventes d'opportunité et ventes explicites en accroissant son pouvoir de négociation à l'égard de la clientèle. Dans ce cas, cependant, elle ne produit aucune externalité pour les firmes concurrentes. Les déterminants de ce pouvoir de négociation sont multiples. Ils tiennent au différentiel de qualité/prix par rapport au concurrent le plus performant, mais aussi aux différentiels de coûts de transaction que supporte la clientèle dans ses relations avec les différents constructeurs.

Appliquons ce raisonnement aux cinq constructeurs automobiles censés composer le secteur. Ce raisonnement pourrait être étendu sans problème aux constructeurs écartés, même si l'élargissement du périmètre sectoriel modifierait l'évaluation de la valeur partenariale.

Tableau 4 : Ventes d'opportunité et valeur revenant aux clients (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Ventes explicites /Ressources mobilisées	7,15 %	7,60 %	6,96 %	6,97 %	7,50 %
Ventes explicites (VE)	56 105 000	40 715 000	48 032 000	93 604 000	45 193 000
Ventes d'opportunité (VO)	59 658 527 = 56 105 000 x (7,60 % / 7,15 %)	40 715 000	52 443 059 = 48 032 000 x (7,60 %/6,96 %)	102 035 521 = 93 604 000 x (7,6 %/6,97 %)	45 790 987 = 45 193 000 x (7,6 %/7,5 %)
Valeur appropriée par les clients = VO - VE	3 553 527	0	4 411 059	8 431 521	597 987

Renault obtenant un indice de performance de 7,6 % constitue la firme référence, dont la performance va permettre d'évaluer les ventes d'opportunité pour les autres constructeurs. Ces dernières sont calculées de façon à obtenir le même indice de performance que pour Renault. La différence entre les ventes d'opportunité et les ventes explicites pour les différents constructeurs est censée correspondre à la valeur partenariale que s'approprient leurs clients.

Prenons le cas de Fiat. Pour accroître la valeur qu'elle s'approprie, elle peut agir sur sa valeur partenariale en dépassant la performance de Renault et en devenant la nouvelle référence. Dans ce cas, elle permettrait également d'accroître les ventes d'opportunité et, toutes choses égales par ailleurs, les valeurs partenariales des autres concurrents. Devenant la nouvelle référence, ses clients ne pourraient plus s'approprier de valeur à son détriment. Cependant, même si elle ne parvient pas à dépasser ses concurrents, une amélioration relative

²⁶ Elle agit cependant indirectement, puisqu'en améliorant sa propre performance, elle incite ses concurrents à améliorer la leur de façon à être les meilleurs et à constituer le nouveau *benchmark*.

de sa performance lui permettrait de réduire la part de valeur partenariale qui revient à ses clients et d'augmenter la part qu'elle s'approprie.

On peut également ajouter, pour mieux saisir la dynamique qui sous-tend cette démarche et à l'instar de ce que supposent Adner et Zemsky (2006), que les déterminants qui fondent la supériorité d'un constructeur en termes de performance, à un moment donné, vont avoir tendance à s'effriter d'une année sur l'autre, s'il ne renouvelle pas son avantage concurrentiel. En abandonnant la position de référence, une firme perd non seulement la possibilité d'agir directement sur sa valeur partenariale, mais également affaiblit son pouvoir de négociation vis-à-vis de ses clients qui s'approprient une part supérieure de cette valeur.

2.2. L'évaluation des coûts d'opportunité pour les différents types de ressources

Trois types de ressources ont été identifiés : les ressources apportées par les financiers (à caractère interne, selon le critère de contrôlabilité), qui permettent de financer l'actif économique (capitaux propres + dettes financières) au sens traditionnel, lequel est détenu en pleine propriété, les ressources en capital humain apportées par les salariés (considérées également comme internes) et les ressources externes apportées par les fournisseurs.

L'évaluation des charges d'opportunité pour ces différentes ressources doit se faire de façon homogène. L'homogénéité de traitement, en l'occurrence, consiste à rapporter les charges explicites induites à l'ensemble des ressources mobilisées de façon à déterminer les charges d'opportunité. La solution retenue apparaît de même nature que celle adoptée pour les ventes sauf que les charges d'opportunité sont fondées sur le *benchmark* constitué par le ratio le plus faible (charges explicites/ressources mobilisées), de façon symétrique à la solution retenue pour les ventes d'opportunité. Le fait de rapporter l'ensemble des ventes et des charges à la totalité des ressources mobilisées revient à procéder à un ajustement par la taille, celle-ci étant mesurée par l'ensemble des ressources (ou de la valeur de l'ensemble des actifs).

2.2.1. L'évaluation des charges d'opportunité pour les ressources humaines

Par analogie à la première méthode proposée pour déterminer les ventes d'opportunité et, finalement, non retenue, il aurait été possible d'évaluer le salaire moyen au sens large (charges salariales/nombre de salariés) par constructeur, puis de retenir, pour évaluer les charges d'opportunité, le salaire moyen le plus faible. Par exemple, le salaire moyen le plus faible s'obtient pour Fiat. Dans ce cas, pour ce constructeur, les salaires d'opportunité sont

égaux aux salaires explicites et, pour les autres firmes, ils s'obtiennent en pondérant les salaires explicites par un ratio exprimant le surcoût salarial relatif. Par exemple, pour Renault, les salaires d'opportunité seraient égaux (tableau 5) à $5\,426\,000 \times (39,44/41,56) = 5\,149\,538$ K€. Ces salaires d'opportunité représentent les salaires que verserait Renault s'il rémunérait ses salariés au même salaire moyen que Fiat, lequel est supposé représenter le salaire minimum acceptable (autrement dit, le salaire de réservation) par les salariés dans le secteur.

Cette méthode, cependant, n'a de sens que si la productivité des salariés est similaire entre firmes, autrement dit, s'il y a peu de différence de qualité entre salariés. Or, tel ne semble pas être le cas puisque, par exemple, le ratio chiffre d'affaires/salariés de BMW est supérieur de 79 % à celui de Peugeot, ce qui peut justifier le fort écart de salaire moyen entre les deux constructeurs. Il serait donc peu justifié de prendre le *benchmark* constitué par Fiat pour évaluer les salaires d'opportunité pour BMW, qui pratique, en outre, des choix d'intégration très différents, lesquels ont des conséquences sur les politiques de ressources humaines, notamment salariales.

Pour réduire ce biais, il a semblé préférable d'opter pour une autre méthode consistant à choisir comme *benchmark* le ratio salaires explicites/ressources mobilisées, qui permet de neutraliser, au moins en partie, les choix différents d'intégration et qui apparaît moins sensible aux différences de qualité de la main d'œuvre. Ainsi, sur la base de ce ratio, le concurrent qui présente le coût relatif le plus faible est Fiat avec 0,92 %, ratio qui servira de *benchmark*. Les salaires d'opportunité pour Renault s'obtiennent alors en corrigeant les salaires explicites par le différentiel de coût (tableau 5), soit $4\,944\,674$ K€ = $5\,426\,000 \times (0,92\% / 1,01\%)$. Cette solution a, de plus, l'avantage de retenir comme base d'évaluation, la totalité des ressources mobilisées, comme pour l'évaluation des ventes d'opportunité ; autrement dit, le désavantage comparatif en termes de coûts salariaux est mesuré directement par rapport aux ressources mobilisées. Pour exprimer différemment la même idée, l'évaluation du *benchmark* salarial, relativement à l'ensemble des ressources mobilisées, permet d'évaluer le potentiel d'amélioration de la performance par réduction des salaires au niveau des salaires d'opportunité²⁷.

²⁷ Dans une situation de concurrence sur un marché « global », cela signifie que les salaires d'opportunité sont déterminés par rapport aux pays où la main d'œuvre est la moins rémunérée. Autrement dit, on considère que les salariés des pays plus développés s'approprient alors une partie de la valeur partenariale. Cela n'implique pas, cependant, que la firme qui abandonnera le moins de rentes aux salariés s'appropriera davantage de valeur car la rémunération des salariés, par ailleurs, peut influencer le niveau des ventes d'opportunité. Ainsi, BMW qui, pourtant, laisse une proportion importante de sa valeur partenariale à ses salariés, parvient à s'approprier une part importante de cette valeur (cf. tableau 9). Inversement, pour Fiat, même si ses salariés ne parviennent pas à s'approprier une part de la valeur partenariale, l'entreprise n'y arrive pas non plus.

Tableau 5 : Évaluation des charges salariales d'opportunité et de la valeur revenant aux salariés (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Méthode 1 : salaire moyen					
Coût salarial moyen	41,10	41,56	39,44	41,05	73,54
Salaires explicites	8 516 000	5 426 000	6 369 000	14 060 000	7 154 000
Salaires d'opportunité évalués au coût salarial moyen le plus faible	8 171 553	5 149 538	6 369 000	13 507 593	3 836 607
Valeur appropriée par les salariés = CE - CO	344 447	276 462	0	552 407	3 317 393
Méthode 2 : coût salarial rapporté aux ressources mobilisées					
Salaires explicites/Ressources mobilisées	1,09 %	1,01 %	0,92 %	1,05 %	1,19 %
Salaires d'opportunité évalués en fonction du ratio salaires explicites/ressources mobilisées	7 245 290	4 944 674	6 369 000	12 391 806	5 561 132
Valeur appropriée par les salariés = CE - CO	1 270 710	481 326	0	1 668 194	1 592 868

Comme le montre le tableau 5, le passage d'une méthode à l'autre, s'il bouleverse peu la hiérarchie des constructeurs, a une influence assez sensible sur l'estimation de la valeur que s'approprient les salariés.

2.2.2. L'évaluation des charges d'opportunité pour les apporteurs de ressources externes

Une première solution pour évaluer le *benchmark* en matière d'évaluation des coûts d'opportunité pour les apporteurs de ressources externes consiste, *a priori*, à retenir le ratio consommations externes explicites sur ventes explicites le plus faible. Ce raisonnement ignore aussi le biais associé au degré différent d'intégration présenté par les firmes. Pour réduire ce biais, on peut recourir de nouveau à la seconde méthode adoptée pour évaluer les salaires d'opportunité, en rapportant les consommations externes explicites aux ressources mobilisées et en choisissant, également comme *benchmark*, le ratio le plus faible.

Tableau 6 : Évaluation des consommations externes d'opportunité et de la valeur appropriée par les fournisseurs (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Consommations externes explicites	41 931 000	28 153 000	38 759 000	71 839 000	30 732 000
Consommations externes /Ressources mobilisées	5,34 %	5,26 %	5,62 %	5,35 %	5,10 %
Consommations externes d'opportunité évaluées en fonction du ratio consommations externes explicites/ressources mobilisées	40 039 011	27 325 320	35 196 448	68 479 755	30 732 000
Valeur appropriée par les fournisseurs = CE - CO	1 891 989	827 680	3 562 552	3 359 245	0

Le *benchmark* en matière de consommations externes s'obtient pour BMW avec un ratio de 5,1 %. Au vu de cette valeur, les consommations externes d'opportunité pour Renault sont de 27 325 320 K€ = 28 153 000 x (5,1 % / 5,26 %), c'est-à-dire égales au montant des consommations explicites multiplié par le rapport des ratios consommations externes/ressources mobilisées entre Renault et la firme *benchmark*.

2.2.3. L'évaluation des coûts d'opportunité pour les apporteurs financiers

L'évaluation des charges d'opportunité pour les apporteurs financiers pose un problème particulier dans la mesure où leur rémunération explicite sous forme de charges effectives (décaissables) est généralement sous-évaluée, notamment, si on la compare à ce que serait le loyer versé pour disposer des mêmes actifs. La réintégration des dotations, de façon à reconstituer le loyer équivalent qui serait versé en cas de location, permet de se rapprocher du véritable coût supporté. Sur la base de ce loyer reconstitué, il est alors possible de pratiquer une évaluation similaire à celle qui a été conduite pour les salariés et les fournisseurs en retenant, pour évaluer les charges d'opportunité, le ratio « loyer reconstitué /ressources mobilisées » le plus faible parmi les constructeurs.

Comme on dispose pour les ressources levées sur les marchés financiers de modèles tels que le Medaf qui permettent d'estimer le coût moyen pondéré du capital (CMP) pour les différentes firmes, on peut s'interroger pour savoir s'il ne serait pas préférable de recourir à une méthode s'appuyant sur le CMP pour évaluer le coût d'opportunité des ressources financières. Il suffirait, par exemple, d'évaluer l'annuité équivalente qui permettrait, sur la durée de vie de l'actif économique, avec un taux d'actualisation égal au CMP, d'amortir ce même actif. Cette méthode fait resurgir, cependant, les problèmes de la durée de vie à retenir pour l'actif économique et de l'évaluation du CMP sur la base du Medaf. Tout en apportant une complexité supplémentaire, il n'est pas sûr qu'elle soit plus précise. De plus, elle a l'inconvénient de rompre l'unité de la méthode utilisée pour les différentes catégories de ressources. *A contrario*, le choix opéré, s'il a l'avantage de l'homogénéité, conduit à ne pas faire d'ajustement – tout au moins explicite – pour le risque dans l'évaluation du coût d'opportunité et, donc, à surestimer la valeur que s'approprient les apporteurs de ressources financières.

Tableau 7 : Évaluation des charges financières d'opportunité et de la valeur appropriée par les financiers (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Charges financières explicites (1)	3 688 677	3 326 225	3 470 480	7 195 013	4 493 293
Charges financières explicites/Ressources mobilisées	0,47 %	0,62 %	0,50 %	0,54 %	0,75 %
Charges financières d'opportunité évaluées en fonction du ratio charges financières explicites/ressources mobilisées	3 688 677	2 517 402	3 242 546	6 308 840	2 831 250
Valeur appropriée par les financiers = CE - CO	0	808 823	227 934	886 173	1 662 043

(1) Évalué par frais financiers (après impôt) + dividendes + dotations. L'évaluation est faite de façon à raisonner de façon analogue à une firme qui louerait ses actifs. Il s'agit donc de reconstituer au mieux l'équivalent du loyer qui serait déterminé à partir du CMP du loueur, si l'actif économique était loué, la rentabilité requise par le loueur représentant le coût pour le locataire. Bien entendu, ce coût « réel » ne correspond pas à un flux de trésorerie, les dotations n'ayant pas un caractère décaissable. Ces dernières resteront, en conséquence, sous le contrôle des dirigeants.

2.3. La valeur partenariale comme différence entre ventes d'opportunité et charges d'opportunité

Une fois évalués les ventes d'opportunité et les coûts d'opportunité, la valeur partenariale s'obtient directement par différence entre les ventes d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité (tableau 8).

Tableau 8 : Évaluation de la valeur partenariale créée par les différents constructeurs (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
Ventes d'opportunité	59 658 527	40 715 000	52 443 059	102 035 521	45 790 987
Charges d'opportunité	50 972 978	34 787 396	44 807 994	87 180 401	39 124 382
- Consommations externes d'opportunité	40 039 011	27 325 320	35 196 448	68 479 755	30 732 000
- Salaires d'opportunité	7 245 290	4 944 674	6 369 000	12 391 806	5 561 132
- Charges financières d'opportunité	3 688 677	2 517 402	3 242 546	6 308 840	2 831 250
Valeur partenariale VP = VO - CO	8 685 549	5 927 604	7 635 065	14 855 119	6 666 605
Valeur partenariale / Ventes d'opportunité	14,56 %	14,56 %	14,56 %	14,56 %	14,56 %
Valeur partenariale / Ressources mobilisées	1,11 %	1,11 %	1,11 %	1,11 %	1,11 %
Valeur partenariale / Valeur partenariale secteur	19,84 %	13,54 %	17,44 %	33,94 %	15,23 %

La valeur partenariale représente la valeur créée pour 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. Pour la firme, il s'agit donc d'une valeur *potentiellement* appropriable *via* l'amélioration de son pouvoir de négociation vis-à-vis de ses partenaires. Autrement dit, la valeur partenariale, pour la firme, permet de mesurer le manque à gagner en raison d'un pouvoir de négociation insuffisant, que ce soit par vis-à-vis des clients ou des apporteurs de ressources.

Compte tenu de la méthode utilisée et des hypothèses posées, à la différence de taille près, la valeur partenariale secrétée par chaque constructeur est la même puisque les ratios

ventes d'opportunité sur ressources mobilisées sont identiques et égaux à 1,11 % (cf. tableau 8). En revanche, une fois prises en compte les différences dans les montants des ressources mobilisées, on obtient des valeurs partenariales différentes. Ainsi, si on considère les deux firmes extrêmes en termes de création de valeur partenariale, Renault et Volkswagen, cette dernière pourrait produire environ 2,5 plus de valeur partenariale que Renault (près de 34 % de la valeur partenariale sectorielle pour VW, contre environ 13,5 % pour Renault).

La mesure de la valeur partenariale dépend de la délimitation du secteur puisqu'il suffit d'introduire une firme ayant un meilleur pouvoir de négociation vis-à-vis d'un des partenaires pour modifier les *benchmarks* retenus afin d'évaluer les éléments d'opportunité. On obtient alors une valeur partenariale différente, sans cependant que la hiérarchie existant entre les firmes, avant introduction de la firme supplémentaire, s'en trouve modifiée.

3. Appropriation de la valeur partenariale et dynamique de la création

Pour comprendre la création de valeur partenariale et sa dynamique, il faut, cependant, en raison des interactions entre création et appropriation, analyser la répartition de la valeur partenariale créée. Cette analyse sera conduite en trois temps. Premièrement, nous présenterons, à partir de l'exemple du secteur automobile, la répartition de la valeur partenariale entre les différents partenaires et l'intérêt de la démarche proposée en termes de diagnostic relativement à une analyse financière traditionnelle. Deuxièmement, une illustration à partir des comptes des différents constructeurs, sur plusieurs exercices, permettra de mieux mettre en évidence cet intérêt pour appréhender la dynamique de la création de valeur. Troisièmement, nous discuterons la notion de « valeur ajoutée partenariale » (VAP) relativement à la valeur partenariale créée et à la part que s'approprie la firme.

3.1. Répartition de la valeur partenariale et diagnostic de la création de valeur

La consolidation des tableaux présentés dans la deuxième partie permet d'estimer la structure de la répartition de la valeur partenariale pour les différents partenaires (clients, fournisseurs, financiers) et pour les différents constructeurs.

Tableau 9 : Répartition de la valeur partenariale entre les différents partenaires (2004 en K€)

Flux	Peugeot	%	Renault	%	Fiat	%	Volkswagen	%	BMW	%
Valeur partenariale	8 685 549		5 927 604		7 635 065		14 855 119		6 666 605	
<i>Répartition valeur partenariale</i>										
Clients	3 553 527	40,9 %	0	0,0 %	4 411 059	57,8 %	8 431 521	56,8 %	597 987	9,0 %
Fournisseurs	1 891 989	21,8 %	827 680	14,0 %	3 562 552	46,7 %	3 359 245	22,6 %	0	0,0 %
Financiers	0	0,0 %	808 823	13,6 %	227 934	3,0 %	886 173	6,0 %	1 662 043	24,9 %
Salariés	1 270 710	14,6 %	481 326	8,1 %	0	0,0 %	1 668 194	11,2 %	1 592 868	23,9 %
Total valeur répartie aux partenaires	6 716 226	77,3 %	2 117 829	35,7 %	8 201 545	107,4 %	14 345 132	96,6 %	3 852 898	57,8 %
Valeur non répartie (appropriée par la firme)	1 969 323	22,7 %	3 809 775	64,3 %	-566 480	-7,4 %	509 987	3,4 %	2 813 707	42,2 %
Éléments d'ajustement	-616 520	-7,1 %	-771 662	-13,0 %	-1 019 520	-13,4 %	-241 265	-1,6 %	-1 008 600	-15,1 %
Valeur non répartie ajustée = Résultat net – Dividendes (1)	1 352 803	15,6 %	3 038 113	51,3 %	-1 586 000	-20,8 %	268 722	1,8 %	1 805 107	27,1 %
Valeur non répartie ajustée / Ressources mobilisées	0,17 %		0,57 %		-0,23 %		0,02 %		0,30 %	
Valeur non répartie ajustée + dotations = autofinancement	4 476 803		5 304 113		582 000		6 759 722		5 391 107	
Résultat net	1 681 000		3 551 000		-1 586 000		560 186		2 222 000	

(1) Ce montant correspond au résultat mis en réserves.

La valeur partenariale créée par Volkswagen correspond à l'utilité qu'obtiendraient les clients s'ils accordaient la même utilité aux produits de cette marque qu'à ceux de Renault. Cette valeur, pour des raisons liées à un pouvoir de négociation inférieur, revient principalement (à concurrence de 56,8 %) aux clients de VW et non à VW elle-même. Quand Renault parvient à s'approprier 64,3 % de la valeur partenariale (hors ajustement), VW ne s'en approprie que 3,4 %. Pour prendre un exemple concernant les charges, si BMW avait le même niveau de coûts salariaux que Fiat, elle parviendrait à s'approprier près de 1600 M€ de valeur partenariale supplémentaire qui reviennent actuellement aux salariés²⁸.

L'important, cependant, n'est pas tant l'évaluation de la répartition de la valeur partenariale que le diagnostic qu'on peut établir à partir de la démarche proposée, comparativement à celui qui résulterait d'une analyse financière traditionnelle.

²⁸ L'évaluation de la VP apparaît assez peu sensible à l'hypothèse retenue pour le coût du capital humain. Avec un coût du capital humain de 11 %, les VP obtenues seraient de l'ordre de 91 % des valeurs obtenues avec les hypothèses retenues et les proportions des VP créées par chaque firme relativement à la VP du secteur resteraient quasiment inchangées. Par ailleurs, les firmes *benchmarks* retenues demeureraient les mêmes, sauf pour le cas des ventes d'opportunité où BMW rejoindrait Renault comme firme *benchmark*.

Tableau 10 : Indicateurs financiers traditionnels

	Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Résultat net /Capitaux propres	13,0 %	22,1 %	-31,1 %	2,3 %	12,7 %
EVA	284 467	1 238 614	-859 792	-1 448 431	660 348
EVA/AE	0,8 %	3,4 %	-3,9 %	-2,2 %	1,8 %
Résultat Économique/AE	5,3 %	8,8 %	1,0 %	1,5 %	7,4 %
CA explicite / AE	1,660	1,116	2,173	1,442	1,258
Résultat Économique / CA explicite	3,2 %	7,9 %	0,5 %	1,1 %	5,9 %
Consommations externes / CA explicite	74,7 %	69,1 %	80,7 %	76,7 %	68,0 %
Salaires / CA explicite	15,2 %	13,3 %	13,3 %	15,0 %	15,8 %
Frais financiers/CA explicite	0,7 %	2,1 %	4,0 %	0,7 %	1,8 %
Dotations / CA explicite	5,6 %	5,6 %	4,5 %	6,9 %	7,9 %

Notes : EVA *Economic Value Added* ; AE actif économique (capitaux propres + dettes financières) ; CA chiffre d'affaires

Comparons, par exemple, les situations de Renault et Fiat. Pour Renault, l'analyse financière traditionnelle permet de conclure à une bonne rentabilité des fonds propres, qui s'accompagne d'une EVA – donc d'une création de valeur actionnariale – importante. Inversement, les actionnaires subissent une forte perte pour Fiat et la destruction de valeur actionnariale apparaît sensible. Une analyse, du type chaîne de ratios, montrerait que ces performances sont dues, d'une part, à un différentiel de rentabilité économique, d'autre part, à un effet de levier financier qui joue positivement pour Renault et négativement pour Fiat. La meilleure rentabilité économique de Renault s'explique principalement par une meilleure marge économique due à des consommations externes proportionnellement plus faibles. Fiat, malgré une rotation des capitaux investis (CA explicite/AE) apparemment plus élevée (2,173 contre 1,116), obtient une performance très inférieure en raison d'une marge économique très réduite (0,5 % contre 7,9 %), cette faiblesse de la marge étant due à des consommations externes très importantes. Les choix faits en matière d'intégration semblent les déterminants principaux de ces différences, Renault étant apparemment davantage intégrée.

Comme on peut le constater, ce type d'analyse est déconnecté des relations qu'entretient l'entreprise avec ses différents partenaires – à l'exception des créanciers financiers – et de sa situation relative au sein du secteur. En particulier, il est impossible de trouver une véritable explication à la faiblesse de la rentabilité économique chez Fiat. Inversement, la démarche partenariale, d'origine contractuelle, permet d'inscrire le diagnostic en relation avec la position de l'entreprise dans la chaîne de valeur et de s'interroger sur les facteurs à l'origine des différentiels de pouvoirs de négociation des différents concurrents au sein du même secteur.

Dans le cadre de la démarche proposée, l'objectif de la firme (ou de ses dirigeants) étant de s'approprier le maximum de la valeur partenariale créée, l'interprétation se fera en fonction de ce critère. Comme, par ailleurs, cette valeur est secrétée non pas uniquement par

les capitaux propres mais par l'ensemble des ressources mobilisées, qu'elles soient internes ou externes, la performance sera évaluée par rapport à l'ensemble de ces ressources. Ainsi, si on rapporte le surplus dégagé – la valeur non répartie (ajustée) ou « appropriée » par la firme – à l'ensemble des ressources mobilisées, on obtient un indice positif de 0,57 % pour Renault, et à l'autre extrême, un indice négatif de -0,23 % pour Fiat (cf. tableau 9), ce qui confirme la sous-performance de ce dernier constructeur, mais avec une perspective différente, la conclusion de l'analyse traditionnelle étant établie par rapport aux seuls capitaux propres.

L'intérêt de la démarche est d'expliquer cet écart de performance en fonction des différences de position par rapport aux partenaires. Ainsi, pour Renault, le schéma de répartition de la valeur partenariale (tableau 9) montre que si les clients ne reçoivent rien de la valeur partenariale créée, les fournisseurs s'en approprient 14 %, les salariés 8,1 % et les financiers 13,6 %. La valeur que s'approprie Renault avant ajustement est de 64,3 % et de 51,3 % après ajustement, ce qui témoigne de sa bonne position par rapport à ses partenaires et à ses concurrents. Précisons, cependant, que le terme d'appropriation utilisé pour la firme est abusif dans la mesure où une véritable répartition implique la distribution (sous forme de décaissement) à une des parties prenantes, notamment aux actionnaires. Il serait plus fondé de parler, soit de valeur non répartie, soit encore de valeur en instance de répartition, l'important étant que cette valeur reste sous le contrôle des dirigeants. Pour Fiat, les clients s'approprient 57,8 %, les fournisseurs 46,7 %, les salariés rien et les financiers 3 %. La valeur que s'approprie la firme est négative de -7,4 % avant ajustement et de -20,8 % après ajustement. Une valeur négative signifie que, non seulement, Fiat ne s'est rien approprié au cours de l'année, mais au contraire qu'elle a dû prélever sur la valeur qu'elle s'est appropriée antérieurement pour pouvoir mener à bien ses transactions avec les différents partenaires. Ces chiffres conduisent à conclure que la bonne performance de Renault, comparativement à celle de Fiat²⁹, s'explique principalement par son meilleur pouvoir de négociation vis-à-vis des clients et des fournisseurs.

La prise en compte des mêmes chiffres pour les autres concurrents permet d'affiner le diagnostic. Par exemple, relativement aux clients, VW réalise une performance presque aussi médiocre que celle de Fiat (56,8 % contre 57,8 % de valeur appropriée par les clients) et le constructeur le plus proche de Renault est BMW avec 9 % de valeur appropriée par les clients. Rappelons que les différences de pouvoir de négociation peuvent être liées à des

²⁹ L'évaluation menée avec un coût du capital humain de 11 % modifie de façon mineure les structures de répartition, mais laisse inchangées les hiérarchies de position des firmes relativement aux différentes parties prenantes.

dimensions compétitives telles que la différenciation des produits ou, encore, de coûts de transaction. Relativement aux salariés, Fiat ne leur permet pas de s'approprier de la valeur, BWV étant la firme qui leur octroie, en pourcentage, le plus de valeur. Il est vraisemblable que les difficultés de Fiat la conduisent à être plus dure dans les négociations avec ses salariés ou à recourir à une main d'œuvre moins qualifiée, cette politique pouvant conduire à une dégradation de la performance. Inversement, le surplus important versé par BMW à ses salariés contribue peut-être à expliquer sa bonne performance. De nouveau, on constate que les dimensions création/appropriation de la valeur sont fortement imbriquées.

Concernant les financiers, les résultats obtenus dépendent, en particulier, de la politique de dividendes pratiquée, mais également du niveau des frais financiers fonction de la structure d'endettement et de la pratique des dotations que nous avons incluses dans les rémunérations explicites de façon à intégrer la consommation de capital financier dans les charges. Sur cette base, BMW et Renault apparaissent comme les constructeurs répartissant le plus, en pourcentage de la valeur partenariale, aux financiers, vraisemblablement en raison de leurs bons résultats. Toutefois, il faut préciser, compte tenu du caractère non décaissable des dotations, que la rémunération explicite apparaît ainsi fortement surestimée. De fait, la valeur que s'approprient les financiers a un caractère fortement différé. Et tant que cette composante différée n'a pas été distribuée effectivement aux apporteurs de capitaux, elle accroît le *slack* dont disposent les dirigeants.

Pour chaque type de ressource, la hiérarchie établie conduit à s'interroger, en relation avec la stratégie, sur l'origine des écarts de façon à les expliquer. Au-delà de l'explication de la performance relative de la firme à un moment donné, les différences permettent également de mettre en évidence les positions à améliorer et les gains possibles, conduisant ainsi naturellement à une perspective plus dynamique.

La démarche proposée aboutit également à une interprétation différente du résultat mis en réserves et de l'autofinancement. La part que s'approprie la firme, après prise en compte des ajustements, équivaut au résultat mis en réserve. Dans l'interprétation traditionnelle, cette mise en réserves renforce les capitaux propres et l'accent est mis sur la dimension patrimoniale actionnariale. Dans la démarche proposée, ce résultat mis en réserve contribue à « accroître »³⁰ le *slack*, la marge de manœuvre, dont disposent les dirigeants. Il s'agit d'une part de valeur partenariale dont les dirigeants diffèrent l'attribution aux parties-prenantes. Rien n'assure cependant, qu'ultérieurement, cette valeur reviendra aux actionnaires comme le

³⁰ Le terme « accroître » est ambigu et conduirait à faire croire que les réserves correspondent à des disponibilités. De fait, l'absence de distribution conduit à ne pas réduire le *slack* des dirigeants.

laisse présumer la représentation comptable traditionnelle. La mise en réserve comptable d'un résultat ne garantit en rien que les actionnaires toucheront *in fine* un flux de liquidités équivalent. En faisant apparaître une « appropriation » par la firme, différente de la représentation traditionnelle qui conclut à une appropriation par les actionnaires, la représentation partenariale lève cette ambiguïté. Enfin, si on corrige cette valeur appropriée par la firme, pour tenir compte du fait que les dotations n'ont pas un caractère de flux de trésorerie, on aboutit à une réinterprétation de l'autofinancement comme marge de manœuvre des dirigeants qu'ils peuvent utiliser pour réguler les relations avec les différents partenaires, c'est-à-dire éventuellement réviser les prix explicites des transactions ultérieures en des termes plus favorables aux acteurs assurant la contrepartie. L'autofinancement, dans cette analyse, n'est donc qu'un différé dans la répartition de la valeur partenariale, dû au caractère spécifique du financement par les actionnaires lequel, contrairement au financement par dettes financières, ne requiert contractuellement, ni rémunération, ni remboursement du capital³¹.

3.2. L'analyse dynamique de la valeur partenariale

Au-delà du diagnostic permis par l'évaluation de la valeur partenariale créée et de sa répartition sur un seul exercice comptable, on peut étendre cette évaluation sur plusieurs exercices de façon à expliquer l'évolution de la valeur partenariale sur le long terme, en fonction des modifications des positions de la firme par rapport à ses concurrents et à ses partenaires. Les tableaux de l'annexe donnent le détail de l'évolution des valeurs partenariales pour les différents constructeurs sur la période 2000-2004 et le tableau 11, la répartition en pourcentage de la valeur partenariale entre les différents partenaires pour la période 2000-2004.

Tableau 11 : Répartition de la valeur partenariale créée entre les différents partenaires (2000-2004)

	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
Clients	22,9 %	9,9 %	54,1 %	34,0 %	6,2 %
Fournisseurs	32,9 %	21,0 %	44,9 %	27,3 %	0,0 %
Financiers	0,0 %	10,2 %	14,0 %	10,9 %	26,5 %
Salariés	15,4 %	7,8 %	0,0 %	13,2 %	25,8 %
Total valeur répartie	71,2 %	48,9 %	113,0 %	85,4 %	58,4 %
Slack non réparti (résidu)	28,8 %	51,1 %	-13,0 %	14,6 %	41,6 %
Élément d'ajustement	-11,1 %	-13,1 %	-11,9 %	-5,5 %	-15,1 %
Slack non réparti ajusté	17,7 %	38,0 %	-24,9 %	9,1 %	26,5 %

³¹ Autrement dit, si à l'instar de ce qui se passe pour les créanciers financiers, la firme versait aux actionnaires un flux annuel, incluant le dividende et l'amortissement du capital, le *slack* dont disposeraient les dirigeants serait nul.

Les niveaux absolus de valeur partenariale varient en fonction de la taille des différents partenaires. Plus la taille est élevée, plus la valeur partenariale est forte, toutes choses égales par ailleurs. Ainsi, si VW génère la valeur partenariale la plus élevée du secteur, sur la période 2000-2004, correspondant à une part de 33,1 % de la valeur partenariale sectorielle, c'est en raison d'une taille plus importante (en termes de volume d'activité). Inversement, si Renault ne crée, en moyenne, que 13,5 % de la valeur partenariale sectorielle, c'est à cause d'une taille plus faible.

Les éléments les plus intéressants pour comprendre la dynamique de création et de répartition de la valeur sont, cependant, ceux liés à l'appropriation de la valeur. Illustrons-les à partir du cas de Renault. En termes de valeur appropriée, à l'exception de l'année 2001, la part que s'approprie Renault est allée en croissant. Cette amélioration est due, à l'exception de 2001, à une meilleure position vis-à-vis des clients ; en 2004, Renault apparaît même mieux placée que BMW. La position vis-à-vis des fournisseurs est plus fluctuante (en termes de pourcentage approprié) et relativement moins favorable quand on la compare à celle des autres concurrents, même si elle s'améliore en 2004. La part de valeur partenariale revenant aux salariés est la plus faible en moyenne après Fiat et semble relativement stable. Enfin, vis-à-vis des financiers, Renault apparaît également bien placée, 2^e après Peugeot, sur la période, même si cette position semble en détérioration. La position face aux financiers (en fait des actionnaires) est, cependant, à interpréter différemment de celle à l'égard des autres partenaires, les dividendes revenant aux actionnaires représentant une rémunération ajustée ex post, en fonction du résultat obtenu, contrairement à ce qui se passe pour des partenaires tels que les salariés par exemple. Pour ces derniers, l'ajustement de la rémunération peut se faire par anticipation en cours d'exercice ou ex post au cours de l'exercice suivant et, ceci, indépendamment du processus juridico-comptable de répartition du résultat constaté.

Il faut à nouveau souligner, si on veut appréhender correctement la dynamique de la création et de l'appropriation de la valeur, que ce qui importe, c'est la position relative par rapport aux concurrents. Il ne suffit pas d'améliorer sa propre performance, par exemple en termes de chiffre d'affaires rapporté aux ressources mobilisées, mais il faut l'améliorer par rapport aux concurrents. Comme le précisent Brandenburger et Stuart (1996, p. 11), « *value is created by the chain of players as a whole* ».

Tableau 12 : Valeur appropriée (ajustée) par les constructeurs en pourcentage des ressources mobilisées 2000-2004

En %	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2004	0,17 %	0,57 %	-0,23 %	0,02 %	0,30 %
2003	0,17 %	0,43 %	-0,28 %	0,05 %	0,29 %
2002	0,21 %	0,37 %	-0,55 %	0,18 %	0,00 %
2001	0,20 %	0,16 %	-0,09 %	0,19 %	0,29 %
2000	0,19 %	0,16 %	0,04 %	0,13 %	0,15 %

Le tableau 12 rapportant la valeur appropriée par les constructeurs aux ressources mobilisées est également révélateur de l'évolution des positions des différents constructeurs sur la période 2000-2004. Une explication précise des changements de cet indicateur global peut être recherchée en fonction des schémas d'appropriation de la valeur partenariale selon les constructeurs, notamment des pouvoirs de négociation vis-à-vis des clients, fournisseurs et salariés. La situation de Fiat apparaît particulièrement préoccupante. Le caractère fortement négatif de la valeur « appropriée » par la firme révèle, en outre, le caractère artificiel de l'appropriation apparente par les financiers (14 % de la valeur partenariale sur la période, tableau 11) due à l'intégration des dotations. De fait, le montant négatif de la valeur appropriée par la firme est à imputer sur l'appropriation apparente par les financiers et, plus exactement, par les actionnaires.

Illustrons, plus précisément, l'analyse dynamique de la valeur partenariale à partir de l'évolution de la création et de la répartition de cette valeur pour Renault, entre 2003 et 2004 (cf. tableau 13).

Tableau 13 : Analyse de l'évolution de la valeur partenariale de Renault 2003-2004 en K€

Renault	2004	2003	Var. 04/03	Écart 04-03
Valeur partenariale	5 927 604	5 140 368	15,31 %	787 236
Clients	0	265 785	-100,00 %	-265 785
Fournisseurs	827 680	1 235 002	-32,98 %	-407 322
Financiers	808 823	594 480	36,06 %	214 343
Salariés	481 326	382 894	25,71 %	98 432
Total valeur répartie	2 117 829	2 478 161	-14,54 %	-360 333
Valeur appropriée par la firme (avant ajustement)	3 809 775	2 662 207	43,11 %	1 147 568
Valeur partenariale secteur	43 769 943	38 569 815	13,48 %	5 200 127
Valeur partenariale firme/ valeur partenariale secteur en %	13,54 %	13,33 %		
Ressources mobilisées secteur	3 954 533 610	3 597 339 353	9,93 %	
VP secteur / Ressources mobilisées secteur	1,11 %	1,07 %		
Ressources mobilisées Renault	535 548 092	479 433 186	11,70 %	
VP Renault / Ressources mobilisées Renault	1,11 %	1,07 %		

La valeur partenariale du secteur s'est accrue de 13,48 %. Cet accroissement est dû à la croissance des ressources mobilisées dans le secteur mais également à une amélioration de la marge (ventes d'opportunité – charges d'opportunité) exprimée en pourcentage des ressources mobilisées au niveau du secteur, qui est passée de 1,07 % à 1,11 %. La position

relative de Renault s'est améliorée puisque sa propre valeur partenariale s'est accrue de 15,31 % contre 13,48 % pour celle du secteur. Cet accroissement, supérieur à celui du secteur, s'explique exclusivement par la croissance des ressources mobilisées qui ont augmenté de 11,70 %, soit un taux supérieur à celui du secteur qui est de 9,93 %, la variation de la marge d'opportunité, compte tenu de son mode d'évaluation, étant identique au niveau du secteur et à celui de la firme. En termes de valeur appropriée, Renault a augmenté sensiblement sa part qui, hors ajustement, est en hausse de 43,11 %. L'amélioration de la position vis-à-vis des clients et des fournisseurs a permis de répartir davantage de valeur au profit des financiers, des salariés et de la firme. Si on considère la structure de la répartition de la valeur partenariale (cf. annexe) pour Renault, entre 2003 et 2004, on constate que les pourcentages revenant aux clients et aux fournisseurs sont respectivement passés de 5,2 % à 0 % et de 24 % à 14 %. Inversement, les pourcentages appropriés par les salariés, les financiers et la firme ont, quant à eux, évolué de 7,4 % à 18,1 %, de 11,6 % à 13,6 % et de 51,8 % à 64,3 %.

3.3. Valeur partenariale créée et appropriée et valeur partenariale ajoutée

L'analyse de la valeur partenariale peut également être enrichie en mettant en relation la valeur partenariale créée relativement à la valeur ajoutée partenariale (VAP) par une firme. Conformément au raisonnement de Brandenburger et Stuart, la VAP pour une firme est égale à la valeur (partenariale) créée par l'ensemble des acteurs (joueurs) diminuée de la valeur (partenariale) créée par tous les autres acteurs. Il s'agit ici de la valeur ajoutée pour l'ensemble des acteurs du secteur, compte tenu de la présence de la firme dans le secteur. Pour mesurer cette valeur, il suffit d'évaluer ce que serait la valeur partenariale du secteur, avec et sans la firme, la différence correspondant à la valeur ajoutée.

Tableau 14 : Valeur partenariale créée et valeur partenariale ajoutée par les différents constructeurs (2004 en K€)

En k€	Toutes firmes	Hors Peugeot	Hors Renault	Hors Fiat	Hors VW	Hors BMW
Valeur partenariale sectorielle	43 769 943	34 037 000	34 447 921	33 200 698	28 914 824	31 922 543
Clients	16 994 095	13 440 567	13 599 677	12 583 036	8 562 574	16 396 107
Fournisseurs	9 641 466	7 749 477	8 813 786	6 078 913	6 282 221	4 460 672
Financiers	3 584 972	2 537 578	2 776 150	3 357 038	2 698 800	1 922 929
Salariés	5 013 097	3 742 387	4 531 771	2 078 918	3 344 904	3 420 230
Total valeur répartie (secteur)	35 233 630	27 470 010	29 721 384	24 097 906	20 888 499	26 199 938
		Peugeot	Renault	Fiat	VW	BMW
Valeur ajoutée		9 732 943	9 322 022	10 569 245	14 855 119	11 847 400
Valeur partenariale		8 685 549	5 927 604	7 635 065	14 855 119	6 666 605
VAP - valeur partenariale = VAP pour les autres constructeurs		1 047 394	3 394 418	2 934 180	0	5 180 795
Valeur non répartie (non ajustée)		1 969 323	3 809 775	-566 480	509 987	2 813 707
Valeur partenariale/VAP		89,24 %	63,59 %	72,24 %	100,00 %	56,27 %
Valeur non répartie (non ajustée)/VP		22,7 %	64,3 %	-7,4 %	3,4 %	42,2 %

Pour illustrer la démarche, considérons le cas de Renault. En raison de sa présence dans le secteur, Renault ajoute 9 322 022 K€ (cf. tableau 14), somme obtenue par différence entre la valeur partenariale sectorielle de 43 769 943 K€ et la valeur partenariale sectorielle hors Renault de 34 447 921 K€. Sur cette valeur ajoutée, 3 394 418 K€ représentent la valeur ajoutée appropriable par les autres constructeurs, laquelle représente une mesure des externalités produites par Renault vis-à-vis des autres concurrents du fait de sa présence dans le secteur.

Relativement à la valeur ajoutée sectorielle, la valeur partenariale créée par Renault n'est que de 63,6 %. Autrement dit, le constructeur ne peut s'approprier au maximum que cette proportion de la valeur ajoutée, le solde étant éventuellement appropriable par les autres firmes si elles accroissent leur pouvoir de négociation vis-à-vis des différents partenaires. Le fait que Renault offre le meilleur ratio Ventes d'opportunité/Ressources mobilisées permet surtout aux autres firmes, en raison de la hausse du *benchmark* due à la présence de Renault, de pouvoir s'approprier éventuellement davantage de valeur partenariale ; il y a un effet d'externalité lié à l'accroissement du niveau des ventes d'opportunité. Si les autres firmes avaient un pouvoir de négociation équivalent à celui de Renault, elles pourraient réduire la part de valeur partenariale revenant aux clients et accroître leur propre part. L'indicateur Valeur partenariale/VAP, varie inversement avec la force de la position relative de la firme vis-à-vis des différents partenaires. Ainsi, Renault et BMW, qui présentent les ratios les plus faibles, occupent les meilleures positions.

Le cas de VW mérite un commentaire particulier dans la mesure où son ratio Valeur partenariale/VAP est de 100 %. Ainsi, sa valeur ajoutée peut lui revenir intégralement et il n'y

a aucune externalité pour les autres constructeurs ; autrement dit, si VW sortait du secteur (et du jeu), la valeur partenariale sectorielle resterait identique. Ce résultat s'explique par le fait que VW, que ce soit au niveau des ventes ou des différentes catégories de charges, n'est jamais retenue comme *benchmark*. L'indicateur Valeur partenariale/VAP montre le potentiel d'accroissement de la valeur que peut s'approprier une firme. À l'évidence, une firme déjà performante dans ses relations avec les clients et les différents apporteurs de ressources offre moins de potentiel d'amélioration.

On peut également établir une relation entre le ratio Valeur partenariale/VAP et la valeur que s'approprie une firme. Comme le montre la dernière ligne du tableau 14 (à l'exception de Fiat), plus ce ratio est faible, plus le pourcentage de valeur partenariale que s'approprie la firme est élevé. Ce résultat s'explique aisément. Un ratio Valeur partenariale/VA faible exprime un fort effet d'externalité dû à une position de négociation forte vis-à-vis des partenaires – la firme est souvent *benchmark* ou proche du *benchmark* – et, par conséquent, elle est mieux à même de s'approprier une partie importante de la valeur partenariale qu'elle crée. Fiat fait exception à cette conclusion, car malgré une forte position par rapport aux salariés qui lui permet d'ajouter de la valeur pour les autres constructeurs, sa très faible position vis-à-vis des clients et des fournisseurs fait plus que compenser cette position favorable et, *in fine*, elle n'est pas à même de s'approprier une partie de la valeur partenariale qu'elle crée.

Ces indicateurs confirment le caractère interactif du processus de création de valeur qui dépend de la position de la firme au sein du secteur et des interactions se produisant tant avec les concurrents qu'avec les partenaires. Une firme, par ses actions, modifie certes la valeur qu'elle crée et s'approprie, mais également, les valeurs créées et appropriées par ses concurrents et le secteur tout entier. Ainsi, si Renault n'était pas présente dans le secteur, la valeur partenariale pour l'ensemble du secteur ne serait que de 34 447 921 K€ contre 43 769 943 K€.

4. Valeur partenariale, valeur appropriée par la firme et valeur actionnariale : quelles relations ?

Si l'objectif des dirigeants de la firme est de s'approprier le maximum de valeur ou plutôt de disposer du *slack* maximum – c'est-à-dire du montant de capitaux qu'ils contrôlent –, ce *slack* étant destiné, à un terme plus ou moins rapproché, à revenir à une des catégories de parties prenantes, plusieurs questions se posent. Premièrement, la mesure proposée de

l'appropriation de la valeur par la firme rend-elle véritablement compte du *slack*, c'est-à-dire de la latitude des dirigeants ? Deuxièmement, comment se positionne cet objectif de maximisation du *slack* relativement à l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur actionnariale ? Enfin, troisièmement, quelles sont les relations entre ces deux objectifs de pilotage et la valeur partenariale, laquelle peut être, *a priori*, pensée comme une mesure d'efficience globale pour l'ensemble des partenaires de la chaîne de valeur ?

La mesure du résidu que s'approprie la firme a été faite en évaluant un coût financier explicite intégrant les dotations aux amortissements, de façon à reconstituer au mieux le coût d'utilisation du capital financier à l'instar de ce qu'il serait si l'actif économique était loué. Cette mesure, cependant, introduit un biais dans le montant des capitaux dont disposent effectivement les dirigeants en raison du caractère non décaissable des dotations. Une mesure corrigée de la valeur appropriée par la firme, permettant de mieux rendre compte de cette latitude sous forme de *slack*, consiste, d'une part, à ajouter à la valeur appropriée par la firme, le montant des dotations de façon à revenir à l'autofinancement, d'autre part, à soustraire de ce dernier le montant des remboursements effectués aux créanciers financiers³². Le *slack* réel correspond alors à l'autofinancement diminué des remboursements d'emprunt.

Tableau 15 : Comparaison de la valeur partenariale, de l'EVA et de l'autofinancement (2004 en K€)

	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
Valeur partenariale	8 685 549	5 927 604	7 635 065	14 855 119	6 666 605
Valeur appropriée par la firme non ajustée	1 969 323	3 809 775	-566 480	509 987	2 813 707
Valeur appropriée par la firme après ajustement	1 352 803	3 038 113	-1 586 000	268 722	1 805 107
Autofinancement	4 476 803	5 304 113	582 000	6 759 722	5 391 107
Autofinancement - Remboursements	2 738 188	3 602 229	-769 578	3 340 962	3 858 720
EVA	284 467	1 238 614	-859 792	-1 448 431	660 348
Ratios					
Valeur partenariale/ Ressources mobilisées	1,11 %	1,11 %	1,11 %	1,11 %	1,11 %
Valeur appropriée par la firme non ajustée/ Ressources mobilisées	0,25 %	0,71 %	-0,08 %	0,04 %	0,47 %
Valeur appropriée par la firme après ajustement/ Ressources mobilisées	0,17 %	0,57 %	-0,23 %	0,02 %	0,30 %
Autofinancement/ Ressources mobilisées	0,57 %	0,99 %	0,08 %	0,50 %	0,90 %
(Autofinancement - Remboursement) / Ressources mobilisées	0,35 %	0,67 %	-0,11 %	0,25 %	0,64 %
EVA/Capitaux propres ³³	2,20 %	7,71 %	-16,86 %	-6,07 %	3,77 %

(1) Les remboursements d'emprunts, qui ne figurent pas dans Osiris, ont été estimés très grossièrement en évaluant une annuité constante sur une durée de dix années au coût de la dette supposé et en partant du montant de la dette financière, puis en soustrayant de cette annuité un montant de frais financiers égal au coût de la dette multiplié par le montant de la dette financière. Il en ressort vraisemblablement une sous-estimation

³² On retrouve ainsi la correction qui est parfois faite en analyse financière traditionnelle pour évaluer la capacité de remboursement de l'entreprise.

³³ Rapporter l'EVA, c'est-à-dire la valeur créée pour les actionnaires, aux capitaux propres permet d'avoir un indicateur relatif permettant de prendre en compte l'importance des capitaux investis.

Sur la base de cette mesure rapportée au montant des ressources mobilisées (cf. tableau 15), la latitude apparaît la plus élevée pour Renault, suivi de BMW, de Peugeot, de VW et, enfin, de Fiat.

Si, pour les différents ratios associés à l'appropriation, les hiérarchies restent identiques, les jugements émis peuvent cependant diverger. Ainsi, par exemple, pour VW alors qu'il apparaît y avoir destruction de valeur pour les actionnaires, les dirigeants conservent une marge de manœuvre qui s'explique par le différé de rémunération à l'égard des actionnaires. Si on interprète le *slack* en termes de *Free Cash Flow* à la Jensen (1986)³⁴, on retrouve la conclusion selon laquelle il faut forcer les dirigeants à reverser ce *Free Cash Flow* aux actionnaires pour rendre explicite leur rémunération et faire ainsi converger les deux objectifs : *slack* et valeur actionnariale.

Pour montrer que les différents critères sont loin de se comporter à l'identique, considérons le cas particulièrement illustratif de BMW entre 2000 et 2001 (tableau 16). Ce constructeur améliore sa valeur partenariale de plus de 29,36 %, soit un taux légèrement supérieur à celui du secteur. Cette amélioration ne profite cependant pas aux financiers dont l'appropriation baisse de 21,11 %. Elle profite aux salariés et surtout à la firme dont la valeur appropriée s'accroît de 235,04 %. En termes de *slack* (autofinancement – remboursement) l'augmentation est sensiblement moins importante tout en restant élevée +85,47 %.

Tableau 16 : Une illustration des contradictions possibles entre objectifs à partir du cas de BMW (2000-2001 en K€)

BMW	2001	2000	var. 01/00	Écart 01-00
Valeur partenariale	4 776 775	3 692 516	29,36 %	1 084 260
Clients	0	747 272	-100 %	-747 272
Fournisseurs	0	0	-	0
Financiers	1 144 556	1 450 856	-21,11 %	-306 300
Salariés	976 492	701 739	39,15 %	274 752
Total valeur répartie	2 121 047	2 899 867	-26,86 %	-778 819
Valeur appropriée firme (avant ajustement)	2 655 728	792 649	235,04 %	1 863 079
Autofinancement	3 713 886	2 762 442	34,44 %	951 444
Autofinancement - Remboursement	2 277 700	1 228 056	85,47 %	1 049 644
EVA	1 191 904	1 022 981	16,51 %	168 923
Valeur partenariale secteur	34 462 105	26 896 591	28,13 %	7 565 514
Valeur partenariale firme/ valeur partenariale secteur en %	13,86 %	13,73 %		

L'évaluation de l'EVA montre également une progression, sensiblement inférieure cependant à celle de la valeur partenariale et du *slack*. La convergence entre les objectifs,

³⁴ Cette interprétation peut, cependant, être considérée comme abusive, puisque, pour cet auteur, il n'y a *Free Cash Flow* que si le montant du *slack* est supérieur à la somme des investissements à VAN positive.

notamment entre la maximisation de la création de valeur pour les actionnaires et celle de la valeur appropriée par la firme, est donc loin d'être garantie.

Cette absence de convergence entre la valeur partenariale et les autres objectifs se comprend aisément si on revient sur l'origine d'un accroissement de la valeur partenariale créée par une firme dans la démarche utilisée. Paradoxalement, une entreprise peut voir sa valeur partenariale s'améliorer du seul fait qu'un concurrent propose une meilleure opportunité mais, dans ce cas, comme sa position relative se détériore, elle ne pourra pas s'approprier ce supplément de valeur partenariale qui reviendra à des partenaires externes.

Conclusion

Si, fréquemment, les arguments avancés pour justifier une approche partenariale de la gestion et de la gouvernance reçoivent un accueil favorable, notamment des dirigeants et des salariés, le développement d'une telle approche se trouve fortement handicapée par l'impossibilité présumée de mettre en œuvre une mesure de la valeur partenariale alors que la finance et la comptabilité, sous leurs formes traditionnelles, ont proposé de nombreuses mesures de la valeur actionnariale. Ajoutons, de plus, que l'intérêt d'une telle mesure, s'il est évident en relation avec une approche partenariale du management et de la gouvernance, ne disparaît pas pour autant si on conserve un objectif actionnarial dans la mesure où l'analyse de la création et de l'appropriation de la valeur partenariale peut contribuer à mieux comprendre la formation même de la valeur actionnariale, les outils comptables et financiers traditionnels étant dans l'incapacité d'expliquer la formation de cette valeur en relation avec la vision contractuelle de la firme et, surtout, de sa stratégie.

L'objectif de cet article était de proposer une méthode pour mesurer la valeur partenariale sur la base des principes contenus dans les articles de Brandenburger et Stuart (1996) et Charreaux et Desbrières (1998). Cette méthode, qui s'inscrit dans une logique sectorielle, a été appliquée au secteur automobile en tentant d'échapper autant que possible à la perspective actionnariale, notamment en faisant référence au départ à une firme qui louerait l'ensemble de ses facteurs de production.

Quels sont apparemment les principaux apports de la démarche proposée ?

Premièrement, en échappant à la représentation standard de la propriété, l'évaluation des ressources mobilisées, en fonction des trois catégories d'apporteurs de ressources (financiers, salariés, fournisseurs), montre le rôle limité des investisseurs financiers relativement à l'ensemble des capitaux dès qu'on intègre dans ces derniers le capital humain et les capitaux indirectement mis à disposition par les fournisseurs. Une telle évaluation

permet notamment de comparer plus significativement des entreprises dont les politiques d'intégration diffèrent sensiblement.

Deuxièmement, l'imbrication entre création et appropriation de la valeur apparaît au grand jour. Elle conduit, en particulier, à s'interroger sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme vis-à-vis de ses différents partenaires. Sur le plan dynamique, la méthode proposée permet de mettre en évidence le rôle joué par les interactions tant avec les concurrents qu'avec les partenaires dans la création et la répartition de la valeur partenariale.

Troisièmement, le rôle et la position des actionnaires sont vus sous un jour différent. À l'exception des dividendes, leur rémunération étant différée et incertaine, leur rôle est d'apporter de la flexibilité en permettant de retarder l'appropriation de la rente organisationnelle. Même si ce différé est également possible avec d'autres partenaires, la flexibilité est cependant moins grande vis-à-vis de ces derniers, tant en raison-même de la nature des contrats que de l'efficacité inférieure des marchés autres que le marché financier (si l'entreprise est cotée), ce dernier permettant par sa fonction d'évaluation élaborée, une meilleure préservation des droits des actionnaires. Dans une certaine mesure, on peut d'ailleurs souligner que le mouvement actuel de développement de la gouvernance actionnariale tend à remettre en cause la hiérarchie des différents partenaires en termes d'apporteurs de flexibilité puisque, à certains égards, il vise à faire assumer la fonction d'apporteur de flexibilité par d'autres partenaires que les actionnaires...

Quatrièmement, l'autofinancement est vu, à l'instar de l'analyse de Charreaux et Desbrières (1998), comme une forme de *slack* managérial (en le corrigeant éventuellement des remboursements d'emprunts), qui permet notamment aux dirigeants d'arbitrer plus aisément entre les exigences des différents partenaires.

L'apport principal, cependant, au-delà de l'aspect technique de l'article, semble cependant constitué par la modification radicale de l'analyse de la création et de la répartition de la valeur que permet la mise en œuvre de la mesure de la valeur partenariale.

L'article étant de nature exploratoire, les limites de la méthode proposée sont nombreuses. En particulier, les hypothèses qui ont permis d'évaluer la valeur partenariale appropriée par les différents partenaires peuvent être aisément critiquées. Il est également possible d'envisager d'autres modalités pour évaluer les prix et coûts d'opportunité, mais il semblerait que les conclusions de la méthode proposée soit assez peu sensibles, par exemple, au coût du capital humain retenu, le passage d'un coût du capital humain d'environ 4,8 % à

11 % ayant très peu d'influence³⁵. L'objectif, avant tout, était de poser les principes d'une démarche, les modalités d'évaluation des capitaux pouvant être assez facilement aménagées, par exemple, en estimant de façon plus fine les horizons pour les différentes catégories de ressources. Par ailleurs, ne l'oublions pas, les méthodes actionnariales traditionnelles font également appel à de nombreuses hypothèses contestables.

Les prolongements potentiels de la démarche proposée sont nombreux. Une première possibilité serait de s'interroger sur l'extension de la démarche à une évaluation de la valeur partenariale dépassant les frontières d'un seul secteur. Sur le plan technique rien ne s'y oppose *a priori* ; le fait de supposer, sur le plan économique, qu'il y a une concurrence généralisée entre les différents acteurs pour mobiliser des ressources et utiliser au mieux le capital investi n'a rien d'irréaliste. En revanche, l'interprétation en termes stratégiques des résultats trouvés devient très artificielle. L'intérêt d'une telle démarche est de s'interroger, en particulier, sur l'origine du pouvoir de négociation de la firme par rapport à ses partenaires en fonction de la structure du secteur et des avantages concurrentiels des différentes firmes concurrentes. De ce point de vue, la valeur partenariale offre un potentiel de connexion beaucoup plus important avec les notions de « valeur stratégique » (Teller, 1999) ou de « valeur substantielle » (Hoarau et Teller, 2001) que l'approche actionnariale.

Un deuxième axe de prolongement viserait à associer une telle démarche à des analyses du type *Balance Scorecard* – tableau de bord prospectif – en échappant à la subordination à l'objectif d'enrichissement des actionnaires et en disposant d'une mesure de la valeur appropriée par les différents partenaires. En ce sens, la démarche proposée nous semble plus adaptée à la mise en place d'un contrôle de gestion de type stratégique (Teller, 1999), que le *Balance Scorecard*, tout au moins sous sa forme actuelle.

Un troisième axe consisterait à perfectionner la démarche en définissant plus finement les catégories d'apporteurs de ressources, par exemple en distinguant les créanciers des actionnaires parmi les financiers et les dirigeants des salariés au sein du capital humain. Il est également possible de réfléchir à l'intégration de l'État comme apporteur de capital public, l'impôt rémunérant cette ressource. La reconnaissance explicite de cet apport permettrait de lutter contre la vision de l'État comme prédateur qui semble s'imposer actuellement, en négligeant les contreparties qu'il apporte en termes de protection des personnes, des biens, des échanges, de l'environnement et de formation du capital humain... Au-delà de l'Etat et des ressources publiques reste le problème de la prise en compte des ressources

³⁵ En supposant un coût du capital humain identique en termes de taux requis pour les différentes firmes. Des différences de taux requis entre firmes pourraient entraîner davantage de modifications.

environnementales et des parties prenantes non directement impliquées dans le processus productif. Une vision véritablement partenariale impliquerait de prendre en compte ce type de ressources et de redéfinir l'*output* en tenant compte des externalités (négatives et positives) produites.

Bibliographie

- Adner R. et Zemsky P. (2006), « A Demand-Based Perspective on Sustainable Competitive Advantage », *Strategic Management Journal*, vol. 27, p. 215-239.
- Alchian A.A. et Demsetz H. (1972), « Production, Information Costs, and Economic Organization », *American Economic Review*, vol. 62, n° 5, p. 777-795.
- Blöndal S., Field S. et Girouard N. (2002), « Investment in Human Capital through Post-compulsory Education and Training: Selected Efficiency and Equity Aspects », OECD Working Paper, ECO/WKP(2002)19, July.
- Brandenburger A.M. et Stuart H.W. Jr. (1996), « Value-Based Business Strategy », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 5, n° 1, Spring, p. 5-24.
- Charnes A., Cooper W. W., Rhodes E. (1981), « Evaluating Program and Managerial Efficiency: An Application of Data Envelopment Analysis to Program Follow Through », *Management Science*, vol. 27, n° 6, June, p. 668-697.
- Charreaux G. (2005), « La création de valeur par l'université : une perspective partenariale », in F. Le Roy et M. Marchesnay (Dir.), *La responsabilité sociale de l'entreprise*, Éditions Management et Société, p. 95-106.
- Charreaux G. et Desbrières Ph. (1998), « Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin, p. 57-88.
- Coff R.W. (1999), « When Competitive Advantage Doesn't Lead to Performance : The Resource-Based View and Stakeholder Bargaining Power », *Organization Science*, vol. 10, n° 2, March-April, p. 119-133.
- Coleman J.S. (1990), *Foundations of Social Theory*, Harvard University Press.
- Gervais M. (2005), *Contrôle de gestion*, 8e édition, Economica.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 323-329.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.
- Hansmann H. (1996), *The Ownership of Enterprise*, Boston and London : Harvard University Press.

- Hoarau Ch. et Teller R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert.
- La Villarmois (de) O. (1999), « La méthode DEA outil d'évaluation de la performance des agences bancaires », *Décisions Marketing*, n° 16, p. 39-51.
- Milgrom P. et Roberts J. (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall International Editions.
- Nalebuff B. et Brandenburger A. (1996), *Co-opétition*, Doubleday, trad. Française, La co-opétition, Editions Village Mondial, Paris, 1996.
- Porter M. (1985), *Competitive Advantage*, The Free Press, New York, trad. Française, *L'avantage concurrentiel*, InterÉditions, 1986.
- Strack R. et Villis U. (2002), « Rave : Integrated Value Management for Customer, Human and Invested Capital », *European Management Journal*, vol. 20, n° 2, April, p. 147-158.
- Teller R. (1999), *Le contrôle de gestion – Pour un pilotage intégrant stratégie et finance*, Éditions Management et Société.

Annexe – Évolution de la valeur partenariale pour les différents constructeurs de 2000 à 2004

2004	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
VP	8 685 549	5 927 604	7 635 065	14 855 119	6 666 605
Clients	3 553 527	0	4 411 059	8 431 521	597 987
Fournisseurs	1 891 989	827 680	3 562 552	3 359 245	0
Financiers	0	808 823	227 934	886 173	1 662 043
Salariés	1 270 710	481 326	0	1 668 194	1 592 868
Total valeur répartie	6 716 226	2 117 829	8 201 545	14 345 132	3 852 898
Slack non réparti (résidu)	1 969 323	3 809 775	-566 480	509 987	2 813 707
Element d'ajustement	-616 520	-771 662	-1 019 520	-241 265	-1 008 600
Slack non réparti ajusté = RN - Div	1 352 803	3 038 113	-1 586 000	268 722	1 805 107
VP secteur	43 769 943				
%/VP secteur	19,8%	13,5%	17,4%	33,9%	15,2%

2003	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
VP	7 567 010	5 140 368	7 265 007	12 829 972	5 767 458
Clients	1 223 885	265 785	2 756 631	4 966 953	0
Fournisseurs	3 283 387	1 235 002	3 550 704	3 582 701	0
Financiers	0	594 480	787 301	1 269 885	1 541 149
Salariés	1 250 983	382 894	0	2 067 020	1 756 610
Total valeur répartie	5 758 255	2 478 161	7 094 637	11 886 559	3 297 759
Slack non réparti (résidu)	1 808 755	2 662 207	170 370	943 413	2 469 699
Element d'ajustement	-639 952	-581 119	-2 070 370	-371 810	-915 225
Slack non réparti ajusté = RN - Div	1 168 803	2 081 088	-1 900 000	571 603	1 554 474
VP secteur	38 569 815				
%/VP secteur	19,6%	13,3%	18,8%	33,3%	15,0%

2002	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
VP	7 403 796	4 978 586	8 374 134	12 661 611	5 746 666
Clients	814 252	930 623	5 958 605	3 277 013	0
Fournisseurs	2 651 238	1 079 953	3 916 847	2 819 283	0
Financiers	0	389 197	1 132 464	813 503	1 131 738
Salariés	1 356 306	474 000	0	1 891 424	1 598 070
Total valeur répartie	4 821 797	2 873 773	11 007 916	8 801 223	2 729 808
Slack non réparti (résidu)	2 581 999	2 104 813	-2 633 782	3 860 388	3 016 858
Element d'ajustement	-1 220 197	-476 490	-1 514 180	-1 780 677	-1 345 770
Slack non réparti ajusté = RN - Div	1 361 803	1 628 322	-4 147 962	2 079 711	1 671 088
VP secteur	39 164 793				
%/VP secteur	18,9%	12,7%	21,4%	32,3%	14,7%

2001	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
VP	6 293 039	4 572 442	7 647 509	11 172 340	4 776 775
Clients	1 224 441	2 249 994	4 193 010	1 059 976	0
Fournisseurs	2 130 210	1 399 371	2 780 719	2 819 879	0
Financiers	0	404 018	2 287 583	2 056 104	1 144 556
Salariés	815 833	128 759	0	1 278 807	976 492
Total valeur répartie	4 170 484	4 182 143	9 261 312	7 214 766	2 121 047
Slack non réparti (résidu)	2 122 555	390 299	-1 613 804	3 957 574	2 655 728
Element d'ajustement	-690 664	440 302	789 440	-1 594 359	-1 100 842
Slack non réparti ajusté = RN - Div	1 431 891	830 601	-824 363	2 363 215	1 554 886
VP secteur	34 462 105				
%/VP secteur	18,3%	13,3%	22,2%	32,4%	13,9%

2000	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
VP	4 371 839	3 976 643	6 087 379	8 768 214	3 692 516
Clients	832 286	790 191	2 770 841	0	747 272
Fournisseurs	1 384 493	1 055 494	2 167 205	3 650 692	0
Financiers	0	243 525	1 949 237	2 364 044	1 450 856
Salariés	435 418	233 383	0	875 215	701 739
Total valeur répartie	2 652 197	2 322 593	6 887 283	6 889 950	2 899 867
Slack non réparti (résidu)	1 719 642	1 654 049	-799 904	1 878 264	792 649
Element d'ajustement	-639 740	-797 062	1 108 500	-323 971	-34 207
Slack non réparti ajusté = RN - Div	1 079 902	856 987	308 596	1 554 293	758 442
VP secteur	26 896 591				
%/VP secteur	16,3%	14,8%	22,6%	32,6%	13,7%

Annexe (suite) – Évolution de la valeur partenariale de 2000 à 2004 en pourcentage

Répartition VP en % VP	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2004					
Clients	40,9%	0,0%	57,8%	56,8%	9,0%
Fournisseurs	21,8%	14,0%	46,7%	22,6%	0,0%
Financiers	0,0%	13,6%	3,0%	6,0%	24,9%
Salariés	14,6%	8,1%	0,0%	11,2%	23,9%
Total valeur répartie	77,3%	35,7%	107,4%	96,6%	57,8%
Slack non réparti (résidu)	22,7%	64,3%	-7,4%	3,4%	42,2%
Element d'ajustement	-7,1%	-13,0%	-13,4%	-1,6%	-15,1%
Slack non réparti ajusté	15,6%	51,3%	-20,8%	1,8%	27,1%

Répartition VP en % VP	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2003					
Clients	16,2%	5,2%	37,9%	38,7%	0,0%
Fournisseurs	43,4%	24,0%	48,9%	27,9%	0,0%
Financiers	0,0%	11,6%	10,8%	9,9%	26,7%
Salariés	16,5%	7,4%	0,0%	16,1%	30,5%
Total valeur répartie	76,1%	48,2%	97,7%	92,6%	57,2%
Slack non réparti (résidu)	23,9%	51,8%	2,3%	7,4%	42,8%
Element d'ajustement	-8,5%	-11,3%	-28,5%	-2,9%	-15,9%
Slack non réparti ajusté	15,4%	40,5%	-26,2%	4,5%	27,0%

Répartition VP en % VP	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2002					
Clients	11,0%	18,7%	71,2%	25,9%	0,0%
Fournisseurs	35,8%	21,7%	46,8%	22,3%	0,0%
Financiers	0,0%	7,8%	13,5%	6,4%	19,7%
Salariés	18,3%	9,5%	0,0%	14,9%	27,8%
Total valeur répartie	65,1%	57,7%	131,5%	69,5%	47,5%
Slack non réparti (résidu)	34,9%	42,3%	-31,5%	30,5%	52,5%
Element d'ajustement	-16,5%	-9,6%	-18,1%	-14,1%	-23,4%
Slack non réparti ajusté	18,4%	32,7%	-49,5%	16,4%	29,1%

Répartition VP en % VP	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2001					
Clients	19,5%	49,2%	54,8%	9,5%	0,0%
Fournisseurs	33,9%	30,6%	36,4%	25,2%	0,0%
Financiers	0,0%	8,8%	29,9%	18,4%	24,0%
Salariés	13,0%	2,8%	0,0%	11,4%	20,4%
Total valeur répartie	66,3%	91,5%	121,1%	64,6%	44,4%
Slack non réparti (résidu)	33,7%	8,5%	-21,1%	35,4%	55,6%
Element d'ajustement	-11,0%	9,6%	10,3%	-14,3%	-23,0%
Slack non réparti ajusté	22,8%	18,2%	-10,8%	21,2%	32,6%

Répartition VP en % VP	Peugeot	Renault	Fiat	Volkswagen	BMW
2000					
Clients	19,0%	19,9%	45,5%	0,0%	20,2%
Fournisseurs	31,7%	26,5%	35,6%	41,6%	0,0%
Financiers	0,0%	6,1%	32,0%	27,0%	39,3%
Salariés	10,0%	5,9%	0,0%	10,0%	19,0%
Total valeur répartie	60,7%	58,4%	113,1%	78,6%	78,5%
Slack non réparti (résidu)	39,3%	41,6%	-13,1%	21,4%	21,5%
Element d'ajustement	-14,6%	-20,0%	18,2%	-3,7%	-0,9%
Slack non réparti ajusté	24,7%	21,6%	5,1%	17,7%	20,5%