

## La création de valeur actionnariale et la performance des entreprises cotées : Quels croisements des paradigmes théoriques ?

The creation of shareholder value and the performance of listed companies:  
What intersections of theoretical paradigms?

Auteur 1 : Hanane AAMOUM,

Auteur 2 : Soufiane NAKRI,

---

### Hanane AAMOUM

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Casablanca  
Université Hassan II  
Laboratoire de recherche en Ingénierie Scientifique des Organisations (ISO)

### Soufiane NAKRI

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion Casablanca  
Université Hassan II de Casablanca-Maroc  
Laboratoire de recherche en Ingénierie Scientifique des Organisations (ISO)

**Déclaration de divulgation** : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

**Conflit d'intérêts** : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

**Pour citer cet article** : AAMOUM. H & NAKRI. S (2023) «La création de valeur actionnariale et la performance des entreprises cotées : Quels croisements des paradigmes théoriques ? », African Scientific Journal « Volume 03, Numéro 19 » pp: 539 – 557.

Date de soumission : Juillet 2023

Date de publication : Août 2023



DOI : 10.5281/zenodo.8325269  
Copyright © 2023 – ASJ



## Résumé

Cet article théorique étudie la conception de la création de valeur actionnariale et la performance des entreprises cotées sous un paradigme financier et contractuel. Il vise de croiser les différentes théories contractuelles, financières et cognitives afin d'analyser la notion de la création de valeur actionnariale. Cette dernière constitue le meilleur indicateur pour mesurer la performance financière des entreprises. La valeur actionnariale est considérée comme l'un des principaux objectifs à atteindre par les dirigeants dans à un environnement caractérisé par une forte pression des marchés financiers et celle des actionnaires. Ce croisement théorique fait ressortir un ensemble de paradigme qui lève le voile implicitement et explicitement sur le concept de la valeur actionnariale et son lien avec la performance des entreprises cotées. Il s'agit notamment de la théorie financière de la firme qui décortique la création de la valeur pour les actionnaires sous un angle financier et comptable. Cette approche financière riche mais qui demeure incomplète pour encercler la notion de valeur actionnariale dans sa globalité. En effet, l'incomplétude de la théorie financière réside dans le fait qu'elle n'intègre pas dans sa conception générale le volet organisationnel et managérial. Pourtant, ces facteurs permettent d'analyser le concept de la valeur actionnariale sous un autre angle qui intéresse la majorité des études théoriques et empiriques. A cet effet, la mobilisation des théories contractuelles est jugée une étape indispensable qui s'inscrit dans le cadre de l'éclaircissement de la valeur actionnariale et la performance des entreprises tout en intégrant des mécanismes internes ou externes liés au management des organisations. Par ailleurs, et en dépit de la richesse des théories contractuelles, le paradigme cognitif s'impose afin de mener une analyse exhaustive de la création de valeur actionnariale.

**Mots clés :** La création de valeur actionnariale, la performance des entreprises, les théories financières de la firme, les théories contractuelles, l'approche cognitive

**Abstract :**

This theoretical article studies the conception of the creation of shareholder value and the performance of listed companies under a financial and contractual paradigm. It aims to cross the different contractual, financial and cognitive theories in order to analyze the notion of the creation of shareholder value. The latter is a fundamental and unavoidable factor in listed companies. Shareholder value is considered one of the main objectives to be achieved by managers in an environment characterized by strong pressure from the financial markets and from shareholders. This theoretical intersection brings out a set of paradigms that implicitly and explicitly lift the veil on the concept of shareholder value and its link with the performance of listed companies. These include the financial theory of the firm, which dissects the creation of shareholder value from a financial and accounting perspective. This rich financial approach but which remains incomplete to encircle the notion of shareholder value in its entirety. Indeed, the incompleteness of financial theory lies in the fact that it does not integrate the organizational and managerial aspect into its general conception. However, these factors make it possible to analyze the concept of shareholder value from another angle that interests the majority of theoretical and empirical studies. To this end, the mobilization of contractual theories is considered an essential step which is part of the clarification of shareholder value and business performance while integrating internal or external mechanisms related to the management of organizations. Moreover, and despite the richness of contractual theories, the cognitive paradigm is essential in order to carry out an exhaustive analysis of the creation of shareholder value.

**Keys words :** Shareholder value, the firm's financial theories, contractual theories, the cognitive approach

## Introduction

Face à un environnement volatile et plein de turbulences, caractérisées par une pression des marchés financiers et celle des actionnaires, la notion de la création de valeur actionnariale constitue aujourd'hui un facteur fondamental au sein des entreprises cotées. Elle est considérée comme l'un des principaux objectifs à atteindre par les dirigeants et les managers des grandes entreprises (Albouy, 2006). Ces dernières sont considérées comme des actifs qui génèrent des flux de liquidités au profit des actionnaires (Issor 2017). La performance s'explique alors par la capacité de l'entreprise à maximiser la valeur de ses actifs tout en s'alignant aux intérêts des actionnaires (Solhi et al, 2021).

La valeur actionnariale est l'un des concepts les plus anciens qui ne cesse de faire l'objet de recherches dans le domaine de la gouvernance. Depuis que Berle et Means (1932) ont levé le voile sur l'importance de la séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel, les questions liées à la création de valeur actionnariale et son estimation sont toujours des thématiques de réflexion dans les théories financières de la firme.

Le concept de la création de valeur trouve ses origines dans les sciences économiques puis il a été mobilisé dans les théories comptables et financières (Caby et Hirigoyen, 2005). Ces approches ont supporté le concept de valeur actionnariale. Ce soutien revêt un caractère irréversible dans toutes les approches transactionnelles de la firme à savoir la théorie de l'agence, de l'enracinement et celle de la gouvernance. Cette dernière dispose d'un arsenal organisationnel et stratégique capable de discipliner les dirigeants en limitant leur pouvoir discrétionnaire. Ce système de gouvernance épaulé par la théorie de l'agence permettrait d'analyser la relation qui existe entre la valeur actionnariale et ces théories contractuelles. S'y ajoute, l'enracinement des dirigeants, un paradigme qui a été également mobilisé pour appréhender cette corrélation avec la création de valeur actionnariale. Il s'agit d'un croisement des paradigmes théoriques mobilisés pour étudier les contributions des théories financières, contractuelles et cognitives au concept de la création de valeur actionnariale.

Traditionnellement, la théorie actionnariale est une approche basée sur la fameuse relation actionnaires-dirigeants qui explique que les actionnaires sont les propriétaires exclusifs de l'entreprise. Ils sont censés détenir l'intégralité des droits de décisions (Charreaux 1997). Plusieurs études ont montré que dans la théorie de la gouvernance, la maximisation de la valeur actionnariale est un critère d'évaluation unique et essentiel pour les décisions prises par les dirigeants. Ces derniers jouent un rôle central dans le processus de création de valeur (Charreaux 1997). Cependant, malgré la légitimité logique de la création de valeur

actionnariale, elle ne fait pas l'unanimité auprès de la communauté des chercheurs (Haoarau et Teller, 2001).

Par ailleurs, face à l'insuffisance des états financiers et comptables, les indicateurs liés à la valeur actionnariale -qui seront développés dans cet article- peuvent compléter et améliorer l'évaluation de la performance de l'entreprise. Cette dernière constitue la principale problématique contemporaine de la gouvernance de l'entreprise. Un système de gouvernance efficace permet d'atteindre une performance élevée qui pourrait par la suite garantir une rentabilité et une valorisation importante des actions au profit des actionnaires. Cependant, sur le plan empirique, la question de la performance en corrélation avec les théories contractuelles est problématique, voire complexe.

Ce papier s'articule autour de quatre parties. Dans un premier temps, nous allons définir le concept de la création de valeur actionnariale tout en le situant sous un paradigme financier et comptable qui reste largement abordé dans la littérature. Ce courant constitue un pilier nécessaire mais incomplet pour une analyse approfondie de la valeur actionnariale. Ce constat nous amène dans un deuxième temps à nous intéresser à la conception contractuelle à savoir : la théorie de l'agence, la théorie de l'enracinement ou celle de la gouvernance des entreprises. L'analyse de ces différentes approches nous pousse de creuser davantage afin d'identifier les indicateurs utilisés pour mesurer la valeur actionnariale dans les entreprises cotées dans une troisième partie. Pour appréhender la valeur actionnariale sous un paradigme managérial, l'analyse de l'approche cognitive s'impose comme un quatrième pilier pour faire le tour de la question.

## **1. Origine et définition de la création de la valeur actionnariale**

La « Shareholder value » ou la valeur actionnariale est un concept qui émane des études menées par les économistes américains Modigliani et Miller au début des années 60. Ensuite, cette approche a été développée par le chercheur Alfred Rappaport dans les années 80. Ces chercheurs partent du constat suivant : En ce qui concerne l'évaluation de l'entreprise d'un point de vue actionnarial, ce n'est pas le bénéfice réalisé qui intéresse, mais le rendement que l'actionnaire décroche en fonction de la part de ses investissements injectés.

Caby et Herigoyen. (2005) constatent que le concept de la création de valeur actionnariale a été utilisé en économie puis dans la théorie financière. Cette dernière constitue une source informationnelle privilégiée chez les financiers (Disle et Noel 2007). C'est ce qui explique l'évolution des exigences financières. Selon Gillet et Levasseur (2000), la comptabilité apporte une aide considérable à l'analyste financier afin de mesurer la valeur actionnariale. Cela montre que l'approche comptable et financière peut contribuer fortement à l'évaluation du concept de valeur actionnariale. En revanche, cette approche demeure incapable de cerner et d'analyser le concept de la création de valeur actionnariale dans sa globalité.

## **2. La création de valeur actionnariale sous l'angle de la théorie financière**

Le concept de la création de valeur actionnariale revêt plusieurs représentations dans la littérature (Agbodjo, 2015). Pour la théorie de la finance d'entreprise, la création de valeur actionnariale est un discours qui existe depuis longtemps et que l'objectif des dirigeants était toujours la maximisation de la valeur actionnariale (Albouy, 2006). Par conséquent, ce concept de la création de valeur actionnariale est un paradigme qui a dépassé les frontières de la performance financière basée sur des indicateurs économiques et comptables classiques. Au-delà de la performance financière, l'évaluation d'une entreprise s'articule également sur sa capacité à créer de la valeur pour les actionnaires dans le moyen et long terme. Autrement dit, la création de la valeur est la capacité de l'entreprise à satisfaire les attentes des actionnaires. Selon Caby et Herigoyen (2005), le concept de la création de valeur actionnariale est souvent corrélé à la valeur boursière ou encore à la valeur de l'ensemble des dividendes. Pour les analystes financiers, la valeur actionnariale constitue le meilleur indicateur pour mesurer la performance financière des entreprises. Il permet de juger une entité sur sa capacité de créer de la valeur pour ces actionnaires.

Fernandez (2002), souligne qu'il y a une création de valeur actionnariale quand le rendement des actionnaires dépasse les coûts des capitaux propres. L'auteur, ajoute que dans le cas contraire, il s'agit d'une destruction de la valeur. En effet, la création de la valeur pour les actionnaires s'explique par sa capacité de générer une rentabilité économique des capitaux investis supérieure aux coûts des ressources mobilisées. Pour Parienté (2000) « *une entreprise crée de la valeur si le capital laissé dans l'entreprise par les bailleurs de fonds rapporte davantage que ce qu'il coûte* ». Selon Sharma et Kumar (2010), la satisfaction des actionnaires est évaluée par la rémunération reçue suite à leurs investissements. Pour Fernandez (2002) et Stewart (1995), une entreprise crée de la valeur si le taux de rentabilité des investissements est supérieur à celui exigé par les apporteurs de capitaux. Jensen (1983) estime que les cash-flow réalisés se transforment en dividendes pour les actionnaires alors que les dirigeants souhaitent tirer profit de ces cash-flow. Ce qui lève le voile sur l'individualisme des dirigeants en maximisant leurs intérêts personnels.

Malgré la pertinence des théories financières de la firme, ces dernières présentent des limites qui peuvent impacter la création de valeur actionnariale au sein de l'entreprise. En effet, ces paradigmes n'intègrent pas dans leurs conceptions des déterminants à caractères organisationnels et managériels. Il s'agit notamment des relations qui existent entre les actionnaires et les dirigeants, la structure du capital et le conseil d'administration. Ces derniers ont été développés dans les théories contractuelles à savoir, la théorie de l'agence, de l'enracinement ou celle de la gouvernance des entreprises.

### **3. La création de valeur actionnariale sous le paradigme des théories contractuelles**

La théorie de l'agence, la théorie de l'enracinement et celle de la gouvernance se présentent comme des approches essentielles afin de compléter l'analyse de la création de valeur actionnariale et la performance des entreprises. Ces paradigmes contractuels étudient le concept de la création de valeur actionnariale sous un angle organisationnel et managériel à fort impact sur la performance de l'entreprise.

Les études menées par Berle et Means dans les années trente ont mis le curseur sur la propriété passive des actionnaires face à la propriété active des dirigeants. Cette relation conflictuelle a été l'élément déclencheur qui a donné naissance à la théorie de l'agence afin d'appréhender les différentes connexions qui existent entre les dirigeants et les actionnaires, appelée relation d'agence (Jensen et Meckling, 1976). Cette dernière constitue le fondement de la gouvernance actionnariale des entreprises tout en y apportant des solutions à cette relation. C'est ainsi que le

système de gouvernance est connecté à la création de valeur actionnariale. Selon Charreaux (2000), au départ, la gouvernance est liée au souci de sécuriser l'investissement des actionnaires dans les entreprises cotées et d'éviter que les objectifs personnels mènent à une moins grande création de valeur pour les actionnaires. La séparation des fonctions pourrait agir comme un frein à l'opportunisme des dirigeants et donc un outil de maximisation de la valeur créée (Wirtz, 2008). C'est pour cette raison que la théorie de la gouvernance a mis l'accent sur l'importance de la mise en place d'un système de récompense et de sanction (système incitatif) à l'égard des dirigeants afin de maximiser la valeur pour les actionnaires tout en offrant à l'actionnaire la possibilité de s'assurer d'avoir un rendement équitable à ses investissements (Charreaux 1997). Avant de décortiquer le corpus théorique de la théorie de la gouvernance et son lien avec la valeur actionnariale, il est nécessaire de lever le voile sur le système de gouvernance afin d'étudier ses différents composants et leurs impacts sur la valeur. Ce système est composé essentiellement d'un ensemble de mécanismes liant plusieurs parties (actionnaires, dirigeants, conseil d'administration...) afin de déterminer la stratégie et la performance d'une entité. Pour Charreaux (1997), le système de gouvernance est défini « comme un ensemble des mécanismes organisationnels qui gouvernent la conduite des dirigeants et définissent leur espace discrétionnaires ». Selon Caby (2005), « la gouvernance est venue mettre en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants pour lutter contre les déviations que ces derniers peuvent faire de diverses manières, à travers par exemple des stratégies d'enracinement, d'opportunismes, de recherche de croissance, etc... ».

### **3.1. La structure du capital et la création de la valeur actionnariale**

La théorie de l'agence considère la structure du capital comme un moyen de contrôle efficace de la gestion des dirigeants (Charreaux 1997). Jensen et Meckling (1976) ajoutent que la nature de l'actionnariat constitue un déterminant phare à l'égard de la création de valeur actionnariale. Les travaux de Berle et Means (1932) ont dévoilé que la dispersion du capital mène vers un déséquilibre du contrôle tout en impactant les résultats de l'entreprise. Shleifer et Vishny, (1989) confirment que la diffusion du capital entre plusieurs actionnaires contribue à une augmentation des coûts d'agence ce qui favorise l'enracinement des dirigeants et par conséquent la création de valeur actionnariale.

Par conséquent, la concentration du capital par un nombre limité des actionnaires facilite le contrôle des dirigeants (Chen, 1997 ; Gorton et Schmid, 2000). Un actionnariat majoritaire contribue à un contrôle pertinent alors qu'il sera coûteux pour les actionnaires minoritaire

(Rogers et al., 2007 ; Boubaker et El Houcine, 2013). La forte concentration actionnariale conduit à la performance des entreprises (Chen, 1997 ; Gorton et Schmid, 2000). Ce qui contribue à la diminution des coûts d'agence émanant de cette relation conflictuelle entre les actionnaires et les dirigeants tout en impactant la performance de l'entreprise (Denis, Macconnell, 2003).

D'autres chercheurs ont dévoilé également que la présence d'un actionnaire majoritaire augmente la probabilité de « turn-over » chez les dirigeants dans le cas d'une contre-performance puisque l'actionnaire majoritaire mesure directement la performance des dirigeants en fonction de la rentabilité des actifs et des actions (Denis, Denis et Sarin, 1997 ; Kaplan, 1994). D'autres chercheurs ont ajouté que la forte concentration actionnariale dans les grandes entreprises facilite l'expropriation, ce qui peut générer des conflits d'intérêts et par la suite une diminution de la performance des entreprises (Faccio et Lasfer, 2000). Un constat qui dévoile la relation négative entre la concentration du capital et la performance des entreprises (Beiner et al (2004) ; De-andres et al (2005).

A la lumière de ces résultats, il est clair qu'il existe une relation significative (positive ou négative) entre la structure du capital et la performance des entreprises (Tajer et al, 2021). En revanche, d'autres chercheurs ont contredit ce constat en dévoilant l'absence de significativité entre la concentration de l'actionnariat et la valeur de l'entreprise (Demsetz et Lehn, 1985 ; Lazarides et al, 2009).

Par ailleurs, Jensen et Meckling (1976) confirment qu'une propriété managériale importante permet d'instaurer un alignement des intérêts entre le dirigeant et les actionnaires. Cependant, une proportion du capital détenue par les dirigeants impliquera davantage l'agent à contribuer à la performance de l'entité et par la suite à la création de la richesse pour les actionnaires. Kelton et Yang (2008) estiment que la propriété managériale est fortement liée à des contraintes organisationnelles et stratégiques qui tournent autour de l'accroissement de l'innovation, la productivité et à la valeur de l'entité dans le long terme afin de remplir les objectifs fixés par les actionnaires. De même, un actionnariat salarial contribue à la réduction des coûts d'agence tout en favorisant une collaboration entre les actionnaires et les salariés (Desbrières, 2002, Gamble 2002 ; Florackis et al., 2009 ; Nicolas et al., 2016). Des études ont confirmé une relation positive entre l'actionnariat salarié et la performance de l'entreprise (Kruse et Blasi, 2000 ; Sasil et al, 2001 ; Kruse ; 2002).

Dans le cas où la structure de propriété est institutionnelle, elle peut contraindre les dirigeants détenant une part importante du capital à agir de façon à créer de la valeur pour les actionnaires.

En effet, les investisseurs institutionnels ont plus de poids et de moyens pour administrer la diversification des portefeuilles et leurs intérêts dans les entreprises cotées ce qui peut impacter positivement la performance de l'entreprise (Bianco et Casavola, 1999). Afin de profiter de la confiance de ces actionnaires, les dirigeants doivent agir pour le compte de ces derniers. Pound (1988) et McConnell & Servaes (1990) estiment que la propriété institutionnelle est utilisée comme un signal pour la valeur de l'entreprise. Plus l'actionnariat institutionnel est élevé, plus la performance de l'entreprise serait au rendez-vous. En revanche, d'autres auteurs ont confirmé l'absence de corrélation entre la présence des institutions et la performance des entreprises (Faccio et Lasfer, 2000).

### **3.2 Le conseil d'administration est au cœur de la création de valeur actionnariale**

La théorie de la gouvernance considère le conseil d'administration comme un mécanisme interne qui peut influencer la création de valeur pour les actionnaires. Des chercheurs considèrent le conseil d'administration comme un mécanisme de gouvernance important au niveau de la création de valeur pour les actionnaires (Fama et Jensen 1983). Ils considèrent le conseil d'administration comme le principal mécanisme interne de contrôle dans la théorie de la gouvernance. Il s'agit d'un lieu d'échange, de discussion et de suivi que les actionnaires peuvent proposer. Ils estiment aussi que le conseil d'administration se présente comme le mécanisme qui défend les intérêts des actionnaires et qui dispose d'un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants. Pour Charreaux (2000) « le conseil d'administration intervient en incitant les dirigeants à être performants, soit par les systèmes de rémunération, soit en menaçant de les évincer. Le conseil d'administration est considéré comme efficace si le coût qu'il induit est inférieur à la réduction de perte de valeur ». Cette dernière provient essentiellement d'un sous-investissement, d'un surinvestissement ou d'une stratégie d'enracinement des dirigeants. Cette théorie a pour idée de rendre le remplacement du dirigeant coûteux en réalisant des investissements idiosyncratiques. La notion d'enracinement introduite par Shleifer et Vishny (1989), consiste pour le dirigeant de minimiser son risque d'éviction, soit en accentuant le coût de cette mesure pour les actionnaires, soit en minimisant l'intérêt. Le dirigeant peut se présenter comme un composant créateur de la valeur pour les actionnaires via ses compétences managériales et la qualité des informations qu'il détient.

Adams et Ferreira (2007) confirment que la maximisation de la valeur actionnariale exige un conseil d'administration « contrôlant peu, voire passif » surtout dans les entreprises complexes qui sont caractérisées par une forte asymétrie d'information. Ils expliquent ceci par le fait que

les actionnaires doivent disposer d'une information fiable pour exercer leur fonction. « S'ils sont trop disciplinaires », ils seront incapables d'obtenir cette information de qualité et par la suite ils ne pourront pas apporter une valeur ajoutée à l'entreprise.

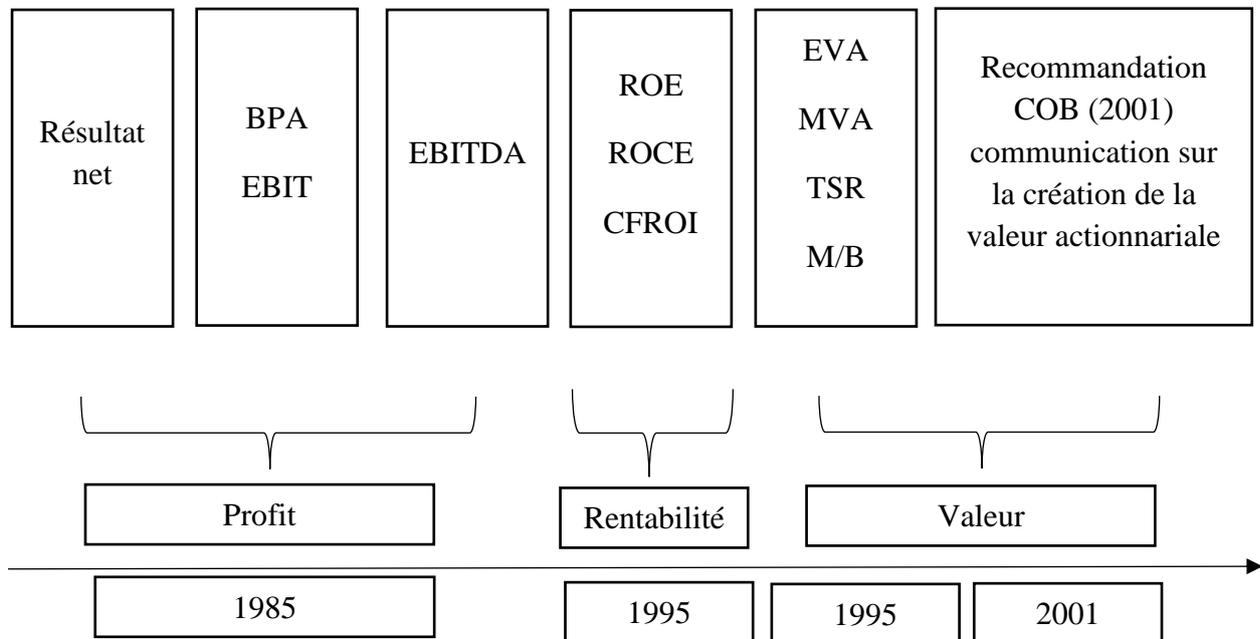
#### **4. La mesure de valeur actionnariale**

Selon Rousseau et Tabatoni (1998), il existe deux approches populaires les plus utilisées en management pour mesurer la création de valeur actionnariale. La première est celle développée par Rappaport (1986) qui repose sur l'actualisation des free cash flows. Alors que la deuxième popularisée par Stewart (1991) qui s'articule sur deux aspects : L'EVA (Economic Value Added) et la MVA (Market Value Added).

En ce qui concerne les indicateurs de mesure de la valeur actionnariale, ils se scindent en deux catégories. Les indicateurs de mesure de la valeur boursière et les indicateurs de gestion. Pour la première famille, elle intègre le retour sur investissement (Total Shareholder Return ou TSR), la valeur ajoutée de marché (Market Value Added ou MVA) et le ratio valeur marchande sur valeur comptable des fonds propres (Market to Book Ratio ou M/B). Quant à la deuxième famille, elle regroupe la valeur économique ajoutée (Economic Value Added ou EVA), le Cash-Flow Return on Investment (CFROI), et des différents taux de rentabilité (ROE, ROI, ROA). Les indicateurs boursiers sont liés aux marchés financiers alors que ceux de gestion sont des informations internes à caractère managérial qui assurent le bon pilotage de la performance de l'entreprise. Ces indicateurs ont été largement utilisés par plusieurs auteurs (Saadi 2010 ; Sharma et Kumar 2010 ; Ahmad 2006 ; Ferguson et al.2005 ; Lovata et Costigan 2002 ; Chen et Dodd 2001 ; Parienté 2000 ; Biddle et al.1999, 1997 ; Chen et Dodd 1997 ; Stern et al.1996 ; Stewart 1995). L'EVA reste cependant l'indicateur le plus utilisé pour mesurer la création de la valeur en comparant sa pertinence avec d'autres indicateurs de performance.

L'Economic Value Added (EVA) est un outil central utilisé pour mesurer la valeur actionnariale (Stern et al.1995). Il s'agit d'une mesure standard de contrôle par « le pouvoir actionnarial des organisations, en dépit de l'existence d'autres outils financiers complémentaires (Mottis, Ponsard, 2009). Lorsqu'une entreprise réalise une EVA positive, cela signifie que l'entité a atteint une performance supérieure supérieure à celle du marché (Denglos, 2005).

**Figure 1 :** Les indicateurs comptables et financiers de la mesure de la valeur actionnariale (Quiry et le Fur 2001).



**Légende :** **BPA** : Bénéfice Par Action ; **EBIT** : Earnings Before interest and Taxes (Resultat avant intérêts et taxes : résultat opérationnel) ; **EBITDA** : Earnings Before Interest, Taxes, depreciation and amortization (Résultat avant intérêts, taxes, amortissements et dépréciations) ; **ROE** : Return On Equity (Rentabilité Financière) ; **ROCE** : Return On Capital Employed (Rentabilité des capitaux employés) ; **CFROI** : Cash-Flow Return On Investment (Taux de rendement de tous les investissements réalisés) ; **EVA** : Economic Value Added (Valeur ajoutée économique) ; **MVA** : Market Value Added (Valeur ajoutée de marché) ; **TSR** : Total Shareholder Return (Rendement des investissements en action) ; **M/B** : Market to Book Ratio (valeur de marché sur valeur comptable des capitaux propres).

**Source :** Agbodjo, 2015

### 5. L'approche cognitive à propos de la création de la valeur actionnariale

L'approche cognitive met l'accent sur la dimension stratégique de la création de valeur. Ce courant étudie le rôle du conseil d'administration dans la création de nouvelles opportunités de croissance (Wirtz, 2008). Il s'agit d'un paradigme qui ne cesse de se développer en prenant de

plus en plus d'ampleur dans les thématiques de recherche. Cette vision définit l'entreprise comme un « répertoire des compétences clés » (Rouby, 2008). A cet effet, le conseil d'administration est apparu comme un instrument dont le rôle cognitif s'avère primordial dans l'établissement des choix stratégiques (Rindova, 1999 ; McNulty et Pettigrew, 1999 ; Forbes & Milliken, 1999). Le conseil d'administration participe à la conquête de nouvelles opportunités et alternatives organisationnelles (Andrews, 1980). La coopération entre les actionnaires et les dirigeants dans la formulation et la mise en place des stratégies est capitale pour garantir une contribution stratégique pertinente du conseil d'administration (Zahra, 1990, Sciascia et al., 2013). Une telle ambiance permettrait d'avoir des dirigeants performants et qui contribuent à développer de meilleures stratégies et, par conséquent, de réaliser des performances financières dans le moyen et long terme (Pye et Pettigrew, 2005 ; Zhang, 2010 ; Wirtz, 2011 ; Bammens et al., 2011).

La théorie de l'agence accorde au conseil d'administration exclusivement le rôle de contrôle des décisions. L'approche cognitive complète la théorie de l'agence car elle traite l'aspect stratégique et organisationnel que le conseil d'administration est censé apporter à la firme. Elle explique le rôle joué par les compétences et les connaissances dans la création de la valeur pour les actionnaires.

L'implication stratégique du conseil d'administration a été fortement recommandée par plusieurs praticiens. Il s'agit d'un enchaînement cognitif qui désigne la participation formelle et informelle des actionnaires dans une panoplie d'activité stratégique (Huse 2007 ; Pugliese et al., 2009 ; Ghaya, 2013). Rindova (1999) précise que l'implication du conseil d'administration au sein de l'entreprise représente le « comment » et le processus stratégique le « quoi ».

Il existe plusieurs formes d'implication stratégique du conseil d'administration. A titre d'exemple, les deux auteurs Demb et Neubauer (1992) distinguent entre trois formes d'implication. La première forme intitulée conseil d'administration gardien qui consiste en l'implication dans le processus de contrôle et d'évaluation. La deuxième forme d'implication consiste en la coopération dans le renforcement des activités de l'entreprise appelée le conseil d'administration consensuel. Pour la dernière forme, intitulée le conseil d'administration directif, l'implication réside dans l'orientation de la politique générale de l'entreprise.

McNulty et Pettigrew (1999) proposent trois modèles qui tournent autour d'une implication dans la prise des décisions, dans l'élaboration des décisions stratégiques et dans l'établissement de la conduite générale de la stratégie. Pearce et Zahra (1991) proposent quant à eux les modèles suivants : Un conseil d'administration participatif (qui participe à la prise de décision), le

conseil d'administration proactif (qui assure ses fonctions juridiques), le conseil d'administration gardien (sans pouvoir effectif sur la décision) et le conseil d'administration statutaire (qui reflète l'image d'un conseil d'administration fictif).

L'implication du conseil d'administration a été largement utilisée dans différentes disciplines notamment celles des ressources humaines, le marketing et la psychologie sociale. Sa définition a provoqué un débat académique important dans le domaine des sciences de gestion depuis plusieurs années. L'implication du conseil d'administration a été mobilisée pour mettre en avant la motivation, l'engagement ou la participation active au travail (François-Philip Boisserolles, 2005). Dans le domaine de la gouvernance, l'utilisation de l'implication stratégique du conseil d'administration est assez récente et limitée (Pugliese et al., 2009) et il est analysé en étroite relation avec le processus stratégique de l'entreprise (Pettigrew, 1992 ; Rindova, 1999 ; McNulty et Pettigrew, 1999).

## Conclusion

Dans la littérature théorique et empirique, la création de valeur actionnariale est un concept polysémique qui porte une multitude de définitions différentes, avec des indicateurs de mesure qui n'ont pas cessé d'évoluer depuis l'apparition de cette notion jusqu'à aujourd'hui. Des variables qui ont été remontées à partir de la revue de littérature, ce qui a contribué à exacerber l'attitude critiquable de valeur actionnariale dans le monde de la recherche. En revanche, malgré tous ces paramètres, le concept de valeur actionnariale demeure un indicateur efficace et légitime de la part des actionnaires. Il reflète la vraie performance et la santé financière de l'entreprise. C'est un concept qui constitue un facteur incontournable dans les entreprises cotées. Il s'agit de l'un des principaux objectifs à atteindre par les dirigeants.

En dépit de la mobilisation d'un arsenal théorique solide composé d'un courant financier, contractuel et cognitif, il est difficile de tracer toutes les frontières de la valeur actionnariale. Certes, la mobilisation de ces paradigmes a contribué fortement à l'analyse de cette valeur sous ses différentes casquettes, mais ces courants demeurent limités, voire, parfois incomplets pour appréhender le concept de valeur actionnariale dans sa globalité. Selon Charreaux (1998), l'entreprise n'a pas la capacité d'identifier tous les mécanismes de la création de valeur en se focalisant uniquement sur les actionnaires et sur les conditions des contrôles qu'ils exercent sur les dirigeants. La valeur actionnariale semble partielle et partielle avec les théories contractuelles qui définissent l'entreprise comme un nœud de contrat entre les différents partenaires. Dans l'entreprise, il n'existe pas seulement un contrat entre les dirigeants et les actionnaires mais une série de contrats reliant les différents acteurs économiques. Cela explique qu'il ne s'agit pas de créer de la valeur uniquement pour les actionnaires mais également pour l'ensemble de la partie prenante. Donc, l'enjeu est d'intégrer l'ensemble de la partie prenante –clients, créanciers, salariés, fournisseurs, pouvoirs publics- pour une approche plus pragmatique afin de créer de la valeur actionnariale (Albouy, 2006).

## Référence :

- Adams, R., Ferreira, D. (2007). « A Theory of Friendly Boards ». *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 217-250.
- Ahmad, I. (2006). « Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence ». *International Journal of Managerial Finance* 2 (4):343-353.
- Albouy.M, (2006). « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur ». *Revue Française de Gestion* », pp :139-157.
- Agbodjo, S., (2015). « Déterminants de la divulgation volontaire sur la création de valeur actionnariale : cas des sociétés du SBF120 ». *Comptabilité - Contrôle - Audit*, tome 21, vol. n°1, 71-103.
- Andrews, K. (1980). « The Concept of Corporate Strategy ». Third Edition.
- Bammens, Y., Voodeckers W., Van Gils A. (2011). «Boards of Directors in Family Businesses : A Literature Review and Research Agenda», *International Journal of Management Reviews*, vol. 13, p. 134-152.
- Berle A.A., Means G.C., (1932). «The Modern Corporation and Private Property», New York, MacMillan.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., Zimmermann, H. (2004). « Is board size an independent corporate governance mechanism? ». *Kyklos*, 57(3), 327-356.
- Bianco, M., Casavola, P. (1999). «Italian corporate governance : Effects on financial structure and firm performance ». *European Economic Review*, 43(4-6), 1057-1069.
- Biddle, G. C.,Bowen, R. M.,Wallace, J. S.(1997). « Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values ». *Journal of Accounting & Economics* 24 (3):301-336.
- Biddle, G. C.,Bowen, R. M.,Wallace, J. S.(1999). « Evidence on EVA ». *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (2):69-79.
- Boubaker, A., El houcin, R. (2013). « La structure de propriété et la politique de rachat d'actions en France ». *La Revue Gestion et Organisation*, 5 (2), 159-166.
- Caby, J., Hirigoyen, G. (2005). « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise ». 3e éd., Paris : Economica.
- Charreaux, G. (1997). « Gouvernement des entreprises et efficacité des entreprises publiques». *Revue Française de Gestion*. (115): 38-56.
- Charreaux, G. (2000). « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance ».

- Chen, C., Cheng, C., HE, J. et al. (1997). « An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure ». pp 563–577. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490111>.
- Chen, S., Dodd, J. L. (1997). « Usefulness of Accounting Earnings, Residual Income, and EVA?: A Value-Relevance Perspective ». SSRN eLibrary.
- Chen, S., Dodd, J. L. (2001). « Operating Income, Residual Income And EVA(TM): Which Metric Is More Value Relevant? ». *Journal of Managerial Issues* 13 (1):65-86.
- De Andres, P., Azofra, V., Lopez, F., 2005. « Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness ». *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, pp 197-210.
- Demb, A. et Neubauer, F.F. (1992). « The Corporate Board ». Oxford University Press : New York.
- Demsetz H., Lehn K. (1985). « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences ». *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.
- Desbrieres, P. (2002). « Les actionnaires salariés ». *Revue française de gestion*, (5), 255-281.
- Denglos. G. (2005). « Le modèle de création de valeur EVA-MVA présentation, ajustements et reformulation ». *la revue des sciences de gestion*, vol.3, n°213, 43-60.
- Denis, D. J., Denis, D. K., Sarin, A. (1997). « Agency problems, equity ownership, and corporate diversification », *Journal of Finance*, 52, pp. 135–160.
- Denis, D.K., Mcconnell, J.J. (2003). « International Corporate Governance ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,38, p. 1-36.
- Disle, C., Noël, C. (2007). « La révolution des normes IFRS : une convergence de la comptabilité vers la finance ? ». *La Revue des Sciences de Gestion* 224- 225 : 17-27.
- Faccio, M., Lasfer, H. (2000), « Separation of Ownership from Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western Europe », *The Chinese University of Hong Kong*.
- Fama, E., Jensen, M., (1983). « Separation of Ownership and Control ». *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, *Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution* (Jun., 1983), pp. 301-325.
- Fernandez.P, (2001). « A definition of shareholder value creation », IESE Business School, Madrid, Spain. Fiordelisi.F, 2007, « Shareholder value efficiency in European banking », *Journal of Banking & Finance* 31.
- Fernandez, P. (2002). « Valuation methods and Shareholder value creation ». California : Academic Press.

- Ferguson, R., Rentzler, J., Yu, S. (2005). « Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability? ». *Journal of Applied Finance* 15 (2):101-113.
- Florackis C., Kostakis A., Ozkan A. (2009), « Managerial ownership and performance. », *Journal of Business Research*, vol. 62, n° 12, p. 1350-1357.
- Forbes, D. P., Milliken, F. J. (1999). « Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups ». *Academy of Management Review*, 24, 489–505.
- François-Philip Boisserolles, D. (2005). *Les survivants : vers une gestion différenciée des ressources humaines*, Edition L'harmattan : Paris, 406 p.
- Gamble J., (2002). « Management commitment to innovation and esop stock concentration ». *Journal of Business Venturing*, vol. 15, 2000, p. 433-447.
- Gillet, R., Levasseur, M. (2000). « Finance et comptabilité ». In *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, (Eds Colasse, B.). Paris : Economica, 701-717.
- Gorton, G., Schmid, F. A. (2000). « Universal banking and the performance of German firms ». *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 29-80.
- Hoarau, C., Teller, R. (2001). « Création de valeur et management de l'entreprise ». Paris, Vuibert, 2001.
- Huse, M. (2007). « Boards, Governance and Value Creation ». Cambridge University Press : Cambridge, 392 p.
- Issor, Z. (2017). « La performance de l'entreprise : un concept complexe aux multiples dimensions ». *Projectics / Proyética*. <https://doi.org/10.3917/proj.017.0093>.
- Jensen M., Meckling W., (1976). « Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure ». *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, p. 305-360.
- Jensen, M.C. (1983). « Organization theory and methodology ». *Accounting Review* 58 (2) : 319-339.
- Kaplan, S., (1994). « Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S ». *Journal of Political Economy* 102, 510-546.
- Kruse, D. (2002). « Research Evidence on the Prevalence and Effects of Employee Ownership ». *Journal of Employee Ownership, Law and Finance*, 14(4), 65-90.
- Kruse, D. L., Blair, M. M., Blasi, J. (2000). « Employee ownership: an unstable form or a stabilizing force? ». Available at SSRN 142146.
- Lazarides, T., Drimpetas, E., Dimitrios, K., 2009. « Ownership Structure in Greece: Impact of Corporate Governance », *Journal of Corporate Governance*, Vol.8, pp 75-90.

- Lovata, L. M., Costigan, M. L. (2002). « Empirical analysis of adopters of economic value added ». *Management Accounting Research* 13 (2):215-228.
- McNulty, T., A. Pettigrew, A. M. (1999). *Strategists on the board*. *Organization Studies*, 20, 47–74.
- New York Stock Exchange (2010). *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, September 23. NYX.Com
- Nicolas A., Virgile C., et Xavier H., (2016). « Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté », *Revue d'économie industrielle*, 154 | 2016, 151-176.
- Mottis, N & Ponsard, J.P, (2009). « Création de valeur, 10 ans après... », *Revue française de gestion*, vol.8, n°198-1999, 209-226.
- Pariété, S. (2000). « Rentabilité boursière, création de valeur et données comptables : une étude sur le marché français ». *Finance Contrôle Stratégie* 3 (3) : 125-153.
- Pearce, J. A. et Zahra, S. A. (1991). « The relative power of CEOs and boards of directors : Associations with corporate performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, n° 2, p. 135-153.
- Pettigrew, A., (1992). « On Studying Managerial Elites », *Strategic Management Journal*, 13 : Special Issue Winter, p. 163-182.
- Pye, A. et Pettigrew, A. (2005). « Studying Board Context, Process and Dynamics : Some Challenges for the Future », *British Journal of Management*, vol. 16, p. S27-S38.
- Pugliese, A., Bezemer, P-J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch F-A J. et Volberda W. H. (2009). « Boards of Directors' Contribution to Strategy : A Literature Review and Research Agenda », *Corporate Governance : An International Review*, vol. 17, n° 3, p. 292- 306.
- Quiry, P., Le Fur, Y. (2001). « Communiquer sur la création de valeur ». *Lettre de Vernimmen* n° 2, Juillet.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, New York. 1986.
- Rogers, P., Dami, A.T, Ribeiro, K.C., DE Sousa A.F.(2007). « Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences », *Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol.5, pp 21–30.
- Rouby, E. (2008). « Le lien composition/rôles du conseil d'administration : une analyse en termes de capital social ». *Finance Contrôle Stratégie – volume 11, n° 2, juin 2008*, p. 29 -50.

- Rousseau P., Tabatoni O., « La création de valeur pour les actionnaires: synthèse et limites des mesures traditionnelles de la valeur », Valeur, marché et organisation, tome 2, Actes des XIVe journées des IAE, Presses académiques de l'Ouest, Nantes, 1998.
- Rindova, V. (1999). « What Corporate Boards Have to Do with Strategy: A Cognitive Perspective ». *Journal of Management Studies*, vol.36, n°7, pp. 953-975.
- Saadi, T.(2010). « Value creation: the information content of EVA and accounting earnings. Bankers », *Markets & Investors* (104):31-41.
- Sesil J., Kruse D. and Blasi J. (2001). « Sharing ownership via employee stock ownership », United Nations University, WIDER, Discussion paper n° 2001/25.
- Sharma, A. K. & Kumar, S. (2010). « Economic Value Added (EVA) - Literature Review ». *International Journal of Economics and Finance*, 2(2), pp. 200-221.
- Solhi, S., El Faize, S., (2021). « Apport de l'efficacité à la détermination de la valeur des entreprises », *Revue Française d'Economie et de Gestion*, Vol.2 : numéro 9, pp : 148-178.
- Sciascia, S., Mazzola, P., Astrachan, J. H. et Pieper, T. M. (2013). «Family Involvement in the Board of Directors : Effects on Sales Internationalization », *Journal of Small Business Management*, vol. 51, n°1, p. 83-99.
- Stern, J. M., Stewart Iii, G. B., Chew Jr, D. H.(1996). « EVA: An integrated financial management system ». *European Financial Management* 2 (2):223.
- Stern, Joel et al. (1995). « The EVA financial management system ». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.8, Summer, 32-46.
- Stewart G. B., (1991). « The Quest for Value ». Harper Collins, New York, 1991.
- Stewart, G. B. I. (1995). « The quest for value ». United States of America : Harper Business
- Tajer A. et Al. (2021). «Structure de l'actionariat et performance financière des entreprises marocaines cotées en bourse», *Revue Française d'Economie et de Gestion* « Volume 2 : Numéro 8» pp : 96 – 120.
- Wirtz, P. (2008). « Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise ». Collection repères, éditeur, la découverte.
- Wirtz, P. (2011). « The Cognitive Dimension of Corporate Governance in Fast Growing Entrepreneurial Firms», *European Management Journal*, vol. 6, p.431-447.
- Zhang, P. (2010). «Board Information Advantage : A Study of Board Capital and Absorptive Capacity», *Corporate Governance : An International Review*, vol. 18, n° 5, p. 473-487.