

LA RÉPARTITION DE LA VALEUR PARTENARIALE : UN ESSAI D'OPÉRATIONNALISATION

OUBIHI JAMILA

*ENSEIGNANTE CHERCHEURE
ECOLE NATIONALE D'ARCHITECTURE, Agadir, Maroc*

Résumé : La gouvernance d'entreprise a développé des modèles de création de la valeur via plusieurs courants théoriques. Elle est ainsi passée d'une approche purement juridico-financière qui privilégie le modèle actionnarial à une approche élargie qui conduit au modèle partenarial. Le développement de la gouvernance d'entreprise a influencé le comportement des firmes envers ses différentes parties prenantes. En effet, la relation d'agent-principal a été dépassée. Les actionnaires ne sont plus supposés être les seuls créanciers résiduels. La création de valeur résulte des efforts conjugués de l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

Toutefois, l'approche partenariale de la gouvernance est encore en phase de développement. Son opérationnalisation est peu traitée dans la littérature. Elle présente des difficultés de mesure.

Cet article est de nature exploratoire. Son objectif est de proposer un essai de mesure de la valeur partenariale et de sa répartition en s'inspirant du modèle de Charreaux (2007) basé sur les travaux de Brandenburger et Stuart (1996). Notre modèle vient pour améliorer et développer la démarche au niveau des parties prenantes retenues et en termes du nombre de secteur d'activité pris en compte.

Mots-clés : Gouvernance d'entreprise ; valeur partenariale ; parties prenantes ; répartition de la valeur partenariale.

1. Introduction

Selon la théorie actionnariale de la gouvernance, l'objectif de l'entreprise est de maximiser la valeur créée au profit des actionnaires. Ces derniers sont considérés les seuls créanciers résiduels. Par conséquent, la firme se résume dans ce cas à la relation entre le dirigeant et les actionnaires. Une telle situation apparaît peu satisfaisante et peu convaincante. De ce fait, ce modèle traditionnel est réductionniste du gouvernement d'entreprise. En effet, la firme est plutôt composée d'un ensemble d'interactions entre différentes parties prenantes. Les actionnaires ne représentent qu'une seule catégorie d'apporteurs de ressources parmi d'autres (Aglietta et Rebérioux, 2004; Blair, 1995). S'intéresser uniquement à leurs intérêts présente le risque d'appauvrir l'entreprise à long terme. Cela s'explique par la captation de la totalité de la richesse créée par les actionnaires au détriment des autres partenaires de l'entreprise alors que ces derniers participent aussi à la création de la valeur. De surcroît, la performance de la firme ne se mesure pas uniquement par la valeur actionnariale. Ainsi, la conception de la gouvernance a dépassé, progressivement, la vision étroite en attribuant davantage de poids à la création de valeur pour les différentes parties prenantes, d'où l'émergence du modèle partenarial. Dans ce cadre, des recherches sur la gouvernance d'entreprise ont été étendues à l'ensemble

des partenaires de l'entreprise. À ce sujet, Charreaux (2002) mentionne que l'entreprise est considérée comme une équipe de production où la rente organisationnelle provient des synergies entre plusieurs facteurs de production. Ainsi, selon cette approche partenariale de gouvernance, l'apport des autres parties prenantes est pris en compte dans le processus de création et de répartition de valeur. Cela nous conduit à nous interroger sur la mesure de la valeur partenariale et de son appropriation par les parties prenantes. Ainsi, la question à laquelle nous cherchons apporter une réponse est : comment rendre possible l'opérationnalisation de la valeur partenariale ?

L'objectif de cet article est de proposer un essai de mesure de la valeur partenariale et de sa répartition en s'inspirant du modèle de Charreaux (2007) basé sur les travaux de Brandenburger et Stuart (1996). Notre modèle vient pour améliorer et développer la démarche de Charreaux au niveau du nombre et de la catégorie des parties prenantes retenues et en termes du nombre de secteur pris en compte.

L'article sera structuré en deux parties. Dans un premier temps, nous abordons le passage de la gouvernance actionnariale à la gouvernance partenariale et la méthode selon laquelle la valeur partenariale a été mesurée. Dans un deuxième temps, nous allons expliciter les étapes par lesquelles passent l'opérationnalisation de la valeur partenariale en les mettant en épreuve au moyen des données de deux sociétés appartenant au secteur des industries pharmaceutiques.

2. La création de valeur : de la valeur actionnariale à la valeur partenariale

2.1. La création de valeur : remise en cause du modèle actionnarial de gouvernance

La création de la valeur actionnariale représente l'approche la plus dominante de la gouvernance d'entreprise. Certes, l'objectif du modèle actionnarial est de mettre en place un certain nombre de mécanismes donnant lieu à discipliner le dirigeant et de limiter son espace discrétionnaire dans le but de sécuriser les investissements financiers (Zoukoua, 2006). Toutefois, malgré que ce modèle permet d'obtenir un indicateur opérationnel de l'efficacité des firmes avec simplicité, il ignore d'autres agents de la firme. Dans ce sens, Arrow et Debreu (1954), précisent que la défaillance du modèle réside dans l'incomplétude des contrats avec l'ensemble des acteurs et l'impossibilité de les formaliser ex-ante. Il se focalise sur la relation bilatérale directeurs-actionnaires. Par conséquent, il peine à expliquer la réalité du monde extérieur.

La vision actionnariale de la gouvernance est loin d'être articulée avec le concept de la responsabilité sociale de l'entreprise. Par conséquent, incapable de réagir face aux défis contemporains provenant de nouveaux acteurs (Bessire *et al.*, 2007). Dans le même ordre d'idées, Garvey et Swan (1994) contestent la maximisation de la valeur actionnariale en mettant en avant l'organisation interne de la firme. Pour eux, les problèmes de gouvernance deviennent importants uniquement lorsque les contrats sont incomplets. Par conséquent, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels. Ces deux auteurs ont contribué à développer une « vision plurielle » de l'entreprise où les différentes parties prenantes sont prises en considération et où se déroule un jeu coopératif entre ces acteurs (Aoki, 1984).

D'après Bessire *et al.* (2007), le modèle actionnarial n'est pas capable de faire face aux défis provenant de nouveaux acteurs, regroupés sous la nomination de « parties prenantes ». Cette limite est un appui à analyser la création de valeur dans deux courants différents de manière à chercher une alternative plus représentative de la réalité. A cet égard, la réflexion sur la gouvernance a été étendue à l'ensemble des parties prenantes.

2.2. La valeur partenariale : un essai de mesure basé sur les prix et coûts d'opportunité

Brandenburger et Stuart (1996) ont tenté de calculer la valeur partenariale en se basant sur l'analyse de la chaîne de valeur de Porter (1985). Selon leur raisonnement, la mesure de la valeur créée consiste à

évaluer la valeur générée par les clients à travers les "prix d'opportunité" et à quantifier la valeur consommée lors des transactions avec les fournisseurs via les "coûts d'opportunité".

Pour un client, le prix d'opportunité représente le montant maximum qu'il est disposé à payer pour un bien. En revanche, pour le fournisseur, le coût d'opportunité correspond au prix minimum qu'il accepte pour réaliser la transaction. La valeur partenariale se détermine en calculant la différence entre les prix d'opportunité et les coûts d'opportunité.

Par ailleurs, chaque partie prenante contribue à la création de la valeur de l'entreprise. À cet égard, Parrat (1999) propose des explications pour comprendre ces contributions. Ainsi :

- Pour les clients, il y a création de valeur lorsque l'entreprise leur vend le bien ou le service à un prix inférieur à leur coût d'opportunité.
- Pour les fournisseurs, la création de valeur se produit lorsque leurs prix de vente des biens et services à l'entreprise sont supérieurs à leur coût d'opportunité.
- En ce qui concerne les actionnaires, la richesse est créée lorsque la rémunération globale qu'ils perçoivent est supérieure à celle à laquelle ils pourraient s'attendre ailleurs.
- Pour les salariés, la valeur est créée lorsqu'ils perçoivent un salaire supérieur à leur coût d'opportunité.

Le raisonnement est similaire pour toutes les parties prenantes. La mesure de la création de valeur dépend des contributions de chaque partenaire. Ces derniers sont rémunérés en fonction de leur implication dans le processus de création de valeur.

Ainsi, en s'inspirant des travaux de Brandenburger et Stuart (1996), les deux auteurs Charreaux et Desbrières (1998), ont proposé une mesure de la valeur partenariale qui repose sur une évaluation globale de la rente créée par l'entreprise en prenant en compte les différentes parties prenantes et non seulement les actionnaires. Ces deux auteurs ont tenté de concrétiser ces calculs dans des situations de gestion. Selon eux, la valeur partenariale est créée lorsque l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité est positif. Pour ce faire, le dirigeant doit agir simultanément sur les prix et les coûts d'opportunité.

3. Etude de l'opérationnalisation de la valeur partenariale

3.1. Méthodologie de recherche

La complexité de la mesure de la valeur partenariale nous a poussé à privilégier une approche empirique basée sur une étude de cas. Ce choix s'explique par la nature de notre questionnement (comment) qui requiert l'utilisation de la méthode d'étude de cas (Yin, 2003). Cette méthode est jugée plus pertinente afin de mieux présenter la démarche de mesure de la valeur partenariale. De ce fait, nous nous sommes basées sur une étude de cas appartenant au secteur d'activité « industries pharmaceutiques » contenant deux sociétés qui sont cotées à la bourse des valeurs de Casablanca. Il s'agit « Photopharm » et « Sotherma ». Les informations nécessaires pour la mesure de la valeur partenariale ont été recueillies des documents publiés sur le site de la bourse des valeurs de Casablanca relatifs à l'année 2016.

La définition de la « partie prenante » proposée par Freeman (1984) laisse une vaste latitude à la firme ainsi qu'aux chercheurs dans la précision des partenaires à considérer. En se fondant sur cette définition, nous avons constitué une liste de six parties prenantes. Ainsi, pour calculer la valeur créée par les parties prenantes, nous avons retenu les partenaires les plus couramment évoqués et les mieux appréhendés par les pratiques managériales des firmes. Il s'agit des actionnaires, des clients, des fournisseurs, des salariés, des créanciers financiers, et de l'État. Nous les avons classés comme étant

des parties prenantes explicites. La possibilité d'évaluer la valeur créée pour les autres partenaires de l'entreprise est compromise par l'indisponibilité des informations requises.

Pour opérationnaliser le calcul de la valeur partenariale, nous nous sommes inspirées du modèle de Charreaux (2007). Toutefois, nous avons procédé à quelques améliorations. En effet, son modèle repose seulement sur quatre parties prenantes à savoir : les investisseurs financiers, les salariés, les clients et les fournisseurs. L'auteur a ignoré l'État comme partie prenante par raison de simplification. Il s'agit d'un modèle qui ne fait pas la distinction entre les apporteurs de capitaux. Quant à Khaldi (2014), il a rajouté à ces quatre acteurs, les actionnaires. Lui aussi a ignoré l'État. Pour notre part, nous enrichissons notre modèle par la distinction entre les apporteurs de capitaux, d'une part, et par le rajout d'une sixième partie prenante d'autre part. Il s'agit de l'État. Nous introduisons cet acteur vu le rôle qu'il joue dans l'économie marocaine. Également, le fait d'ignorer cette partie prenante, pourrait aboutir à une sous-estimation des ressources mobilisées par les sociétés cotées à la Bourse des valeurs de Casablanca.

Pour calculer la valeur partenariale, il faut tout d'abord déterminer les prix et les coûts explicites. Il s'agit des ventes explicites, des salaires explicites, des consommations externes explicites, des coûts de financement explicites, de la rémunération des actionnaires explicites et de la rémunération de l'État explicite. Pour ce faire, les ventes explicites correspondent au montant du chiffre d'affaires réalisé par l'entreprise. Les salaires explicites sont égaux à la somme des charges de personnel. Quant aux consommations externes explicites, elles englobent les dépenses permettant la production. Finalement, la rémunération de l'État explicite est composée des impôts qui lui sont versés.

Concernant la rémunération des apporteurs de capitaux, selon le modèle de Charreaux, le coût de financement englobe celui des deux parties prenantes à savoir les créanciers financiers et les actionnaires. Il correspond à la somme des intérêts corrigés de l'impôt, des dividendes et des dotations. Partant de la même logique du loyer, cet auteur suppose que la firme louait l'intégralité de l'actif physique. Les apporteurs de capitaux sont des « loueurs ». C'est la raison pour laquelle les dotations aux amortissements ont été incluses au coût de financement.

Pour notre part, nous avons distingué entre les deux catégories d'apporteurs de capitaux. En effet, l'homogénéité de traitement de notre modèle exige que nous séparions entre le coût de financement des créanciers financiers et celui des actionnaires. En raison de cette répartition, les dividendes sont rattachés à la rémunération explicite des actionnaires. En revanche, les intérêts correspondent à la rémunération explicite des créanciers financiers. Toutefois, qu'en est-il des dotations aux amortissements ? Pour gérer cette contrainte, ces dotations sont à répartir entre actionnaires et créanciers financiers à concurrence de la part de financement qu'ils ont assurée.

3.2. Résultats de la démarche de calcul de la valeur partenariale

Nous allons suivre un ensemble d'étapes de calcul de la valeur partenariale. Nous commençons par l'évaluation des prix et des différents coûts explicites. Ensuite, nous présenterons les ressources mobilisées dans une perspective partenariale. Puis, nous allons déterminer les indices de performance. Par la suite, nous procéderons à l'évaluation des prix et des coûts d'opportunité. Enfin, nous évaluerons la valeur partenariale par différence entre les ventes et les coûts d'opportunité et nous allons calculer la part de la valeur partenariale appropriée par chacune des parties prenantes.

3.2.1. Evaluation des prix et coûts explicites

Pour calculer la valeur partenariale, il faut tout d'abord déterminer les prix et les coûts explicites. Il s'agit des ventes explicites, des salaires explicites, des consommations externes explicites, des coûts de financement explicites, de la rémunération des actionnaires explicites et de la rémunération de l'État explicite.

Tableau 1 : Evaluation des prix et coûts explicites

	PROMOPHARM	SOTHERMA
Ventes explicites	529 788 922,38	1 326 382 534,53
Consommations externes explicites	306 936 333,07	904 280 475,57
Rémunération des Salariés explicites	95 811 501,47	173 301 483,86
Coût de financement explicites	303 096,45	18 858 779,99
Rémunération des actionnaires explicites	197 381 854,24	144 818 128,93
Rémunération de l'Etat explicite	43 272 336,54	67 848 191,68

Source : élaboration personnelle

3.2.2. Evaluation des ressources mobilisées

Les ressources mobilisées correspondent à la somme du capital financier, du capital humain et du capital externe. Nous avons utilisé le Coût Moyen Pondéré du Capital pour actualiser le capital humain et le capital externe. Ce choix s'explique par le fait qu'il s'agit d'un taux qui est habituellement adopté dans le processus de l'opération d'actualisation. Ce taux est obtenu en pondérant le coût des capitaux propres et le coût de la dette après impôt par leurs parts respectives dans les capitaux utilisés selon la formule suivante :

Avec :

Rc : Coût des capitaux propres

CP : Capitaux Propres

DF : Dettes Financières

Rd : Coût de la dette financière

T : Taux d'impôt

Le coût des capitaux propres (Rc) désigne la rentabilité requise par les actionnaires pour investir dans une société précise. Pour évaluer le coût des capitaux propres, les financiers font appel à des modèles actuariels ou au modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

Tableau 2 : Evaluation des ressources mobilisées

	PROMOPHARM	SOTHEMA
Capital financier	315 965 045,64	867 135 082,15
Capital humain	1 397 809 613,79	3 038 584 176,16
Capital externe	3 833 136 349,80	12 947 372 067,90
Total des ressources mobilisées (RM)	5 546 911 009,23	16 853 091 326,21

Source : élaboration personnelle

Le capital financier représente l'actif économique. Il est égal à la somme des capitaux propres et des dettes financières à court, moyen et long termes.

Le capital humain a été évalué de la même manière que Charreaux (2007). Celui-ci a pris la valeur actualisée des salaires explicites sur un horizon de 40 ans.

Le capital externe a été évalué en actualisant les consommations externes explicites sur un horizon moyen de 25 ans (Charreaux, 2007). Ces consommations externes sont composées pour moitié du capital humain et pour moitié du capital financier.

Les indices de performance sont obtenus par les rapports des : ventes, salaires, consommations externes, charges financières, rémunération des actionnaires et rémunération de l'État, explicites sur le

total des ressources mobilisées. Nous avons, ainsi, calculé six indices de performance pour chaque entreprise.

Tableau 3 : Evaluation des indices de performance

	Meilleur Indice de performance	Indice de performance de l'entreprise « PROMOPHARM »	Indice de performance de l'entreprise « SOTHEMA »
Ventes explicites/ RM	0.09551062	0.09551062	0.07870262
Charges salariales explicites / RM	0.01028306	0.01727294	0.01028306
Consommations externes explicites / RM	0.05365665	0.05533464	0.05365665
Charges financières explicites / RM	0,00005464	0,00005464	0.00111901
Rémunération des actionnaires explicite / RM	0.00859297	0.03558410	0.00859297
Rémunération de l'Etat explicite / RM	0.00402586	0.00780115	0.00402586

Source : élaboration personnelle

La société PROMOPHARM obtient un indice de performance de 9,55% obtenu du ratio ventes explicites/ressources mobilisées. Celui-ci présente un indice de référence qui servira pour évaluer les ventes d'opportunité.

Sur la base du ratio charges salariales explicites/ressources mobilisées, la société qui présente le coût relatif le plus faible est SOTHEMA avec 1,02 % ratio qui servira de *benchmark*.

Le benchmark en matières de consommations externes s'obtient pour SOTHEMA avec un ratio de 5,36%.

La société PHOTOPHARM présente le coût relatif le plus faible avec un ratio charges financières /ressources mobilisées de 0,005%.

Le ratio rémunération des actionnaires explicites/ressources mobilisées et le rations rémunération de l'Etat explicite /ressources mobilisées les plus faibles sont respectivement 0,85% et 0,40% appartenant à SOTHEMA.

3.2.3. Evaluation des ventes et des coûts d'opportunité

Les ventes d'opportunité et les différents coûts d'opportunité sont obtenus en multipliant les ventes, les salaires, les consommations externes, les charges financières explicites par le rapport de performance de l'entreprise la plus performante dans le domaine et de l'indice de performance de l'entreprise calculés dans l'étape précédente.

Tableau 4 : Evaluation des ventes et des coûts d'opportunité

	PROMOPHARM	SOTHEMA
Ventes explicites	729 788 922,38	1 326 382 534,53
	<u>0.09551062</u>	<u>0.09551062</u>
Indice de performance de référence/indice de performance de l'entreprise	0.09551062	0.07870262
Vente d'opportunité	729 788 922,38	1 609 649 240,38
Valeur appropriée par les clients	0	283 266 705,85
Salaires explicites	95 811 501,47	173 301 483,86
	<u>0.01028306</u>	<u>0.01028306</u>
Indice de performance de référence/indice de performance de l'entreprise	0.01727294	0.01028306
Charges salariales d'opportunité	57 039 263,01	173 301 483,86
Valeur appropriée par les salariés	38 772 238,5	0
Consommations externes explicites	306 936 333,07	904 280 475,57
	<u>0.05365665</u>	<u>0.05365665</u>
Indice de performance de référence/indice de performance de l'entreprise	0.05533464	0.05365665
Consommations externes d'opportunité	297 628 680	904 280 475,57
Valeur appropriée par les fournisseurs	9 307 653,07	0
Charges financières explicites	303 096,45	18 858 779,99
	<u>0,00005464</u>	<u>0,00005464</u>
Indice de performance de référence/indice de performance de l'entreprise	0,00005464	0.00111901
Charges financières d'opportunité	303 096,45	920 893,12
Valeur appropriée par les créanciers financiers	0	17 937 886,9
Rémunérations des actionnaires explicites	197 381 854,24	144 818 128,93
	<u>0.00859297</u>	<u>0.00859297</u>
Indice de performance de référence/indice de performance de l'entreprise	0.03558410	0.00859297
Rémunérations des actionnaires d'opportunité	47 664 446,72	144 818 128,93
Valeur appropriée par les actionnaires	149 717 407,50	0
Rémunération de l'Etat explicite	43 272 336,54	67 848 191,68
	<u>0.00402586</u>	<u>0.00402586</u>
Indice de performance de l'entreprise de référence	0.00780115	0.00402586
Rémunération de l'Etat d'opportunité	22 331 088,94	67 848 191,68
Valeur appropriée par l'Etat	20 941 247,59	0

Source : Résultats de l'étude

Il convient de signaler que le coût d'opportunité est obtenu par référence à la société qui présente les coûts explicites les plus faibles parmi les sociétés de l'échantillon. Par conséquent, ses coûts d'opportunité sont semblables à ses coûts explicites. Ainsi, la valeur qui sera attribuée à la partie prenante concernée sera nulle.

3.2.4. Evaluation de la valeur partenariale

La valeur partenariale est obtenue en faisant la différence entre les ventes d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité. La valeur partenariale des deux sociétés « PROMOPHARM » et « SOTHEMA » est présentée dans la tableau suivant :

Tableau 5 : Evaluation de la valeur partenariale

	PROMOPHARM	SOTHEMA
Ventes d'opportunité	729 788 922.38	1 609 649 240.38
Coûts d'opportunité		
Salaires d'opportunité	57 039 263.01	173 301 483.86
Consommations externes d'opportunité	297 628 680.00	904 280 475.57
Charges financières d'opportunité	303 096.45	920 893.12
Rémunération des actionnaires d'opportunité	47 664 446.72	144 818 128.93
Rémunération de l'Etat d'opportunité	22 331 088.94	67 848 191.68
Total	424 966 575,14	1 291 169 173,17
Valeur partenariale	304 822 347,26	318 480 067,21

Source : élaboration personnelle

3.2.5. Appropriation de la valeur partenariale

Après avoir déterminé les prix et les différents coûts d'opportunité, la valeur appropriée par les parties prenantes retenues (les clients, les fournisseurs, les salariés, les créanciers financiers, les actionnaires et l'État) s'obtient directement par la différence entre les coûts explicites et les coûts d'opportunité comme le montre le tableau suivant :

Tableau 6 : Répartition de la valeur partenariale entre les parties prenantes du secteur de l'industrie pharmaceutique

	PROMOPHARM	SOTHEMA	Valeur absolue	En %
Valeur partenariale	304 822 347,26	318 480 067,21	623 302 414,47	100%
Clients	0	283 266 705,85	283 266 705,85	45,44%
Salariés	38 772 238,50	0	38 772 238,50	6,22%
Fournisseurs	9 307 653,07	0	9 307 653,07	1,49%
Créanciers financiers	0	17 937 886,9	17 937 886,9	2,87%
Actionnaires	149 717 407,50	0	149 717 407,50	24,02%
Etat	20 941 247.59	0	20 941 247.59	3,35%
Total de la valeur partenariale répartie	218 738 546,66	301 204 592,75	519 943 139,41	83,41%
Valeur non répartie appropriée par la firme	86 083 800,60	17 275 474,45	103 359 275,05	16,58%

Source : Résultats de l'étude

Nous avons mesuré la richesse partenariale créée et celle revenant à chaque partie prenante en se basant sur la méthode proposée par (Charreaux, 2007). Elle s'appuie sur une approche sectorielle. La valeur créée par la firme représente la rente organisationnelle qu'elle a produite sur toute la chaîne de valeur

composée des différentes parties prenantes. D'après les résultats, la valeur partenariale créée est strictement positive et chacun des partenaires en reçoit une part strictement positive. Le tableau 6 expose les parts reçues par chaque partie prenante et la part non encore répartie que s'est appropriée les sociétés.

Par ailleurs, la valeur créée par a firme pour chaque partie prenante est obtenue par la différence entre la rémunération explicite qu'elle lui verse et celle qu'il pourrait percevoir (son coût d'opportunité). Les bénéficiaires de la rente organisationnelle sont avant tout les clients (45,44 %), puis les actionnaires (24,02 %) et les salariés (6,22 %), et enfin, dans une moindre mesure, l'Etat (3,35%), les créanciers financiers (2,87%) et les fournisseurs (1,49 %). Les dirigeants des deux sociétés du secteur industrie pharmaceutique gardent sous leur contrôle une part de la valeur créée (16,58%).

Le modèle de mesure de la valeur partenariale proposé par Charreaux, 2007 présente quelques avantages. D'une part, les actionnaires ne se distinguent pas des autres parties prenantes. Le statut du « créancier résiduel » n'est pas attribué seulement aux actionnaires. Ces derniers sont considérés comme de simples parties prenantes parmi d'autres. D'autre part, c'est un modèle flexible. Il présente l'avantage de la possibilité de l'adapter selon les objectifs de la recherche. En effet, normalement, il repose uniquement sur quatre parties prenantes à savoir les clients, les fournisseurs, les salariés et les créanciers financiers. Il est possible, en revanche, d'élargir ce nombre de parties prenantes. Ainsi, en plus de ces quatre partenaires, nous avons rajouté deux autres : les actionnaires et l'État.

4. Conclusion

Par opposition au concept de la "valeur actionnariale" a émergé celui de la "valeur partenariale". Les partisans de cette dernière considèrent que la valeur actionnariale oublie de prendre en compte les intérêts des autres parties prenantes de l'entreprise. En revanche, la firme est considérée comme un nœud de contrats variés entre les différentes parties prenantes.

Ainsi, en s'inspirant des travaux de Brandenburger et Stuart (1996), la mesure de la valeur partenariale, proposée par Charreaux (2007), repose sur une mesure globale de la rente créée par la firme tout en prenant en considération les différentes parties prenantes et non seulement les actionnaires. L'auteur a essayé de concrétiser ces calculs dans des situations de gestion. Il indique que la valeur partenariale est créée lorsque l'écart entre les ventes aux prix d'opportunité et les coûts d'opportunité est positif. Pour ce faire, le dirigeant a intérêt d'agir simultanément sur les prix et les coûts d'opportunité.

L'apport principal du présent article exploratoire réside dans son aspect technique. En effet, en se basant sur la méthode proposée par Charreaux (2007) à laquelle nous avons apportée des améliorations, nous avons essayé de mesurer la richesse partenariale créée totale et celle revenant à chaque partie prenante dans le secteur des industries pharmaceutiques.

Nous soulignons que la détermination de la valeur partenariale a été délicate et compliquée par rapport au calcul de la valeur financière. C'est la raison qui explique la rareté des études empiriques sur l'approche partenariale et l'abondance des recherches sur le modèle actionnarial.

Au-delà de l'évaluation de la valeur partenariale créée et de sa répartition sur un seul exercice comptable, nous pouvons étendre cette évaluation sur plusieurs exercices de manière à expliquer l'évolution de la valeur partenariale sur le long terme selon les positions de l'entreprise par rapport à ses parties prenantes.

BIBLIOGRAPHIE

- [1] Aglietta, M. et Rebérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*. Paris : Albin Michel.
- [2] Aoki, M. (1984). *The co-operative game theory of the firm*. Oxford : Oxford University Press.
- [3] Arrow, K. J. et Debreu, G. (1954). Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 265-290.
- [4] Bessire, D., Chatelin, C. et Onnee, S. (2007). Qu'est ce que une bonne gouvernance ? [Communication orale]. XXVIII ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers.
- [5] Blair, M. M. (1995). *Ownership and control : Rethinking corporate governance for the 21st century*. Washington : Brookings Institution.
- [6] Brandenburger, A. M. et Stuart, H. W. (1996). Value based business strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 5(1), 5-24.
- [7] Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). *Création de valeur et gouvernance d'entreprise*. Paris : Economica.
- [8] Charreaux, G. (2002). *Quelle théorie pour la gouvernance ? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive* Cahier de recherche du FARGO n° 0140101. Dijon.
- [9] Charreaux, G. (2007). La valeur partenariale : vers une mesure opérationnelle. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 13(1), 7-45.
- [10] Charreaux, G. et Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(2), 57-88.
- [11] Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Perspective*. Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.
- [12] Garvey, G. T. et Swan, P. L. (1994). The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 139-174.
- [13] Khaldi, M. A. (2014). *Impact des mécanismes de gouvernance sur la création et la répartition de la valeur partenariale*. [Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion], Université de Grenoble, Grenoble.
- [14] Parrat, F. (1999). Quand l'actionnaire pèse trop lourd. *L'expansion Management Review*(93), 81-88.
- [15] Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage*. New York : The Free Press.
- [16] Yin, R. K. (2003). Design and methods. *Case study research*, 3(9.2), 84.
- [17] Zoukoua, E.-A. (2006). *La Complementarite Des Approches Theoriques De La Gouvernance: Application Au Secteur Associatif*, Actes de 27ème Congrès Francophone de Comptabilité. Tunis.