



UNIVERSITÄT  
LÜNEBURG

# QU'EST-CE QUE LA «STAKEHOLDER VALUE»?

*Du mot-clé à sa quantification*



FRANK FIGGE / STEFAN SCHALTEGGER – JUNE 2000

PUBLISHED IN ASSOCIATION WITH THE UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME



UNEP

Nous remercions vivement Holger Petersen, Michael Ritter et Christoph Schaltegger de leurs remarques si utiles, ainsi que la Banque Pictet & Cie qui nous a apporté son soutien financier et fourni les données matérielles.

Copyright © 1999 Frank Figge and Stefan Schaltegger. All Rights Reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means: electronic, electrostatic magnetic tape, photocopying, re-cording or otherwise, without permission in writing from the copyright holders.

**Université de Lunebourg**  
**Chair of Environmental Management**  
Scharnhorststrasse 1  
D-21335 Lueneburg  
T +49 (0) 4131 78 2185  
F +49 (0) 4131 78 2186  
[www.uni-lueneburg.de/umanagement](http://www.uni-lueneburg.de/umanagement)

**Pictet & Cie**  
29 Bd Georges-Favon  
CH-1204 Genève  
T + 41 (0) 22 318 22 11  
F + 41 (0) 22 318 22 22  
[www.pictet.com](http://www.pictet.com)

**United Nations Environment Programme (UNEP)**  
**Division of Technology, Industry and Economics**  
39-43 Quai André Citroën  
F-75739 Paris Cedex 15  
T +33 (0) 1 4437 1450  
F +33 (0) 1 4437 1474  
[www.uneptie.org](http://www.uneptie.org)

Frank Figge and Stefan Schaltegger  
University of Lüneburg  
Scharnhorststr. 1  
D-21335 Lüneburg  
Germany  
E-mail:  
[figge@sustainablevalue.com](mailto:figge@sustainablevalue.com)  
[schaltegger@uni-lueneburg.de](mailto:schaltegger@uni-lueneburg.de)

Traduction française de Christian du Jonchay

# PRÉFACE

Le Programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUE) se félicite des travaux entrepris pour développer une méthode de mesure de la valeur financière qu'accordent les acteurs concernés à une entreprise donnée. Nous sommes persuadés que dans un avenir proche, les investisseurs et autres acteurs du monde des affaires s'intéresseront de plus en plus au calcul de cette valeur financière.

Depuis un certain nombre d'années, le PNUE aide à la création d'outils devant permettre aux entreprises de mesurer et de rapporter efficacement les progrès accomplis vers le développement durable. Les rapports publiés dans la série Engaging Stakeholders pour promouvoir l'utilisation des rapports d'environnement en sont un exemple. L'initiative Global Reporting, à laquelle le PNUE participe, soutient les entreprises dans leurs efforts de développement de données repères.

La méthode de mesure développée ici suscite notre curiosité. Nous sommes d'avis qu'elle apportera sa pierre à un débat sur la manière de mesurer comment l'entreprise mesure l'engagement de tous ses acteurs. Bien d'autres méthodes existent, mais nous croyons que celle-ci et les discussions qu'elle suscitera sont nécessaires pour mieux faire comprendre la question du développement durable de l'entreprise.

Le PNUE souhaite que ces travaux stimulent la réflexion et suscitent de nombreux commentaires.

Jacqueline Aloisi de Larderel  
Director  
PNUE - Division Technologie, Industrie et Economie

# AVANT-PROPOS

Voici près de deux cents ans que nous avons à cœur de créer de la valeur ajoutée pour nos clients en recherchant des opportunités et en définissant des possibilités de placement. Durant toute cette période, les sociétés dans lesquelles nous avons effectué des placements ont connu une évolution constante. Pour nous, le défi consiste à adapter nos outils d'évaluation et nos techniques de telle sorte qu'ils nous permettent d'identifier où et comment de la valeur est effectivement créée.

Il est généralement admis que nos économies connaissent, une fois de plus, des changements importants et rapides. Nous remarquons que des secteurs bien établis sont soumis à de fortes pressions pour leur restructuration et que simultanément émergent de nouvelles sociétés novatrices et dynamiques. Nous voyons également qu'un usage plus efficient des ressources environnementales et sociales devient une condition indispensable à tout développement durable. Ces constatations soulèvent la question de savoir si nos techniques actuelles d'évaluation et d'appréciation sont toujours adéquates pour rendre compte de la manière dont la valeur ajoutée est créée.

Voici donc le contexte dans lequel cette nouvelle recherche s'inscrit et à laquelle nous sommes heureux d'être associés. En liant la notion de stakeholder aux outils que l'on utilise pour calculer la shareholder value, les auteurs font usage d'instruments bien établis pour créer une technique d'évaluation innovatrice.

La mesure est une condition préalable essentielle à toute gestion efficace. Pour sa part, l'innovation est une force motrice essentielle à l'économie. Nous sommes convaincus que la manière innovatrice de mesurer la stakeholder value, ainsi que proposé dans cette étude, est une contribution importante à notre compréhension de la gestion de demain, orientée en fonction de la valeur, et ceci dans l'intérêt même de tous les stakeholders.

Ivan Pictet  
Associé  
Pictet & Cie

# TABLE DES MATIÈRES

<b>Avant-propos</b>	<b>3</b>
<b>1. Introduction</b>	<b>9</b>
<b>2. La notion de stakeholder opposée à la shareholder value?</b>	<b>11</b>
2.1 La notion de stakeholder	11
2.2 La notion de shareholder value	12
2.3 Y a-t-il opposition?	14
<b>3. Qu'entend-on par «stakeholder value»?</b>	<b>17</b>
3.1 Stakeholder value orientée entreprise, ou valeur d'entreprise orientée stakeholder?	17
3.2 Interprétation des différentes perspectives	19
3.3 Pourquoi mesurer la stakeholder value?	21
<b>4. Stakeholder value added</b>	<b>23</b>
4.1 De la quantification de la shareholder value à la mesure de la stakeholder value	23
4.2 Principe du calcul de l'excédent d'utilité ajusté au risque	23
4.3 Calcul de l'excédent d'utilité d'une relation avec un stakeholder	25
4.4 Calcul de la stakeholder value added en tant que valeur du stakeholder orientée entreprise	27
4.5 Conclusion	29
<b>5. Méthode pratique de calcul et étude d'un cas concret</b>	<b>31</b>
5.1 Méthode de calcul concret de la stakeholder value added	31
5.2 Stakeholder value added des producteurs européens d'automobiles	35
5.3 Discussion	39
<b>6. Conclusion</b>	<b>41</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>43</b>
<b>Annexes</b>	<b>47</b>
<b>Notes</b>	<b>57</b>

# 1. INTRODUCTION

Les entreprises sont fondées pour créer de la valeur, ou des valeurs. Lorsqu'une entreprise revêt cette forme très générale, ses objectifs peuvent reposer sur un large consensus. Mais des conflits surgissent dès que les objectifs sont précisés plus avant. Ils reposent pour l'essentiel sur les questions de savoir «*quelles valeurs et pour qui*» et «*de quelle manière y parvenir*».

C'est la raison pour laquelle la notion de *shareholder value* s'est répandue dans nombre de milieux depuis quelques années. La *shareholder value* constitue l'instrument de valorisation de ce que vaut une entreprise du point de vue de ses propriétaires (*shareholders* = actionnaires). Cette valeur comprend celle des moyens qui seront à l'avenir engagés en vue de satisfaire les actionnaires. Cette composante répond ainsi à la question de savoir combien vaut une entreprise du point de vue de ses actionnaires.

Plus cette valeur devenait populaire, plus ses perspectives étaient controversées. L'élément *shareholder value* mènerait, selon certains de ses critiques, à la concentration unilatérale sur les propriétaires en laissant de côté les autres groupes qui, d'une part, contribuent au succès d'une entreprise et, d'autre part, dépendent d'elle. Les critiques de la *shareholder value* ont donc par la suite diffusé une *autre procédure d'évaluation*, plutôt en tant que *point de vue alternatif* qui se concentre sur la manière selon laquelle l'entreprise crée de la valeur. C'est pour définir cette façon de valoriser l'entreprise qu'ils recourent généralement à la *notion de stakeholder*. Ce concept développé à partir de l'euphorie rencontrée en son temps par la *shareholder value* ressort en fait de la notion de gestion stratégique. Il met en évidence l'existence d'une dépendance réciproque entre l'entreprise et certains groupes sociaux. Pour atteindre ses objectifs, la direction de l'entreprise doit tenir compte dans ses décisions de ces groupes concernés, les *stakeholders*.

Dans le contexte d'un débat souvent émotionnel, la *shareholder value* et le concept de *stakeholder* ont le plus souvent été discutés en tant que systèmes alternatifs de valorisation. Ce débat ignore toutefois les caractéristiques propres à ces deux notions. La *shareholder value*, contrairement à la notion de *stakeholder*, représente un procédé d'évaluation d'une valeur. Il nous renseigne sur la manière dont les valeurs sont créées et sur la façon d'apprécier le processus de création de valeur ; il ne nous dit que peu de choses sur qui crée cette valeur et sur qui recevra quelle part de cette création de valeur. L'utilité représentée pour les *stakeholders* par l'entreprise et vice-versa n'est par contre pas valorisée dans le cadre de la *shareholder value*.

Il faut le regretter. Si l'on part de l'idée que les entreprises peuvent choisir entre différents *stakeholders* et que les *stakeholders*, de leur côté, ont le choix entre différentes entreprises, alors il se pose un problème de décision et de choix pour les deux parties. Sans évaluation, le choix du «bon» *stakeholder*, de la «bonne» entreprise ne pourra qu'être le fruit du hasard.

C'est précisément l'ambition de la présente étude que de présenter ce que l'on entend par «*stakeholder value*» et comment on peut la quantifier.

L'étude commence par une synthèse des aspects les plus importants de la notion de stakeholder et de la shareholder value. Le troisième chapitre est consacré à l'étude de la question de ce que l'on entend par «stakeholder value». Le quatrième examine la détermination de la «stakeholder value added». Le cinquième chapitre expose comment l'on peut concrètement quantifier la stakeholder value added. Dans ce contexte, un modèle de calcul de la stakeholder value added est donné en prenant pour exemple les producteurs européens d'automobiles.

## 2. LA NOTION DE STAKEHOLDER : OPPOSÉE À LA SHAREHOLDER VALUE ?

In this chapter we provide a brief overview of the stakeholder concept (2.1) and shareholder value approach (2.2), which are often seen as conflicting notions, and then go on to compare the two (2.3). Chapter 3 leads on from this and examines what can actually be understood by stakeholder value.

### 2.1 La notion de stakeholder

Le concept dit de « stakeholder » est un concept d'analyse de la gestion stratégique de l'entreprise. Il part de la reconnaissance de fait que, contrairement à ce qui se passait pendant la première moitié du siècle, la plupart des entreprises ne sont plus des unités lucratives privées d'un ou de plusieurs propriétaires, mais qu'elles sont devenues des institutions quasi publiques (Ulrich 1977). Elles sont le lieu géométrique d'intérêts à la fois conflictuels et complémentaires pour différents stakeholders internes et externes.

Par analogie avec Freeman (1984, 25), tous les individus ou groupes d'individus peuvent être désignés comme stakeholders qui ont un droit (une « mise », ou stake en anglais) matériel ou immatériel dans l'entreprise. En tant que « porteurs d'une mise », ils participent ou ils exercent une influence sur le succès ou sur l'échec d'une entreprise. Le droit d'un stakeholder dans l'entreprise repose pour l'essentiel sur la mise à disposition de ressources. Celles-ci peuvent revêtir trois types de forme, matérielle ou immatérielle :

- ressources en capitaux telles que le capital financier (fonds propres ou fonds étrangers), capital réel (terrains, immeubles, etc.), capital humain (travailleurs) ou capital naturel (minerais, eau, décharges, etc.),
- ressources de confiance, telles l'acceptation sociale de l'entreprise ou une bonne ambiance de travail dans l'entreprise,
- informations et savoir-faire.

Les stakeholders mettent des ressources à la disposition de l'entreprise tant que le rapport entre prestation et contre-prestation est, à leur avis, profitable. Une caractéristique essentielle des stakeholders est qu'ils se trouvent en relation d'interdépendance réciproque, c'est-à-dire que les stakeholders dépendent de l'entreprise pour atteindre leurs objectifs et que, de son côté, l'entreprise dépend d'eux. Il ne s'agit pour une part que des relations entre les stakeholders d'une entreprise autour des transactions accomplies sur le marché. Par ailleurs, de nombreux processus ressortissant de la politique des intérêts réciproques interviennent souvent à côté, et fréquemment en lieu et place de transactions sur le marché, entre les stakeholders internes à l'organisation et les stakeholders externes à celle-ci.

Dans leurs efforts en vue de faire valoir leurs droits, les stakeholders agissent comme des représentants d'intérêts vis-à-vis de la direction de l'entreprise et des autres stakeholders (voir à ce sujet Mintzberg 1983, Pfeffer 1992). Dans ce cadre, les stakeholders ont aussi bien des intérêts conflictuels (par exemple, le droit à part supérieure de la création de valeur à répartir) que convergents (par exemple le droit à l'accroissement de la création de valeur à répartir par l'entreprise). Dans le deuxième de ces cas, la direction de l'entreprise, comme tous les stakeholders, doit répondre au défi de pondérer les intérêts conflictuels des



uns contre les autres et de s'assurer sa propre marge de manœuvre, dans toute la mesure du possible.

Les conflits peuvent survenir non seulement entre les propriétaires et la direction (au plus haut niveau) comme dans le cas dit de «l'agent principal» (voir Jensen/Meckling 1976, Eisenhardt 1989), mais aussi entre la direction et d'autres stakeholders. Tout comme la direction de l'entreprise, les autres stakeholders sont également dans l'obligation d'apprécier des intérêts divergents les uns par rapport aux autres. Ils se trouvent dans un rapport de dépendance réciproque et alternative, aussi bien dans le temps qu'en raison de la nature même des intérêts en jeu. La direction doit<sup>1</sup> mettre sur pied, pour atteindre ses objectifs, un réseau d'acteurs qu'elle devra modifier en cas de besoin. Il s'agit ici en particulier d'identifier les *stakeholders «critiques»* et de s'assurer leur contribution au succès de l'entreprise (Schaltegger/Sturm 1992). Les stakeholders critiques se distinguent en premier lieu par la mise à disposition de ressources que l'on ne saurait remplacer, ou seulement à un prix très élevé. En second lieu, les stakeholders critiques en tant que fournisseurs de ressources aussi, ne sauraient être eux-mêmes remplacés, ou bien seulement à des coûts considérables.

La littérature la plus récente dans le domaine de l'économie d'entreprise a contribué des modèles d'analyse approfondie ainsi que des recommandations d'action (voir par exemple: Dyllick 1986, ibid. 1989, Göbel 1995, Hill/Jones 1992, Janisch 1992, Jones 1995, Schaltegger 1999), dans l'intention de gérer de manière ciblée les relations de l'entreprise avec ses stakeholders.

Il est impossible de prendre intégralement compte des intérêts des stakeholders, car les prétentions en principe illimitées se heurtent à la rareté des biens échangeables. Comme les entreprises sont des institutions sociales, la direction doit certes s'attaquer à la question des droits (légitimes) des stakeholders, mais ne peut éviter de devoir s'opposer aux intérêts de certains groupes déterminés. Comme les stakeholders ne laissent pas précéder leurs intérêts sans résistance, on en arrive en réalité à des processus ressortissant de la politique des intérêts, et en particulier à des luttes portant sur la répartition. *La tâche stratégique des gestionnaires consiste en conséquence à répartir la valeur créée de telle sorte que la fourniture de ressources par les stakeholders, en particulier par les stakeholders critiques, soit assurée de manière durable de la manière la plus économique possible.*

## **2.2 La notion de shareholder value**

La notion de shareholder value repose sur une notion d'évaluation des entreprises dans l'optique des propriétaires (voir Rappaport 1995, Copeland et al. 1993). Elle découle, du point de vue méthodologique, du calcul dynamique de l'investissement. Il s'agit de déterminer la valeur de marché du capital propre de l'entreprise. Pour ce faire, on escompte à une date déterminée les futurs flux d'argent qui seront vraisemblablement disponibles pour rémunérer les actionnaires, ceux que l'on nomme «free cash flow». Contrairement au free cash flow, le bénéfice ne tient pas compte du fait qu'une partie du bénéfice doit être utilisé dans certaines circonstances dans le cadre du financement interne des investissements. Il en résulte que la part du bénéfice destinée à la rémunération des actionnaires peut se trouver réduite d'autant.

Le taux d'escompte utilisé est celui de la rémunération du capital sur le marché, à risques comparables. Ce taux d'escompte peut être interprété comme le coût d'opportunité du capital. La shareholder value n'est donc rien d'autre que la valeur actuelle du free cash flow futur d'une entreprise en tenant compte de la prime de risque payée par le marché pour un risque comparable.

La shareholder value se calcule donc comme suit: <sup>2</sup>

$$\text{Shareholder value} = \sum_{n=1}^{n=\infty} FCF_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n} - FK$$

où: FCF = free cash flow, n = période

i = taux d'escompte (WACC), FK = capital étranger

Une force de la shareholder value réside en ce que l'accroissement de la valeur de l'entreprise en raison d'un nombre limité d'agents de valeur peut être expliquée (voir également la figure 1). Ces « agents de valeur » (value drivers) comprennent:

- les investissements en actifs immobilisés,
- les investissements en actifs circulants,
- la croissance du chiffre d'affaire,
- la marge bénéficiaire d'exploitation,
- le taux d'impôts sur le bénéfice,
- la durée de la croissance en valeur,
- les coûts du capital.

Les six premiers agents exercent une influence sur le cash flow d'exploitation (figure 1). Ils déterminent le niveau des flux nets d'argent après avoir tenu compte de tous les coûts à l'exception des coûts du capital. Le septième de ces agents, le coût du capital, détermine le taux d'escompte qui, comme nous l'avons déjà dit, dépend à son tour du risque couru. Il reflète la capacité à assumer les risques du cash flow qui résulte des six premiers agents de valeur mentionnés.

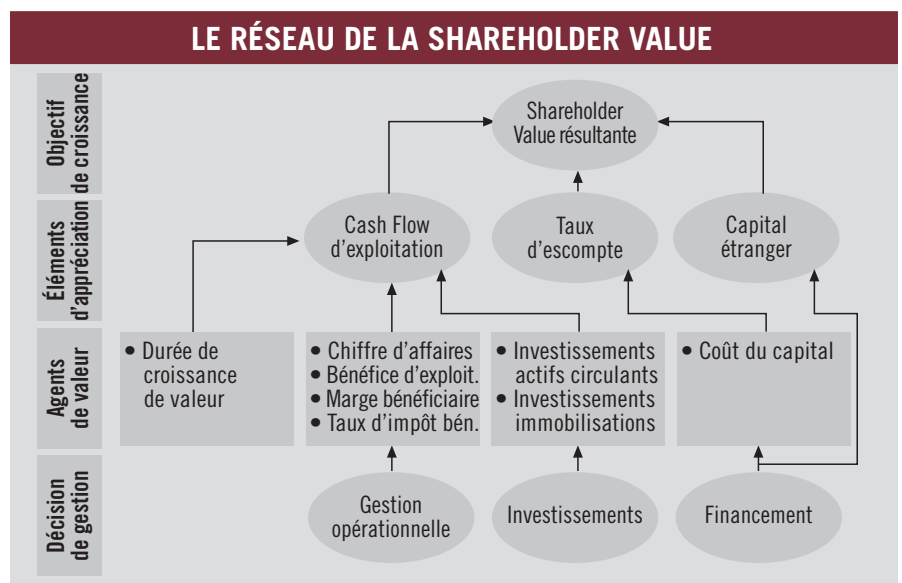


Figure 1: le réseau de la shareholder value (d'après Rappaport 1995)

Si l'on analyse des mesures prévues du point de vue de leurs effets sur ces agents de valeur, alors l'influence qu'elles exerceront sur la shareholder value peut être calculée (voir Schaltegger/Figge 1998 pour la notion d'«Environmental Shareholder Value»).

### 2.3 Y a-t-il opposition ?

La confrontation de la shareholder value et de la notion de stakeholder évoquée dans le chapitre précédent montre qu'il y a des différences entre ces deux concepts (voir aussi Speckbacher 1997). On constatera également que ces notions ne sont pas en contradiction fondamentale l'une avec l'autre. Le tableau 1 présente les notions de stakeholder et de shareholder value en les comparant l'une à l'autre sur certains critères.

	NOTION DE STAKEHOLDER	NOTION DE SHAREHOLDER VALUE
Discipline académique Objet	Gestion stratégique Conduite stratégique de l'entreprise	Financement de l'entreprise Évaluation de la valeur de l'entreprise
Nature du concept Accent mis sur...	Qualitatif/politique des intérêts ... la direction au plus haut niveau	Quantitatif/financier ... les investisseurs (propriétaires de l'entreprise)
Objectif de l'application du concept	Augmentation de la marge de manœuvre de la direction (satisfaction)	Augmentation de la valeur de l'entreprise (maximisation)
Objectif de l'entreprise	Continuité et création de valeur	Augmentation de la valeur
Orientation des ressources	Tous les fournisseurs de ressources	En premier lieu les bailleurs des fonds propres
L'engagement des ressources est au service de...	... de la fourniture des prestations, de la continuité de l'entreprise et de l'atteinte des objectifs des stakeholders critiques	... de la maximisation du rendement des fonds propres ajusté en fonction des risques
De quelles exigences la direction doit-elle tenir compte?	Des stakeholders disposant de ressources rares, indispensables à la fourniture des prestations de l'entreprise	Des propriétaires
Rémunération des fournisseurs de ressources	Tous les stakeholders intervenants (y compris les bailleurs des fonds propres) selon la valeur marginale de leurs prestations	La rémunération des bailleurs des fonds propres est une grandeur résiduelle; tous les autres stakeholders intervenants sont rémunérés en fonction de la valeur marginale de leurs prestations.
Répartition de l'excédent (free cash flow)	Néant	Tout ce qui reste après la rémunération des fournisseurs de ressources appartient aux propriétaires.
Opérationnalisation	Faible, stratégique	Élevée, opérative
Complexité, dépendance réciproque des variables	Élevée	Faible

Tableau 1 : mise en regard des notions de stakeholder et de shareholder value

Alors que la notion de stakeholder trouve son *origine* et son *objet* dans la gestion stratégique de l'entreprise, celle de shareholder value ressort du financement de l'entreprise et traite de l'évaluation financière de l'entreprise. En conséquence, le caractère conceptuel de l'analyse rend ces notions plutôt complémentaires qu'antagonistes. Ainsi, la notion de stakeholder a une orientation plutôt qualitative et politique alors que celle de shareholder value relève d'une approche quantitative et financière. La comparaison met en évidence le fait que ces deux notions ne sont pas opposées du point de vue méthodologique et qu'elles ne relèvent pas non plus d'une approche idéologique contradictoire sur le même objet. Il apparaît plutôt qu'une de ces analyses se conduit de préférence *du point de vue* de la (haute) direction (notion de stakeholder) alors que l'autre relève prioritairement de *l'optique* des propriétaires ou des investisseurs. En conséquence, l'objectif poursuivi lors du recours à ces concepts est, dans le premier cas, l'élargissement de la marge de manœuvre de la direction en vue de magnifier la réussite de l'entreprise et, dans le second cas, l'accroissement de la valeur de l'entreprise. Certes, il est possible que ces deux objectifs se trouvent parfois en opposition, mais ils peuvent aussi être compatibles : la conduite de l'entreprise ne peut en effet augmenter la valeur de celle-ci que si elle dispose d'une certaine marge de manœuvre vis-à-vis de la concurrence, des autorités, des groupes de pression, etc., afin de mettre cette marge à profit pour l'innovation en matière de produits, pour la conquête de nouveaux marchés, etc.

La comparaison des deux notions montre également que des *objectifs de l'entreprise* différents mais qui se conditionnent les uns les autres (pérennité de l'entreprise contre augmentation de sa valeur) se placent sous l'éclairage contrasté de différentes disciplines de l'économie d'entreprise.

L'analyse repose également sur des *angles de vue* différents. Alors que, dans le premier cas, tous les fournisseurs de ressources se trouvent placés dans une optique commune pour les comparer, la notion de shareholder value donne la priorité à la perspective du bailleur des fonds propres considéré en tant que destinataire de la valeur résiduelle de la création de valeur, après rémunération de tous les autres stakeholders. Ce qui importe ici, c'est qu'aucune de ces notions n'exclut *a priori* tel ou tel intervenant. Ce n'est que le point de vue qui change. La différence dans la réponse à la question de savoir de quelles *exigences* la direction devra tenir compte résulte de l'assomption que fait la notion de shareholder value que tous les fournisseurs de ressources ont été indemnisés pour leurs prestations en fonction de leur valeur sur le marché et que la valeur résiduelle de la création de valeur revient aux propriétaires. La notion de stakeholder va, elle, un pas plus loin : elle part de l'idée que les prétentions des stakeholders doivent faire l'objet d'une prise en compte toute particulière lorsqu'ils fournissent des ressources rares indispensables à la fourniture des prestations de l'entreprise. Ceci aussi implique une rémunération des fournisseurs de ressources en fonction de la valeur que la mise à disposition d'une ressource représente pour l'entreprise (que l'on appelle « valeur marginale » du produit). Dans ce contexte, les bailleurs des fonds propres ne sont traités différemment des autres stakeholders intervenants que si les ressources qu'ils fournissent se caractérisent par une particulière rareté.

La notion de stakeholder est donc, comme nous venons de la voir, plutôt de *caractère qualitatif* et moins opérationnalisée que la notion de shareholder value, de nature essentiellement financière. Le calcul quantitatif de

la shareholder value impose nécessairement de réduire le degré de complexité de l'analyse. Ceci présente l'avantage de permettre la formulation d'une fonction claire de l'objectif qui est l'augmentation ou la maximisation de la valeur de l'entreprise. Comme la notion de stakeholder prend en considération un grand nombre de groupes d'intervenant, c'est la création de valeur par l'entreprise qui se trouve au premier plan et aucune hypothèse n'est formulée par la répartition du bénéfice. L'objectif de la gestion stratégique est donc celui de *satisfaire* les exigences des fournisseurs de ressources. La fourniture des ressources assurée par la gestion stratégique de l'entreprise en relation avec ses stakeholders sert également à la perpétuation de l'entreprise, alors que la notion de shareholder value va un pas plus loin vers la réponse à la question de savoir comment le rendement des fonds propres ajusté en fonction des risques peut être maximisé, étant entendu que les autres fournisseurs de ressources ont pu être rémunérés à la valeur du marché.

En conclusion, la comparaison montre que les notions de shareholder value et de stakeholder ressortissent de deux perspectives différentes de l'analyse d'aspects essentiels de la conduite des entreprises; ils sont certes différents, mais non contradictoires a priori, et ils sont complémentaires sur bien des points :

- *Opérationnalisation des notions de stakeholder et de shareholder value*: la notion de stakeholder sous sa forme précédente souligne certes l'importance des différents stakeholders, mais elle ne met pas en évidence la manière d'évaluer leur contribution à la réussite de l'entreprise. Ce qui est pertinent dans ce contexte, c'est que la notion de shareholder value orientée opérativement représente un complément à la notion de stakeholder qui, elle, s'oriente du point de vue de la stratégie. Ceci notamment par ce que l'utilité de l'application pratique de la notion de stakeholder pour la direction de l'entreprise peut être augmentée par le biais d'une opérationnalisation accrue, ou par la mesure d'une stakeholder value. La notion opérative peut ici rendre service pour le calcul de la shareholder value.
- *Shareholder value en tant que résultat de la gestion des relations avec les stakeholders*: la notion de shareholder value est un concept de valorisation de l'entreprise du point de vue des bailleurs des fonds propres, comme nous l'avons déjà indiqué. En tant que telle, elle ne dit rien des rapports entre l'entreprise et ses stakeholders. Une opérationnalisation renforcée de la notion de stakeholder peut donc aider la direction de l'entreprise dans le contexte de la gestion de ses relations avec les stakeholders en vue d'accroître la shareholder value. La notion de stakeholder souligne ainsi que l'entreprise dépend de différents groupes qui fournissent des ressources à l'entreprise. Pour augmenter avec succès la valeur de l'entreprise, celle-ci doit tenir compte des fournisseurs de ses ressources dans les décisions qu'elle prend. Ce n'est que lorsque que la valeur que chacun de ses stakeholders apporte à l'entreprise peut être mesurée qu'il est possible de gérer de manière ciblée et économique les relations avec les stakeholders, toujours dans l'intention d'augmenter la shareholder value.

Le point de rencontre de ces deux notions souligne à l'environnement l'importance de la mesure de la stakeholder value et de la gestion des relations avec les différents stakeholders. Les lignes qui suivent seront donc consacrées à l'examen de ce que l'on entend par stakeholder value, et de la manière dont on peut la quantifier.

### 3. QU'ENTEND-ON PAR « STAKEHOLDER VALUE » ?

La notion de stakeholder value s'utilise maintenant fréquemment en pratique. Une recherche des bases de données relatives à la presse quotidienne conduite avec le mot-clé « stakeholder value » montre aujourd'hui que cette notion est utilisée presque toujours sans en donner de définition.<sup>3</sup>

La littérature scientifique ne donne pas non plus de définition claire (exemple d'actualité donné par exemple par Earl/Clift 1999). La signification de stakeholder value en tant que grandeur de mesure n'a jusqu'à présent pas été expliquée. Le présent chapitre montre ce que l'on peut comprendre sous la notion de « stakeholder value » (chiffre 3.1), comment ces notions peuvent-elles être interprétées (3.2) et pourquoi il importe de mesurer ou de quantifier la stakeholder value (3.3).

#### 3.1 Stakeholder value orientée entreprise, ou valeur d'entreprise orientée stakeholder ?

La notion de « stakeholder value » est souvent utilisée en pratique en tant que modèle opposé à la shareholder value. Il résulte toutefois de cette opposition directe quelque chose de bien différent de ce à quoi l'on pourrait s'attendre à première vue, à savoir aucune définition claire de la stakeholder value.

Toute évaluation pose la condition préalable de connaître ce qu'est l'*objet de l'évaluation* et quelle est la *perspective d'évaluation*. L'objet de la valorisation définit le *quoi*, et la perspective de quantification définit *pour qui* ou à *quelle fin* il est procédé à cette évaluation.

La notion de shareholder value évalue des entreprises (objet de l'évaluation) dans la perspective du bailleur (éventuel) de fonds propres dans l'optique de la perpétuation de l'entreprise (perspective d'évaluation). Un investisseur qui souhaiterait par exemple liquider l'entreprise devant faire l'objet de l'évaluation, ne s'intéresserait à aucune procédé d'appréciation orienté vers la valeur « au comptant », ou valeur en espèces (valeur actualisée), mais bien plutôt à un procédé orienté valeur substantielle afin de déterminer la valeur de liquidation. La valeur d'un objet d'évaluation et la méthode de son évaluation dépendent également de la perspective retenue. Cependant, la notion de « stakeholder value » ne présente clairement ni l'objet de l'évaluation, ni la perspective de son évaluation.

On peut faire dans ce contexte la distinction entre deux points de vue possibles (voir aussi la figure 2):

- *Évaluation de l'entreprise orientée stakeholder*

La stakeholder value peut être interprétée comme la valeur de l'entreprise du point de vue des stakeholders. Dans ce cas, c'est l'entreprise elle-même qui est l'objet de la valorisation et la perspective choisie est celle des stakeholders du moment. La question fondamentale que l'on se pose pourrait être, par exemple: combien vaut l'entreprise du dans l'optique de ses collaborateurs dans l'hypothèse que la relation avec l'entreprise va continuer? La notion de shareholder value devient alors un cas particulier de l'évaluation de l'entreprise orientée d'après ses stakeholders. Elle calcule la valeur de *poursuite de l'exploitation* (valeur de perpétuation de l'entreprise) dans la perspective du stakeholder « bailleur de fonds propres ».

- *Évaluation de la stakeholder value orientée entreprise*

On pourrait toutefois également comprendre la notion de stakeholder value comme une appréciation orientée entreprise. Dans cette optique, ce sont les stakeholders qui deviennent l'objet de l'évaluation alors que c'est l'entreprise ou sa direction qui conditionne la perspective d'évaluation. On se pose cette fois la question de la valeur de la contribution de tel ou tel stakeholder dans la perspective de l'entreprise elle-même. La valeur que représente un stakeholder pour l'entreprise se mesure à l'aune de sa contribution à l'atteinte des objectifs de l'entreprise ou à l'augmentation de la valeur de l'entreprise.

Si la «stakeholder value» doit se comprendre comme la «shareholder value», il faudrait interpréter la stakeholder value comme l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder.<sup>4</sup> L'examen de la littérature mentionnée montre toutefois que les auteurs qui ont répandu la notion d'«augmentation de la stakeholder value» souhaitent le plus souvent mettre l'accent sur la valeur des stakeholders pour l'entreprise. Si l'on désire procéder à une évaluation de cette nature, il s'agit alors d'une appréciation des stakeholders orientée entreprise.

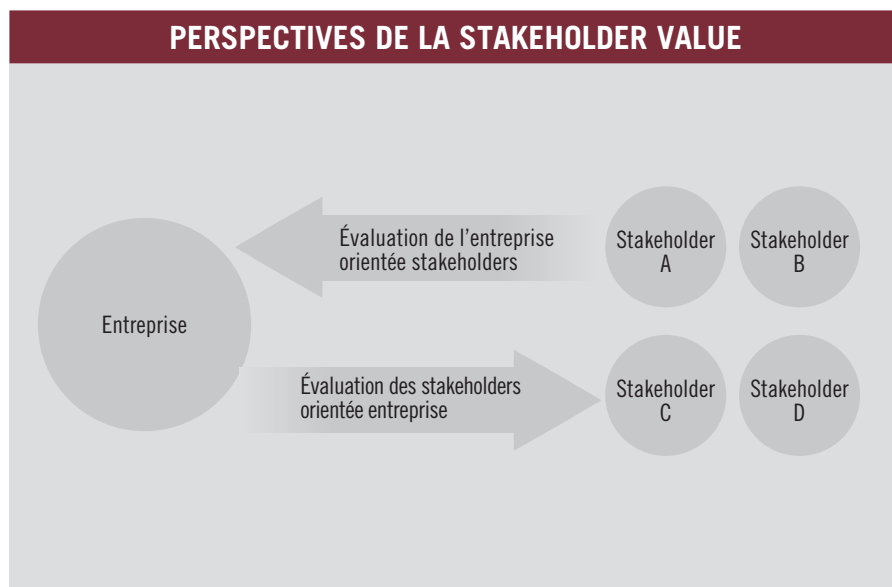


Figure 2: perspectives de la stakeholder value

En poursuivant de manière conséquente cette réflexion et en tenant compte du fait que les entreprises n'agissent ni n'évaluent en tant que telles, mais qu'il s'agit toujours d'actions et d'appréciations des intervenants (stakeholders: direction, collaborateurs, etc.), il en découle qu'il n'existe en réalité que des «évaluations des stakeholders orientées stakeholders». C'est précisément pourquoi la mise à jour transparente de l'objet de l'évaluation et de la perspective d'évaluation est absolument indispensable. Comme pour toutes les évaluations, un changement de perspective d'évaluation aura généralement pour effet des résultats différents de l'évaluation. Une partie des conflits qui surviennent entre les tenants de la notion de shareholder value et les défenseurs du concept de stakeholder trouverait ainsi son origine dans les perspectives d'évaluation différentes, mais non transparentes.

### 3.2 Interprétation des différentes perspectives

Il n'y aura d'échange volontaire de ressources entre les stakeholders et l'entreprise que si l'utilité paraît plus élevée que les coûts, et ceci pour les deux parties. Utilité et coûts recouvrent ici des valeurs à la fois matérielles et immatérielles. Du point de vue de l'entreprise, l'utilité des ressources des stakeholders doit dépasser les coûts qui résultent de leur emploi. Du point de vue des stakeholders, le flux d'utilité de l'entreprise vers les stakeholders doit être supérieur aux coûts entraînés par la fourniture des ressources. *En d'autres termes, une valeur doit être créée pour les deux parties, de chacun de leur point de vue respectif.*

Si l'on confronte utilité marginale décroissante et coûts marginaux croissants de l'engagement des ressources ou de la mise à disposition de ressources, on peut partir de l'idée que les deux parties sont d'accord pour procéder à un échange tant que l'utilité marginale dépassera les coûts marginaux (voir la figure 3). Une entreprise sera donc d'accord de payer un prix maximum (P) pour la prestation du stakeholder qui corresponde à l'utilité marginale de la ressource (GN). Il faut donc que  $(P \leq GN)$ .<sup>5</sup>

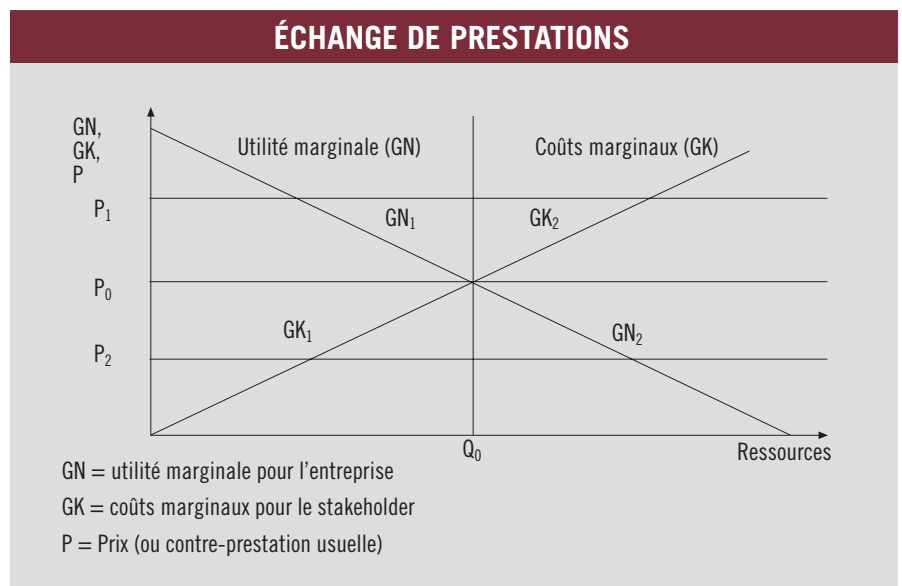


Figure 3: échange de prestations entre stakeholders et entreprise

Un stakeholder exigera pour sa part une contre-prestation qui atteigne au moins le niveau de ses coûts marginaux (GK). Il faut donc que  $P \geq GK$ . Il y aura équilibre lorsque l'utilité marginale du paiement à effectuer par l'entreprise correspondra aux coûts marginaux pour le stakeholder (c'est le cas pour  $P_0$  et  $Q_0$ ). Le prix peut être interprété comme étant le prix du marché, lorsqu'il correspond au montant ou à la contre-prestation usuelle pour un type déterminé de prestations des stakeholders.

On peut par ailleurs partir de l'idée qu'il y aura toujours des déséquilibres entre le prix demandé (ou accepté) et l'utilité marginale (ou les coûts marginaux). Dans ces cas, une pression se manifeste dans le but d'une adaptation. Dans ce contexte, on peut faire la distinction en quatre types de situations :

- $GN_1 > P_0 > GK_1$  : si l'utilité marginale dépasse le prix du marché et celui-ci les coûts marginaux du stakeholder, on peut compter non seulement qu'il y aura échange de ressources, mais il est également de l'intérêt des deux parties que le rapport se maintienne et s'élargisse.



- $GN_2 < P_0 < GK_2$ : dans une situation où d'une part le prix du marché dépasse l'utilité marginale pour l'entreprise mais, d'autre part, reste en dessous des coûts marginaux du stakeholder, la liaison entre entreprise et stakeholder n'est intéressante sous aucune des perspectives des deux parties. Aucune d'entre elles ne dispose donc de «marge de négociation».
- $P_1 > GN_1 > GK_1$ : si le prix (par exemple le prix localement usuel) dépasse l'utilité marginale pour l'entreprise d'une part et que, d'autre part, elle dépasse aussi les coûts marginaux du stakeholder, la direction de l'entreprise ne sera disposée à établir une relation avec le stakeholder que si la contre-prestation destinée à celui-ci peut être réduite ( $P_0$  au lieu de  $P_1$ ). Le stakeholder de son côté a intérêt à accepter une telle réduction tant que le prix dépasse les coûts marginaux, à l'avenir également.
- $P_2 < MU_2 < MC_2$ : si l'utilité marginale de la ressource pour l'entreprise dépasse la contre-prestation usuelle sur le marché ( $P_2$ ), mais que celle-ci est inférieure aux coûts marginaux assumés par le stakeholder ( $GK_2$ ), alors le stakeholder ne sera prêt à fournir la ressource que si le paiement est augmenté (de  $P_2$  à  $P_0$ ). Il n'y aura pas de transaction, car l'entreprise ne serait disposée à augmenter le prix que si celui-ci restait inférieur à l'utilité marginale.

L'examen de l'utilité marginale et des coûts marginaux contribue à répondre à la question de savoir jusqu'à quel point, ou dans quelle mesure, il y aura échange entre l'entreprise et le stakeholder. On a constaté ici que les deux parties ne sont intéressées à un échange de ressources que si, dans la perspective de chacune, l'utilité marginale correspond aux coûts marginaux. Si l'on part de l'idée qu'avant d'atteindre ce point l'utilité marginale dépasse les coûts marginaux, alors il y a rente pour les deux parties (voir la figure 4). Ces rentes reflètent à leur tour la valeur qui résulte de l'échange entre l'entreprise et le stakeholder. La somme de ces deux rentes peut être désignée comme *stakeholder value*. Celle-ci se compose d'une part de la *valeur de l'entreprise orientée stakeholder* (surface  $AP_0C$ ) et, d'autre part de la *stakeholder value orientée entreprise* (surface  $BP_0C$ ).

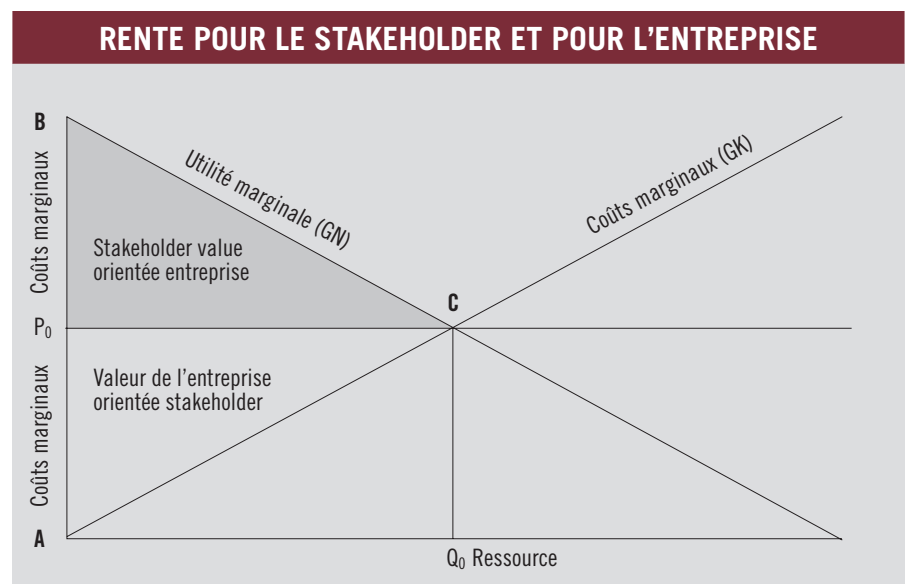


Figure 4: rente pour le stakeholder et rente pour l'entreprise

L'ensemble de la stakeholder value résultant de la relation entre la direction de l'entreprise et ses stakeholders correspond donc à la somme de la valeur de l'entreprise orientée stakeholder et de la stakeholder value orientée entreprise du point de vue de tous les stakeholders.

### 3.3 Pourquoi mesurer la stakeholder value ?

La discussion qui précède amène à la question de savoir si la mesure de la stakeholder value est utile, ou bien s'il ne suffirait pas d'utiliser ce paramètre comme une grandeur d'orientation purement qualitative.

- *La stakeholder value ne correspond pas à la shareholder value*: en pratique, on soutient souvent l'argumentation selon laquelle une maximisation de la shareholder value serait toujours dans l'intérêt des stakeholders (voir par exemple BZ Trust 1998). Dans ce contexte, il y a lieu de faire remarquer que la shareholder value ne mesure exclusivement que la valeur de l'entreprise dans l'optique des bailleurs de fonds propres. On sait bien que, dans la pratique de la quantification, même les placements financiers peuvent avoir des valeurs très différentes en fonction de la perspective de différents investisseurs potentiels et dans le cadre de circonstances différentes d'évaluation. Par exemple, la valeur de liquidation et la valeur de perpétuation (continuation de l'exploitation) d'une entreprise sont régulièrement très différentes. Il en va de même par analogie pour l'évaluation des entreprises dans la perspective de différents stakeholders. La stakeholder value, indépendamment de la question de savoir si on l'interprète comme valeur de l'entreprise orientée stakeholder ou comme stakeholder value orientée entreprise, ne peut donc pas être mise sur pied d'égalité, qu'on le veuille ou non, avec la shareholder value. Il convient ici de veiller également que, d'un point de vue théorique et selon le concept de shareholder value, l'augmentation de celle-ci n'entraîne ni n'interdit à priori une augmentation de la stakeholder value, ni qu'il existe nécessairement une relation entre stakeholder value et shareholder value.

- *Évaluation technique du rapport entre shareholder value et stakeholder value*: l'appréciation technique de la question de savoir si une gestion orientée en fonction du concept de shareholder value entraîne l'augmentation « automatique » de la stakeholder value n'est possible que si cette dernière peut être quantifiée. Seule la mesure de la stakeholder value permet le jugement empirique de la question de savoir, d'une part, s'il existe un éventuel rapport causal et quantitatif, et dans l'affirmative de quelle nature, entre shareholder value et stakeholder value et, d'autre part, s'il existe des rapports de nature et d'intensité différentes entre l'orientation de la direction, entre différentes branches ou nations, etc. En troisième lieu, on pourra alors déterminer si des stakeholders déterminés sont avantagés ou préférentiels par une gestion orientée en fonction de la shareholder value.

- *Seul ce qui se mesure est ensuite pris en compte*: c'est en fait la question de savoir quels stakeholders doivent être pris en considération et dans quelle mesure ils constituent un défi central pour la gestion stratégique de l'entreprise. On tente aujourd'hui d'y répondre de manière surtout intuitive ou grossièrement schématique. Une quantification fournit toujours un outil de valeur très demandé, chaque fois qu'il s'agit

de choisir différentes alternatives et lorsque la prise de décision ne peut intervenir en fonction d'aspects uniquement qualitatifs. Les situations qui ne sont pas évidentes se rencontrent en particulier dans les domaines complexes et quand la quantification elle-même est particulièrement difficile. Comme on sait que, dans la pratique, ne sont gérés que les aspects qui peuvent être mesurés, toute quantification rendra service lorsque la grandeur mesurée ne rend pas intégralement compte des circonstances. À lui seul, le fait de mesurer quelque chose et qu'une grandeur mesurable puisse être communiquée à l'intérieur ou à l'extérieur de l'entreprise donne plus de poids à l'aspect considéré. Il faut toutefois toujours tenir présentes à l'esprit lors de la prise de décision les limites de la valeur expressive d'une grandeur chiffrée.

- *La représentation efficace des relations entre les stakeholders exige une base d'information fiable*: la mesure de la stakeholder value fournit un fondement technique pour la prise de décision en gestion stratégique et pour la représentation des relations entre les stakeholders. Quels sont ceux d'entre eux qui apportent une contribution particulièrement importante au succès de l'entreprise? Quels sont ceux d'entre eux dont la direction de l'entreprise ne tient pas suffisamment compte? Lesquels au contraire se voient-ils attribuer un poids excessif par rapport aux autres? La mesure de la stakeholder value permet également de déterminer si et dans quelle mesure les décisions de la direction et les mesures prises ont été ou non couronnées de succès. En particulier, on peut examiner aussi la question de savoir dans quelle mesure une gestion de l'entreprise orientée en fonction de ses stakeholders (et qui devrait donc nécessairement augmenter la stakeholder value) aurait ou non une influence sur la shareholder value de l'entreprise.

Ni l'appréciation empirique de la relation entre l'orientation shareholder value et la stakeholder value, ou vice-versa, l'évaluation de la relation entre l'orientation stakeholder value et la shareholder value ne sont possibles sans la quantification de la stakeholder value. Impossible non plus de représenter sans elle de manière quantitativement fondée la relation entre les différents stakeholders. Étant donné que ces analyses apportent un soutien à la gestion systématique et efficace de toute entreprise, la question se pose maintenant des méthodes de quantification dont on dispose pour mesurer la stakeholder value.

## 4. STAKEHOLDER VALUE ADDED

### 4.1 De la quantification de la shareholder value à la mesure de la stakeholder value

Une valeur est créée chaque fois que l'utilité d'une transaction dépasse ses coûts, c'est-à-dire un *excédent d'utilité*. Pour calculer la valeur de l'entreprise, les procédés d'évaluation orientés vers l'avenir tels que la notion de shareholder value ou la méthode de l'économic value added comparent l'utilité attendue aux coûts. Dans le cadre de ces procédés, les risques sont pris en compte par le biais de l'ajustement du taux d'es-compte. Ces procédés reposent sur la détermination de la valeur de l'entreprise dans ses trois composants suivants :

- utilité attendue,
- coûts attendus,
- risque attendu.

Comme indiqué dans le paragraphe précédent, la création de valeur se manifeste également par un excédent d'utilité pour les deux parties en raison des relations avec d'autres stakeholders. Les variables à quantifier dans le cadre de la stakeholder value sont donc l'utilité, les coûts et les risques auxquels il faut s'attendre.

### 4.2 Principe du calcul de l'excédent d'utilité ajusté au risque

Pour le calcul de l'excédent d'utilité résultant d'une relation avec un stakeholder, il faut calculer l'utilité et les coûts ajustés au risque et les comparer entre eux. Deux problèmes surviennent dans ce contexte lors de la quantification de la stakeholder value :

- Tout d'abord, seule une partie de l'utilité et des coûts sont monétisés et monétisables. La mesure complète de l'intégralité de la stakeholder value n'est donc pas possible. L'analyse de la littérature portant sur la notion de « stakeholder value » montre toutefois clairement que, dans le plus grand nombre de cas, l'on part de l'idée que la valeur des relations avec les stakeholders est mesurable au plan économique et donc implicitement monétisable.
- Lorsque l'on se penche sur la question de savoir comment les relations avec les stakeholders peuvent être quantifiées, nous nous heurtons ensuite au problème posé par le fait que seule la relation avec les bailleurs de capitaux se caractérise par un flux d'argent bidirectionnel (voir le tableau 2) .<sup>6</sup> Il n'y a qu'un flux unidirectionnel dans toutes les autres relations avec les stakeholders, en regard duquel figure une valeur réelle (prestation ou produit matériel) .<sup>7</sup>

	Cash flow de l'entreprise aux stakeholders	Cash flow des stakeholders à l'entreprise
Personnel	Oui	Non
État	Oui	Non
Fournisseurs	Oui	Non
Clients	Non	Oui
Bailleurs de capitaux	Oui	Oui

Tableau 2: pertinence en matière de cash flow des relations entre les stakeholders et l'entreprise

Le calcul de la stakeholder valeur pose donc la question de savoir comment procéder dans les cas où les coûts ou l'utilité ne peuvent pas être directement exprimés en termes monétaires. Il faut aussi faire ici la distinction entre évaluation de l'entreprise orientée stakeholders et évaluation des stakeholders orientée entreprise. Le tableau 3 donne un aperçu des questions de quantification qu'il y a lieu de résoudre dans ce contexte. Il faut par exemple tirer au clair la question de savoir comment peuvent être déterminés les coûts pour le stakeholder État, respectivement l'utilité pour l'entreprise de son rapport avec le stakeholder État.

	Évaluation de l'entreprise orientée stakeholders « de l'entreprise aux stakeholders »	Évaluation des stakeholders orientée entreprise « des stakeholders à l'entreprise »
Utilité	Clients	Personnel, État, fournisseurs
Coûts	Personnel, État, fournisseurs	Clients

Table 3: questions ouvertes de quantification de l'utilité et des coûts

Ce n'est que si l'on parvient à résoudre ces questions de quantification que l'utilité et les coûts peuvent être calculés, et que l'on parviendra donc à déterminer quel est l'excédent d'utilité. Pour ce faire, nous désignons la valeur en espèce (actualisée) des excédents d'utilités escomptés comme stakeholder value added. Le calcul de la stakeholder value added représente l'objectif de tout calcul de la stakeholder value et peut en principe se faire à l'aide de la formule suivante :

$$\text{Shareholder Value Added} = \sum_{n=1}^{n=\infty} (N_n^{ST} - K_n^{ST}) \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

$N^{ST}$  = utilité résultant de la relation avec le stakeholder (stakeholder benefits)

$K^{ST}$  = coûts résultant de la relation avec le stakeholder (stakeholder costs)

n = période

i = taux d'escompte

Dans ce contexte, il faut souligner que ceci ne représente que l'une des possibilités de calcul. D'autres modalités de calcul se distinguent par exemple par le moment de l'application au taux d'escompte, pendant le calcul.

Le calcul de la stakeholder value added exige la quantification (ou la monétisation) de l'utilité et des coûts ainsi que du risque d'une relation avec un stakeholder. Le fait que seule une partie de l'utilité et des coûts soient de type monétaire pose certes une limite à la valeur d'une affirmation sur la qualité d'une relation entre entreprise et stakeholder. Toutefois, la monétisation permet d'opérationnaliser l'utilité pour le stakeholder, ses coûts et la stakeholder value added. Elle permet de la sorte de s'exprimer sur les aspects monétaires de la relation.

	Utilité évaluée	Utilité non évaluée
Coûts évalués	Stakeholder value added	Stakeholder costs
Coûts non évalués	Stakeholder benefit	

Tableau 4: utilité, coûts et value added pour le stakeholder

Comme indiqué dans le tableau 4, on peut calculer le « stakeholder benefit » (utilité pour le stakeholder) dans les cas où il n'est possible de ne quantifier que l'utilité et non les coûts. Les « stakeholder costs » (coûts pour le stakeholder) peuvent être calculés si les coûts sont déterminés, mais pas l'utilité.

Le calcul de la *stakeholder value added* en tant que paramètre à long terme orienté vers l'avenir exige donc la quantification de l'utilité et des coûts pour le stakeholder, et ceci sur plusieurs périodes.

### 4.3 Calcul de l'excédent d'utilité d'une relation avec un stakeholder

On calcule généralement aujourd'hui la valeur d'une entreprise à l'aide de procédés d'évaluation orientés vers l'avenir, comme c'est le cas avec la notion de shareholder value. La valeur totale de l'entreprise est déterminée en actualisant tous les cash flows attendus pour les périodes futures. Ce n'est qu'ensuite que la valeur calculée est mise en regard des coûts (d'opportunité) des fonds propres.

La figure 5 comment, lors du calcul traditionnel de la shareholder value, les prétentions de tous les stakeholders ou de tous les stakeholders qui ne sont pas bailleurs de capitaux (à l'exception des prétentions des bailleurs des fonds propres) sont déduites dans un premier pas.<sup>8</sup> Ainsi par exemple la figure 5 montre l'évolution attendue du chiffre d'affaires d'une entreprise et sa répartition entre les différents stakeholders.

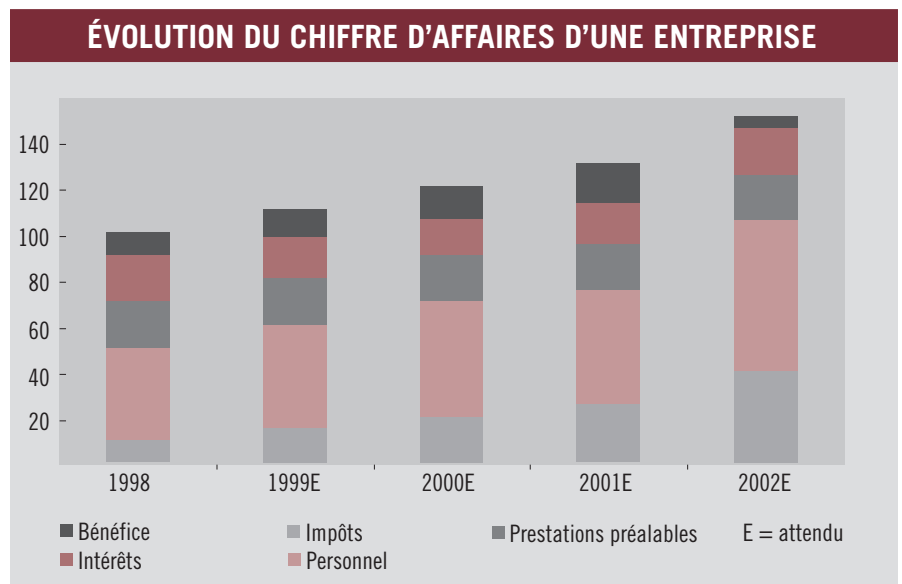


Figure 5: évolution du chiffre d'affaires d'une entreprise

Dans l'étape suivante, on déduit les impôts, les frais de personnel, les prestations préalables et la rémunération des fonds étrangers du chiffre d'affaire (voir la figure 6).

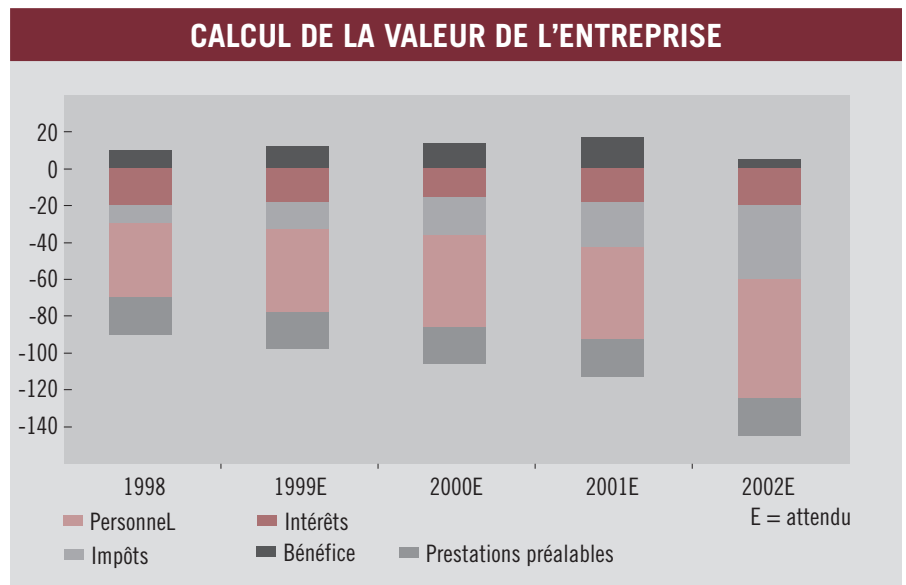


Figure 6: calcul de la valeur de l'entreprise

L'excédent illustré correspond à la valeur qui, du point de vue de l'entreprise, peut être attribuée au stakeholder actionnaire (shareholder).

L'évaluation des excédents d'utilité d'une relation stakeholder peut se faire de la même manière. Il faut dans ce cas faire la distinction entre un point de vue spécifique à tel ou tel stakeholder et une perspective d'ensemble :

- Le point de vue spécifique se concentre sur un seul stakeholder (le personnel par exemple), ce qui permet une recherche directe et ciblée du point de vue d'un groupe déterminé.
- La perspective d'ensemble, au-delà des stakeholders particuliers, rassemble plusieurs stakeholders. En fonction de la problématique traitée, il peut être pertinent de regrouper plusieurs stakeholders. Par exemple, la notion d'entity<sup>9</sup> permet l'appréciation séparée des effets de la gestion opérationnelle et des décisions en matière de financement en examinant ensemble un super-groupe de stakeholders composé des bailleurs de fonds étrangers et des bailleurs de fonds propres.

Pour calculer le flux d'utilité il faut maintenant déterminer d'une part quelle est la contre-prestation qui sera payée à un stakeholder, par exemple le personnel. Ceci est possible en déduisant en plus du chiffre d'affaire la rémunération (attendue) des capitaux étrangers et le bénéfice (attendu), mais non les coûts de personnel. Il en résulte l'évolution de la valeur telle que l'illustre la figure 7, dans la perspective du personnel.

## ÉVOLUTION DE L'ENTREPRISE DU POINT DE VUE DE SON PERSONNEL

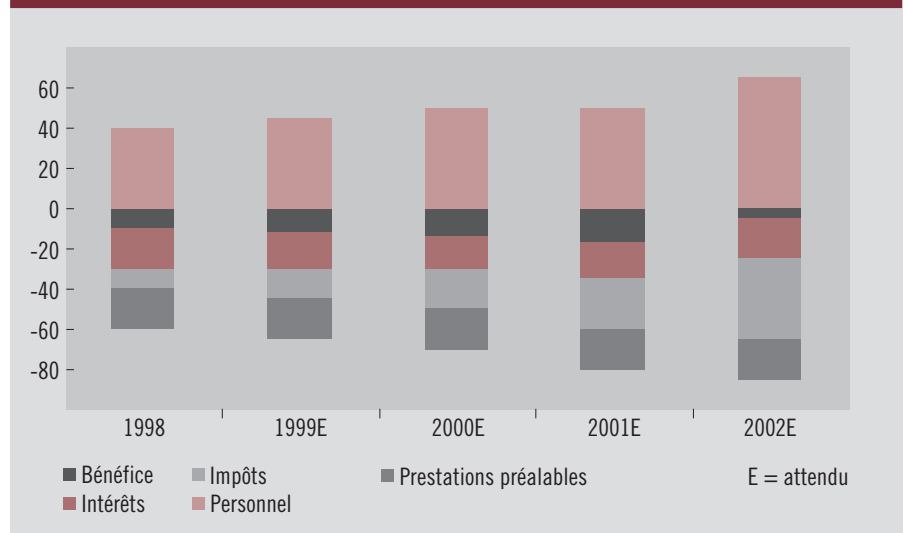


Figure 7: évolution de l'entreprise du point de vue de son personnel

L'évolution illustrée donne la valeur brute par période. Dans la perspective décrite de l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder et le l'évaluation du stakeholder orientée entreprise, ces paiements représentent une utilité (évaluation de la valeur de l'entreprise orientée stakeholder du point de vue du personnel) ou des coûts (évaluation du stakeholder personnel orientée entreprise). Le calcul de la stakeholder value added requiert maintenant de calculer la valeur nette des excédents d'utilité.

### 4.4 Calcul de la stakeholder value added en tant que valeur du stakeholder orientée entreprise

Les questions de quantification abordées dans la section précédente sont en principe solubles dans tous les cas dans lesquels l'utilité et les coûts trouvent leur reflet monétaire dans l'entreprise. Tel n'est toutefois pas le cas pour l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder, car l'utilité et les coûts sont inconnus ou ne peuvent être soumis à une valorisation monétaire.<sup>10</sup> L'utilité monétaire qui fait que le personnel travaille peut, par exemple, être très simplement déterminée par le biais du salaire. Il faut maintenant confronter à cette utilité les coûts qu'elle engendre. Ceci n'est pas possible sans autre, car, par exemple, il n'y a aucune appréciation monétaire des coûts du point de vue du personnel et parce que les coûts varient d'un travailleur à l'autre, c'est-à-dire que ces coûts sont subjectifs. Si l'on ne veut pas se rabattre sur des valeurs moyennes grossièrement estimées, la monétarisation de l'utilité de la clientèle et les coûts de personnel, de l'État et des fournisseurs n'est pas possible dans la perspective de l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder. Tant qu'un stakeholder aura le choix entre des activités alternatives et différentes entreprises, on peut partir de l'idée que l'utilité de la relation pour le stakeholder dépasse ses coûts. Sinon, il ne se serait pas décidé pour cette forme de mise à disposition de ressources, ni pour cette entreprise. Dans le cas des clients, on peut dire dans le cas normal que l'utilité (attendue) dépasse les coûts, car sinon ils ne se seraient pas décidés en faveur de l'achat des produits de l'entreprise. En d'autres termes, les clients ont ainsi obtenu une rente de consommateurs.



Pour conclure, disons que le stakeholder benefit peut être calculé pour les stakeholders personnel, État et fournisseurs, et les stakeholder costs pour le stakeholder clients.

Par contre, l'utilité dans le cadre de l'évaluation des stakeholders orientée entreprise relève de l'entreprise et elle est mesurable. La valeur stakeholder orientée entreprise correspond à l'utilité apportée par le stakeholder considéré (ou par un groupe de stakeholders) qui dépasse les coûts qu'il a entraînés. Le total de l'utilité obtenue de tous les stakeholders ensemble peut être calculé en déduisant du chiffre d'affaires les coûts de toutes les relations avec des stakeholders. On peut également déterminer quelle est la valeur créée par l'ensemble des stakeholders. Ce qui importe ici, c'est que l'on tienne également compte des coûts des fonds propres. En d'autres termes, l'objectif n'est pas seulement de déterminer le montant de la création de valeur, mais aussi le bénéfice économique exprimé comme valeur actuelle des excédents d'utilité escomptés.

La contribution ou la part de tel ou tel stakeholder ne peut par contre pas être déterminée, car il n'est pas possible de procéder à une répartition causale ni à une affectation du solde du bénéfice aux différents stakeholders. Si l'on part de l'hypothèse qu'il existe un rapport de complémentarité entre les stakeholders, c'est-à-dire que chaque stakeholder dépend des autres stakeholders de l'entreprise pour la fourniture de sa prestation propre et qu'il y a donc des effets de synergie, alors toute attribution de tel ou tel montant aux différents stakeholders ne manquerait pas de soulever des doutes.

Dans ce contexte, il y a lieu de mettre en regard l'ensemble du bénéfice subsistant après la déduction de tous les coûts avec les coûts spécifiques des différents stakeholders. Ceci pourrait surprendre au premier abord. Il faut toutefois observer que cette manière de procéder en relation avec le stakeholder «shareholder» ne constitue pas l'exception, mais bien la règle. Ainsi, lors du calcul de la valeur financière de l'entreprise ou dans la recherche des paramètres pour la détermination de la rentabilité du capital, on part régulièrement de l'idée que la totalité du bénéfice peut être affectée à ce stakeholder. Si un stakeholder disparaît qui dispose d'une ressource rare indispensable au processus de fourniture des prestations, ceci peut provoquer une chute considérable du bénéfice, voire même compromettre la survie de l'entreprise. C'est pourquoi le calcul d'un rapport entre le bénéfice économique et les coûts des stakeholders est pertinent. Nous désignons cet indice sous le nom de «return on stakeholder» (RoSt) par analogie avec les autres paramètres traditionnels de rentabilité.

Le RoSt renseigne sur la rentabilité absolue de la relation avec le stakeholder considéré. La comparaison du RoSt avec les coûts d'opportunité est particulièrement précieuse. Par analogie avec l'évaluation traditionnelle de l'entreprise, on peut confronter les coûts d'opportunité avec les RoSt moyens obtenus sur le marché. Ce «différentiel RoSt» (value spread) correspond à la différence qu'il y a entre le RoSt spécifique d'une entreprise et le RoSt du marché.

Dans le cas du différentiel RoSt, il s'agit d'une grandeur relative exprimée en pourcentage. Le calcul de la stakeholder value absolue et créée en relation avec l'entreprise, soit la «stakeholder value added» se fait ensuite par simple multiplication du RoSt par les coûts des stakeholders.

Pour être complet, il faut encore mentionner ici que le calcul de la valeur en espèces des excédents d'utilité exige la quantification du risque indispensable à la détermination du taux d'escompte. Ceci peut se faire par le biais d'une appréciation des risques spécifiques de chaque stakeholder. Si le manque d'informations ou le coût de l'opération l'interdisent, on peut y suppléer en simplifiant considérablement en recourant au taux d'escompte habituel utilisé pour l'évaluation de la shareholder value.

#### 4.5 Conclusion

Le concept présenté ici de stakeholder value added peut être appliqué aux différents stakeholders d'une entreprise. On peut donc faire la distinction entre différentes grandeurs partielles de la stakeholder value added (voir le tableau 5).

Stakeholder	Stakeholder Value Added	Disponibilité des chiffres du cash flow
Bailleurs des fonds propres (propriétaires)	Shareholder value added (economic value added/ shareholder value)	Chiffres bien disponibles
Personnel	Employee value added	Chiffres disponibles en externe, bien disponibles au sein de l'entreprise
Bailleurs des fonds étrangers	Creditor value added	Chiffres bien disponibles
État	State ou governmental value added	Chiffres disponibles en externe, bien disponibles au sein de l'entreprise
Clients	Customer value added	Chiffres disponibles au sein de l'entreprise
Fournisseurs	Supplier value added	Chiffres disponibles en externe, bien disponibles au sein de l'entreprise
Voisins	Neighbours value added	En général, pas de chiffres en externe, chiffres disponibles au sein de l'entreprise
...	...	...

**Tableau 5 :** grandeurs partielles de la stakeholder value added

Toutes les grandeurs partielles de la stakeholder value added énumérées dans le tableau 5 peuvent être abordées dans la perspective de l'évaluation stakeholder orientée entreprise et de l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder. La disponibilité des données relatives aux flux de paiements monétaires diffère selon que l'analyse est effectuée par une personne interne ou externe à l'entreprise. Comme déjà indiqué dans le tableau 2, seuls l'utilité ou les coûts des différents stakeholders se traduisent par un flux d'argent entre les stakeholders et l'entreprise, à l'exception du cas des seuls stakeholders bailleurs de capitaux.

Une analyse visant l'une des grandeurs partielles de la stakeholder value et portant sur la relation entre l'entreprise et ses stakeholders se fait déjà en pratique pour certaines des relations avec les stakeholders. Il s'agit de la relation entre l'entreprise et ses bailleurs de fonds propres. Dernièrement, la relation avec le stakeholder «clients» compte de plus

en plus souvent parmi les fondements de la méthode de la valeur de rendement (dite aussi « customer lifetime value ») .<sup>11</sup>

Le chapitre suivant montrera comment la stakeholder value added peut être concrètement calculée. À titre d'exemple, on calculera les éléments suivants pour les entreprises de l'industrie automobile européenne :

- Creditor Value Added
- Employee Value Added et
- Governmental Value Added.

# 5. MÉTHODE PRATIQUE DE CALCUL ET ÉTUDE D'UN CAS CONCRET

## 5.1 Méthode de calcul concret de la stakeholder value added

Cet exemple d'application permettra de montrer comment l'on peut procéder pour l'évaluation concrète de la stakeholder value added. Le schéma de déroulement de la figure 8 donne une orientation générale à ce sujet :

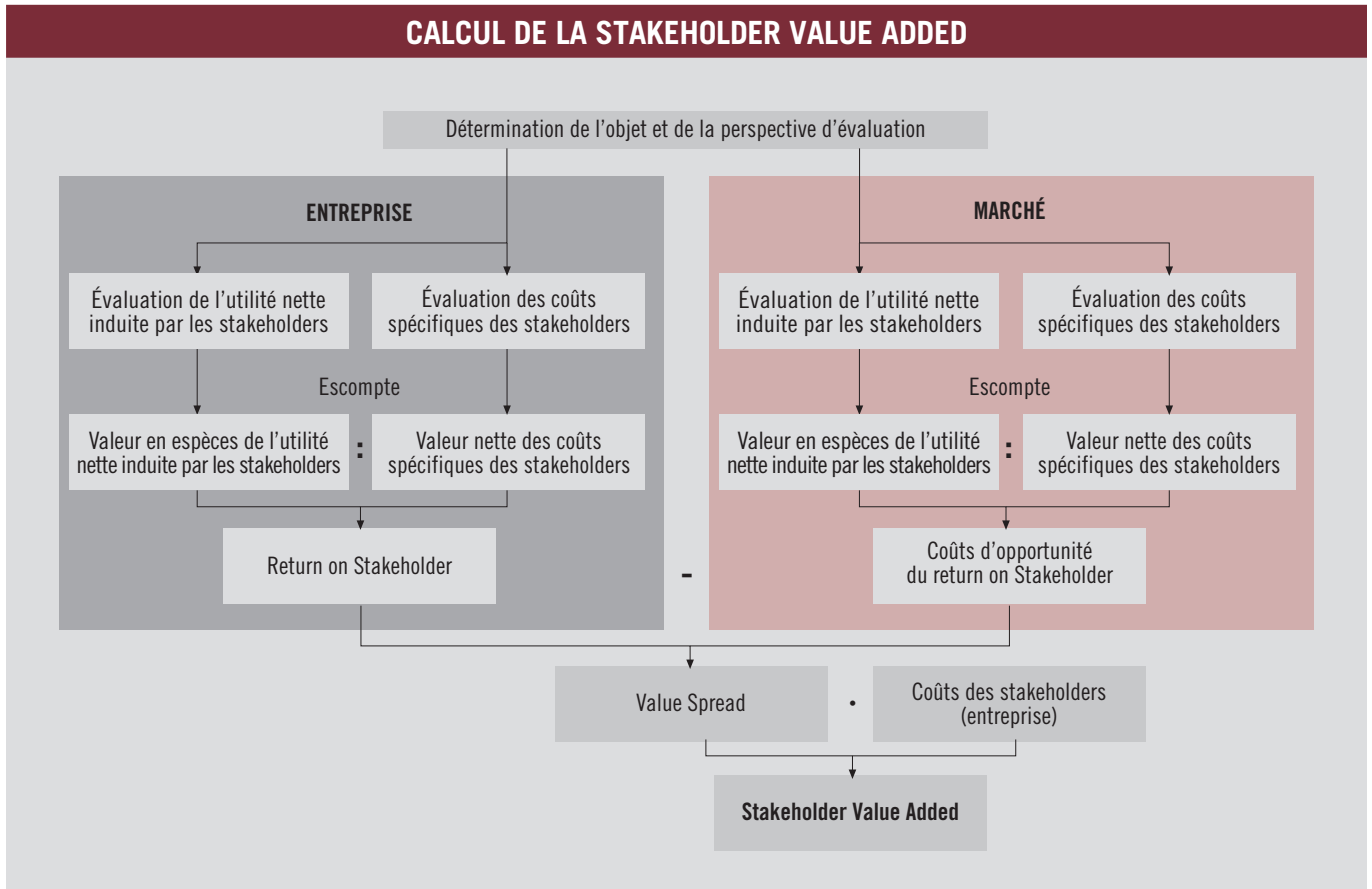


Figure 8: calcul de la stakeholder value added

Nous exposerons dans les lignes qui suivent et à l'aide de ce schéma les considérations qui président au calcul de la stakeholder value added. La section suivante en montrera l'application à l'industrie automobile européenne. Cette section peut être lue en parallèle avec la présente.

### (1) Détermination de la perspective d'évaluation et de l'objet de l'évaluation

Comme déjà expliqué, toute évaluation dépend de la perspective choisie et de l'objet de l'évaluation. Dans cette étape, il faut donc déterminer quelle relation stakeholder doit-elle être évaluée, et dans quelle perspective. On peut distinguer ici essentiellement entre l'évaluation stakeholder orientée entreprise et l'évaluation de l'entreprise orientée stakeholder. Pour les explications qui suivent, nous avons choisi la perspective d'une évaluation stakeholder orientée entreprise.<sup>12</sup>

### (2) Évaluation de l'utilité nette orientée stakeholder (entreprise et marché)

Une valeur naît chaque fois que l'utilité est supérieure aux coûts. Du point de vue d'une entreprise, une valeur a été créée lorsqu'il subsiste un excédent d'utilité après déduction de tous les coûts des stakeholders. Ce qui

pose problème dans ce contexte, c'est que l'affectation causale des excédents d'utilité à tel ou tel stakeholder n'est pas possible. Nous avons examiné plus haut cette problématique plus en détails. Pour la suite, nous partons donc de l'idée que chaque stakeholder peut se voir attribuer la totalité de l'excédent d'utilité de l'entreprise. Ceci pourrait étonner à première vue. C'est toutefois exactement la même assumption qui est régulièrement faite par exemple dans le cadre de l'évaluation traditionnelle de l'entreprise, orientée shareholder. Cette procédure analogue trouve son fondement dans le fait que l'absence d'un seul stakeholder peut entraîner la perte de tout l'excédent d'utilité.

Pour calculer l'excédent d'utilité, il faut ajuster les chiffres du compte de résultat traditionnel qui ne tiennent pas explicitement compte des prétentions des bailleurs des fonds propres. Pour ce faire, on déduira de la valeur résiduelle subsistante (le bénéfice) les prétentions des bailleurs des fonds propres, à savoir le coût des fonds propres.

Il est de la nature même des fonds propres qu'il n'y ait en règle générale aucun droit fixe pour leur rémunération. Pour assumer le risque de l'entreprise, les bailleurs des fonds propres se voient attribuer le solde restant une fois que tous les autres stakeholders ont été satisfaits. Dans le cadre de l'évaluation traditionnelle de l'entreprise orientée rendement, il est usuel de mettre les coûts des fonds propres en regard des coûts d'opportunité de ceux-ci. On procède à un calcul d'intérêt semblable à celui que l'on obtiendrait en moyenne sur le marché, pour un risque comparable.

Dans ce contexte, il faut veiller à ce que le droit à une rémunération du point de vue des bailleurs des fonds propres ne repose pas (seulement) sur le capital effectivement mis à la disposition de l'entreprise, mais sur la valeur de marché de ce capital. Si un investisseur acquiert une action en bourse, il le fait dans l'attente de recevoir une rémunération sur la totalité du prix d'achat, et pas seulement sur la valeur comptable de cette action.

Les composants suivants doivent être déterminés pour pouvoir quantifier l'utilité:

- bénéfice de l'entreprise avant rémunération des bailleurs des fonds propres,
- valeur de marché des fonds propres,
- risques inhérents aux fonds propres,
- taux d'intérêt hors risques et prime de risque du marché.

Le «bénéfice avant rémunération des bailleurs des fonds propres» peut en général être tiré du compte de résultat. La «valeur de marché des fonds propres» correspond à la capitalisation sur le marché (ce qui s'obtient naturellement facilement pour les entreprises cotées en bourse). La «capacité des fonds propres d'assumer des risques» est donnée par ce que l'on appelle le coefficient bêta ( $\beta$ ) à condition de partir de l'idée que seul le risque systématique doit être pris en compte. Le «taux d'intérêt hors risques» et la «prime de risque du marché» sont également donnés par le marché des actions.

Le taux d'intérêt demandé sur les fonds propres se compose de deux éléments. Il faut tout d'abord qu'il rémunère à hauteur du taux d'intérêt hors risque. Il s'agit ici de rémunérer le temps pendant lequel l'argent est mis à disposition. S'y ajoute une prime de risque qui est en relation linéaire avec le risque systématique couru. Le taux de rémunération des fonds propres se calcule donc comme suit :

Taux d'intérêt des fonds propres = taux d'intérêt hors risques + prime de risque • bêta

Si l'on multiplie ce taux d'intérêt par la capitalisation sur le marché, l'on obtient le taux d'intérêt demandé sur les fonds propres et, par voie de conséquence, les coûts des fonds propres. En relation avec la calcul du taux d'intérêt des fonds propres, on a donc :

Coûts des fonds propres = capitalisation sur le marché • (taux d'intérêt hors risque + prime de risque • bêta)

Pour calculer le bénéfice après coûts des fonds propres, et donc pour déterminer l'excédent d'utilité, il faut maintenant déduire les coûts des fonds propres de bénéfice avant rémunération de ceux-ci, ce qui donne :

$$\frac{\text{Bénéfice avant coûts des fonds propres} - \text{Coûts des fonds propres}}{\text{Excédent d'utilité}} \text{ (bénéfice après coûts des fonds propres)}$$

Le calcul de l'excédent d'utilité doit être fait, d'une part pour l'entreprise spécifique à évaluer et, d'autre part, pour toutes les entreprises comparables sur le marché, et ceci pour toutes les périodes servant de support à l'évaluation.

### (3) Évaluation des coûts des stakeholders (entreprise et marché)

Les stakeholders entraînent généralement des coûts pour l'entreprise. Ces coûts doivent être calculés pour pouvoir ensuite être mis en regard de l'utilité. Le calcul de la plupart des coûts des stakeholders est relativement facile. Ces coûts peuvent se lire dans le compte de résultat de l'entreprise. Pour la suite, nous examinerons trois stakeholders : le personnel, l'État et les bailleurs de fonds étrangers. Le tableau 6 met en regard les stakeholders et les postes correspondants du compte de résultat.

Stakeholder	Coûts des stakeholders dans le compte de résultat
Personnel	Frais de personnel
État	Impôts
Bailleurs des fonds étrangers	Intérêts sur les fonds étrangers

Tableau 6 : stakeholders et coûts périodiques des stakeholders

Ces coûts des stakeholders doivent, tout comme l'utilité, être calculé non seulement pour l'entreprise spécifique à évaluer, mais également pour toutes les entreprises comparables du marché et pour toutes les périodes sur lesquelles se fonde l'évaluation.

(4) *Formation de la valeur en espèce l'utilité et des coûts (entreprise et marché), par l'actualisation (escompte)*

Au cours des deux périodes précédentes, l'utilité et les coûts ont été calculés pour chacune des périodes considérées. La présente étape verra le calcul de la valeur en espèces (valeur actualisée). On déterminera donc quel est le niveau de l'utilité ou des coûts ramenés à un instant déterminé, ce qui se fera par le biais de l'actualisation (escompte) des diverses périodes au moment de référence. Le taux d'intérêt à utiliser pour ce faire doit refléter la capacité d'assumer des risques, aussi bien du point de vue de l'utilité que de celui des flux de coûts. Nous utiliserons ici comme taux d'escompte celui qui a déjà été mis en œuvre pour le calcul des coûts des fonds propres.

(5) *Calcul du return on stakeholder (RoSt)*

Dans l'étape précédente, nous avons déterminé la valeur en espèces de l'utilité et des coûts pour l'entreprise en cause, pendant l'espace de temps considéré. Il faut maintenant les mettre en regard de l'utilité et des coûts pour chacun des stakeholders. Nous allons donc tenter de répondre à la question de savoir qu'elle valeur en espèces d'utilité est obtenue par unité de valeur en espèces des coûts des stakeholders. Par analogie avec la rentabilité du capital, nous nommons ceci la rentabilité des stakeholders (return on stakeholder, RoSt). Ceci nous permettra, entre autres choses, de comparer entre elles des entreprises de taille différente. La rentabilité des stakeholders se calcule comme suit:

$$\text{Return on Stakeholder (RoSt)} = \frac{\text{valeur en espèces de l'utilité}}{\text{coûts en espèces des stakeholders}}$$

La RoSt doit être calculée également aussi bien pour l'entreprise spécifique à évaluer que pour toutes les entreprises comparables.

(6) *Calcul du différentiel RoSt (value spread)*

Même si le RoSt permet de tirer certaines conclusions sur l'utilité tirée de la relation entre l'entreprise et ses stakeholders, il lui manque un aspect très important, celui des coûts d'opportunité. Ceux-ci correspondent à l'utilité des alternatives qui n'auront pas été retenues (ou qui ne pouvaient pas être retenues). Dans le cadre de l'évaluation traditionnelle de l'entreprise, orientée rendement, on admet que les coûts d'opportunité des fonds propres résultent du rendement moyen sur le marché pour un risque comparable. Il est possible de procéder d'une manière tout à fait semblable dans le contexte de l'évaluation de la stakeholder value added. On commence par calculer le RoSt moyen. Les entreprises utilisées pour la comparaison et le genre de moyenne que l'on calculera dépendent des conclusions que l'on recherche. Dans notre exemple chiffré, nous comparons les producteurs d'automobiles à leurs concurrents («peers») dans l'espace euro, c'est-à-dire à des entreprises du même secteur économique, en déterminant la somme arithmétique. La formule des coûts d'opportunité est donc:

$$\text{Coûts d'opportunité} = \sum_{n=1}^{i=n} \text{RoSt}_i / n$$

où : i = entreprise i, n = nombre des entreprises sur le marché considéré, RoSt = return on stakeholder

Pour calculer le différentiel RoSt, il y a lieu de solder le RoSt de l'entreprise considérée et le RoSt du marché :

Value spread ou différentiel RoSt =  $RoSt_{ent} - \text{coûts d'opportunité}$ ,

où coûts d'opportunité = RoSt moyen du marché

On va donc calculer ici dans quelle mesure la relation avec le stakeholder a permis d'obtenir une rentabilité stakeholder supérieure à celle de la moyenne sur le marché. Cette différence peut être désignée comme value spread, par analogie avec le procédé traditionnel d'évaluation des entreprises de l'économic value added.

#### (7) Calcul de la stakeholder value added

Le value spread est un résultat relatif qui représente un excédent de rendement. Pour trouver la valeur absolue d'un stakeholder, il faut multiplier le value spread par les coûts des stakeholders :

Stakeholder value added = coûts des stakeholders • value spread

La stakeholder value added correspond donc à la valeur en espèces des bénéfices supplémentaires obtenue avec les stakeholders de l'entreprise considérée, comparée aux stakeholders d'autres entreprises.

## 5.2. Stakeholder value added des producteurs d'automobiles de la zone euro

### (1) Détermination de la perspective d'évaluation et de l'objet de l'évaluation

Par la suite, nous allons procéder à l'évaluation stakeholder orientée entreprise de l'industrie européenne de l'automobile. Nous calculerons la valeur des producteurs d'automobiles, du point de vue de leurs stakeholders. Nous prendrons l'exemple des stakeholders suivants :

- collaborateurs,
- bailleurs de fonds étrangers,
- État.

### (2) Évaluation de l'utilité nette orientée stakeholder

Le tableau suivant présente l'excédent d'utilité des producteurs d'automobiles de la zone euro orientés bourse pour les années 1994 à 1998

	VW	Daimler- Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
1994	-656,41	-1684,91	-251,72	-14,10	-	-686,86	-119,29
1995	-363,42	-3731,34	-188,56	-147,82	-129,48	-66,29	-25,13
1996	74,63	-718,71	-295,67	-270,56	-1194,32	81,12	-18,14
1997	-260,77	-1370,32	-411,85	-804,36	390,37	207,79	-31,76
1998	-350,30	-1505,15	-1011,22	-155,49	590,68	-598,00	-66,85

Tableau 7 : excédent de valeur en millions d'€ (source : World Equities) <sup>13</sup>



Le calcul sera expliqué en se fondant sur l'exemple de Volkswagen AG pour l'exercice 1994. Le tableau 8 présente les données nécessaires au calcul des différents données :

1994	Volkswagen
Capitalisation moyenne sur le marché (€)	9.873.615.855
Bêta	1,1
Taux d'intérêt hors risque (hypothèse)	5%
Prime de risque du marché (hypothèse)	3%
Bénéfice du groupe (net) (€)	163.102.110

**Tableau 8** : données clés VW 1994 (source : World Equities)

Les coûts du capital se calculent donc comme suit :

$$9.873.615.855 \cdot (5\% + 3\% \cdot 1.1) = 819.510.116$$

Dans l'étape suivante, le bénéfice du groupe et les coûts des fonds propres sont soldés afin de déterminer l'excédent d'utilité (ici l'excédent des coûts) :

$$163.102.110 - 819.510.116 = -656.408.006$$

Par analogie, il est procédé de même pour tous les autres producteurs d'automobiles.

### (3) Évaluation des coûts des stakeholders (entreprise et marché)

La détermination des coûts des stakeholders n'est dès lors plus difficile, car on peut les trouver dans les rapports de gestion annuels. Ils correspondent ici aux postes de charges suivants :

- frais de personnel,
- charges d'intérêts (brutes),
- charges fiscales.

### (4) Formation de la valeur en espèces de l'utilité et des coûts (entreprise et marché), par l'actualisation (escompte)

Dans cette étape, les coûts et l'utilité pour chaque période doivent être actualisé au même instant pour toute la période considérée. Le taux d'escompte retenu sera, comme déjà indiqué, celui du taux du coût des fonds propres. Dans notre exemple, toutes les valeurs sont actualisées à 1998. Par exemple, la charge fiscale du groupe VW en 1994 se montant à 159,01 millions € a en 1998 une valeur actualisée en espèces de :

$$€ 159.01 \cdot 1.083^4 = 218.75 \text{ millions.}$$

Le tableau 9 donne un aperçu des charges fiscales des entreprises analysées pendant les différentes périodes, le taux d'escompte appliqué et les valeurs en espèces.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
1994	159,01	604,34	286,83	193,46	-	317,10	2,25
1995	397,27	518,96	274,56	86,44	-46,50	428,65	2,45
1996	661,61	-364,04	365,06	16,01	-57,78	544,86	0,87
1997	1270,55	-2035,95	589,52	-153,51	204,74	609,41	9,31
1998	2067,65	3075,00	537,36	344,00	362,06	526,26	21,99
Taux d'escompte	8,30%	8,21%	8,69%	7,82%	8,36%	7,01%	8,15%
<b>Valeur en espèces</b>	<b>4.943</b>	<b>1.932</b>	<b>2.362</b>	<b>567</b>	<b>457</b>	<b>2.743</b>	<b>39</b>

Tableau 9 : valeur en espèces des charges fiscales en millions € (source : World Equities et propres calculs)

Le tableau 10 rassemble les valeurs en espèces des charges de personnel, d'intérêts et d'impôts.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Charges de personnel	60.614	98.983	29.677	28.764	24693	43.055	2.419
Intérêts	7.681	4.844	4.545	2.215	1.896	7.121	36
Impôts	4.943	1.932	2.362	567	457	2.743	39

Tableau 10 : valeurs en espèces des charges de personnel, fiscales et d'intérêts en millions €

À côté des valeurs en espèces des charges, il faut par ailleurs calculer également les valeurs en espèces des excédents d'utilité. Ces valeurs sont indiquées dans le tableau 11 ci-après. Leur calcul se fait comme celui des valeurs actualisées des charges fiscales, ci-dessus.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Excédent d'utilité	-1.909,81	-10.867,61	-2401,56	-1.541,62	-553,41	-1.264,65	-317,39

Tableau 11 : valeur en espèces des excédents d'utilité en millions

Les excédents d'utilités négatifs reflètent la situation généralement mauvaise de l'industrie automobile dans les années 1994 à 1998.

##### (5) Calcul du return on stakeholder (RoSt)

Le return on stakeholder se calcule en mettant en regard la valeur en espèces de l'excédent d'utilité et les valeurs en espèces des différentes charges.

Pour Volkswagen et le stakeholder «collaborateurs», le return on employees donne par exemple la valeur suivante :  $1.909,81 / 60.614 = 3,15\%$ .

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Return on Employees	-3.15 %	-10.98 %	-8.09 %	-5.36 %	-2.24 %	-2.94 %	-13.12 %
Return on Creditors	-24.86 %	-224.34 %	-52.84 %	-69.58 %	-29.19 %	-17.76 %	-892.62 %
Return on Government	-38.64 %	-562.56 %	-101.67 %	-271.95 %	-121.12 %	-46.10 %	-808.67 %

Table 12: Return on Stakeholder (RoSt)

(6) Calcul du RoSt différentiel (value spread)

Pour calculer les coûts d'opportunité, on prendra pour chaque groupe de stakeholders la moyenne arithmétique du RoSt. Le tableau 13 présente ces différents coûts d'opportunité :

	Coûts d'opportunité
Return on Employees	-6.55%
Return on Creditors	-187.31%
Return on Government	-278.67%

Tableau 13 : coûts d'opportunité

Le value spread résulte du solde du RoSt spécifique à l'entreprise et des coûts d'opportunité. Celui du stakeholder «collaborateurs» se calcule donc comme suit :

$$\text{Value spread} = -3,15 \% - (-6,55 \%) = -3,40 \%$$

Le tableau 14 montre le value spread calculé pour toutes les entreprises et pour toutes les relations considérées avec les stakeholders :

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Value spread employees	3,40%	-4,42%	-1,54%	1,19%	4,31%	3,62%	-6,57%
Value spread creditors	162,45%	-37,03%	134,48%	117,73%	158,12%	169,55%	-705,30%
Value spread government	240,04%	-283,89%	177,01%	6,72%	157,55%	232,57%	-530,00%

Table 14: Value spreads (RoSt differentials)

(7) Calcul de la stakeholder value added

Étant donné que la stakeholder value added est une grandeur absolue, il faut multiplier pour la calculer les value spreads par les valeurs en espèces des coûts des stakeholders spécifiques.

Le tableau 10 présente les valeurs en espèces des coûts des stakeholders spécifiques. Ainsi, pour Volkswagen, le stakeholder «collaborateurs» par exemple a une stakeholder value added de :

$$€ 60.614 \text{ millions} \cdot 3.40 \% = € 2,063 \text{ millions}$$

Le tableau suivant donne un aperçu des stakeholder values added

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Employee VA	2063,02	-4379,96	-456,46	343,65	1065,04	1557,29	-158,83
Creditor VA	12479,26	-1793,85	6112,53	2608,28	2997,53	12074,82	-250,79
Governmental VA	11865,07	-5484,24	4181,30	38,11	719,89	6380,49	-208,01

Tableau 15: stakeholder value added en millions €

### 5.3 Discussion

Le succès d'une entreprise dépend de l'efficacité de ses relations avec ses fournisseurs de ressources (stakeholders). L'analyse effectuée ici examine l'efficacité de l'entreprise avec trois stakeholders en termes absolus et relatifs par rapport à la moyenne de la branche. L'appréciation de l'efficacité de ses relations avec ses stakeholders repose sur trois grandeurs :

- Return on Stakeholder (RoSt),
- différentiel RoSt, et
- Stakeholder value added.

La mesure la plus accessible de quantification de la rentabilité de la relation avec les stakeholders est le «return on stakeholder» (RoSt). Aucune des entreprises ne bénéficie d'un RoSt positif. Comme la valeur du RoSt de -101,67 % de la relation de BMW avec l'État l'indique, l'entreprise a subi un excédent de coûts de 102 € par 100 € de charge fiscale.

Ces valeurs RoSt très négatives ne tiennent toutefois pas complètement compte de l'importance réelle de cette relation avec un stakeholder. La moyenne du marché parvient à réaliser un excédent de coûts de 279 € par 100 € de charge fiscale. La valeur réelle de la relation de BMW avec l'État résulte en fait du différentiel des coûts d'opportunité (return on government de -279%) et du RoSt spécifique de l'entreprise. Le «différentiel RoSt» pour BMW est de 177% pour le stakeholder «État» (voir le tableau 14).

Selon que l'on s'intéresse à la valeur obtenue pour chaque € de dépense stakeholder (frais de personnel par exemple), ou à la valeur globale d'une relation avec un stakeholder, il faut utiliser comme étalon de mesure le différentiel RoSt (c'est-à-dire le value spread en tant que nombre relatif) ou la stakeholder value added (en tant que grandeur absolue).

Une *stakeholder value added positive (négative)* montre qu'il résulte un excédent d'utilité supérieur (inférieur) de la relation avec un stakeholder pour chaque € de coûts des stakeholders, par rapport à la moyenne du marché. Les positions extrêmes dans notre étude sont occupées par Daimler-Benz et par Volkswagen. Dans le cas de Daimler-Benz, toutes les relations avec les stakeholders sont «déficitaires», c'est-à-dire qu'en comparaison avec le marché, elles réalisent un excédent d'utilité inférieur à la moyenne. Par contre, toutes les relations de Volkswagen avec ses stakeholders sont «profitables», car elles créent un excédent d'utilité supérieur à la moyenne du marché.

Les grands écarts entre les stakeholder values added de différentes entreprises s'expliquent également par les tailles différentes des entreprises. Par exemple, la valeur en espèces des frais de personnel de Daimler-Benz est de près de 41 fois supérieure à celle de Porsche. Ceci a pour conséquence que, malgré un value spread légèrement meilleur (ou moins négatif) pour Daimler-Benz, Porsche réalise tout de même une «meilleure» stakeholder value added.

Comme le montrent l'exemple de BMW, il peut y avoir de *substantiels écarts entre les stakeholder values added pour différents stakeholders* de la même entreprise. Ceci exprime avec force qu'un bénéfice élevé ne permet pas de conclure «automatiquement» que les relations avec les stakeholders sont efficaces. Par analogie, une perte de l'entreprise ne signifie pas forcément dans tous les cas que les relations avec les stakeholders ne sont pas efficaces. Par exemple, BMW a certes une employee value added négative mais des creditors et governmental value added positives.

Le fait qu'un return on stakeholder (RoSt) négatif ne soit pas obligatoirement l'indication d'une stakeholder value added négative est illustré par toutes les entreprises examinées ici. Par exemple, Peugeot et Renault ont un return on government négatif (Peugeot : -271,95%, Renault : -121,12%). Mais, comme la moyenne du marché du return on government est de -278,67 %, donc inférieur à celle de ces deux entreprises, il y a quand même création de stakeholder value added. L'exemple montre donc que la valeur d'une relation avec un stakeholder ne dépend pas seulement de la valeur absolue créée, mais en particulier de sa comparaison avec celle que les autres entreprises ont créée (ou moins détruite).

## 6. CONCLUSION

Les notions de shareholder value et de stakeholder sont souvent considérées comme étant antagonistes ou concurrentes. Cette manière de présenter les choses ignore non seulement le caractère spécifique de chacune d'entre elles, mais encore elle dissimule le potentiel que l'on peut réaliser par leur intégration pertinente.

La notion de «shareholder value» recouvre un procédé d'évaluation orienté rendement. Ce type de procédé convient pour l'évaluation d'une entreprise orientée fonds propres. Ces procédés sont utilisés pour déterminer la valeur de continuation d'exploitation (perpétuation) d'une entreprise, en calculant la valeur en espèces (actualisée) des excédents attendus. C'est en particulier en raison de leur orientation vers l'avenir et de la relativement faible d'influence des normes comptables que ces procédés ont pris de plus en plus d'importance ces dernières années. Par contre, la notion de «stakeholder» s'attache à un concept d'analyse de la gestion stratégique de l'entreprise. Elle montre quels groupes exercent une influence sur l'atteinte des objectifs de l'entreprise ou quelle influence ils exercent sur l'entreprise dans la poursuite de ses buts. Les stakeholders fournissent à l'entreprise des ressources de telle sorte qu'une valeur s'en dégage, c'est-à-dire que le prix obtenu sur le marché pour l'output soit supérieur au coût des inputs. Il est donc d'autant plus étonnant que la notion de stakeholder ne prévoie aucune évaluation des relations avec les stakeholders du point de vue de l'entreprise. En son absence, ce ne sera que le fait du hasard si les relations avec les stakeholders sont agencées de manière efficace.

La notion de «stakeholder value» est maintenant déjà souvent utilisée en pratique. Ce qu'elle recouvre ne trouve dans la littérature ni définition, ni méthode de calcul. Cette lacune a été comblée par la présente étude qui a montré ce que l'on entend par stakeholder value et comment il est possible de quantifier les relations avec les stakeholders.

Les relations avec les stakeholders sont des relations réciproques. Elles se composent toujours d'une prestation et d'une contre-prestation. On peut donc faire la distinction entre une stakeholder value orientée entreprise et une stakeholder value orientée stakeholder. Il n'y aura de relation avec un stakeholder que si les deux parties la considèrent avantageuse. La stakeholder value correspond donc à la valeur en espèces (actualisée) des excédents d'utilité attendus dans la perspective de l'entreprise ou dans celle du ou des stakeholders.

Le concept proposé ici pour la détermination de la stakeholder value added est la suite logique des procédés éprouvés d'évaluation, orientés rendement. Ce procédé consiste dans le calcul de la valeur créée par la relation avec un ou des stakeholders pendant plusieurs périodes. Pour ce faire, on comparera entre eux les coûts et l'utilité de la relation avec le ou les stakeholders. La relation est attrayante pendant une période si l'utilité obtenue pendant cette période dépasse les coûts pendant la même période. En règle générale, les relations avec les stakeholders sont des relations à long terme (voir à ce sujet, par exemple : Liebl 1999). Ce qui est intéressant, ce ne sont pas tant les excédents d'utilité d'une période que la valeur actuelle de tous les excédents d'utilité attendus. Pour ce faire, il faut escompter les excédents d'utilité attendus à un taux d'actualisation qui tienne compte des risques courus pour en calculer la valeur actuelle en espèces.

On sait des procédés d'évaluation orientés rendement qu'il faut tenir compte des coûts d'opportunité lors du calcul des excédents d'utilité. Il y a création d'utilité quand celle d'une alternative est supérieure à celle que l'on aurait pu obtenir avec les alternatives qui n'ont pas été retenues.

Le cas étudié montre comment la stakeholder value added peut être calculée en se fondant sur les données financières publiées annuellement, même par des analystes externes à l'entreprise. L'exemple de l'industrie automobile européenne a montré trois dimensions de la stakeholder value added (employee value added, creditor value added et governmental value added) considérées dans la perspective ou du point de vue de l'entreprise.

Si l'on admet que ces entreprises ont pour objectif d'augmenter leur valeur, alors l'utilité d'une relation avec un stakeholder correspond à la contribution du stakeholder à l'augmentation de valeur de l'entreprise. Comme dans le cas des procédés d'évaluation traditionnels orientés rendement, on part de l'hypothèse qu'un stakeholder fournit une contribution positive chaque fois que pour chaque € de coûts spécifiques il fournit une contribution à l'accroissement de la valeur de l'entreprise supérieure à celle des stakeholders des entreprises concurrentes. Cet excédent correspond à la valeur de la relation avec le stakeholder après avoir tenu compte des coûts d'opportunité.

La notion de stakeholder value added permet ainsi une appréciation quantitative de la valeur des relations avec les stakeholders en tenant compte des coûts d'opportunité. Ceci permet de procéder à une comparaison intéressante entre les entreprises d'une ou de plusieurs branches, de différents pays, voire même de comparer des branches entières entre elles. Elle contribue de la sorte à l'objectivation de la discussion de la stakeholder value.

Les limites de ce concept sont actuellement tracées par la disponibilité des données nécessaires. La présentation actuelle des comptes est orientée fonds propres. La prise en compte explicite des prétentions des bailleurs des fonds propres permet certes d'ajuster les chiffres. Cependant, l'affectation des flux d'utilité et de coûts à des shareholders spécifiques (fournisseurs, public, par exemple) n'est souvent pas possible. Une faiblesse réside également en l'affectation de l'utilité à tel ou tel stakeholder. Les efforts de la recherche devront donc viser à mettre en évidence la contribution spécifique du stakeholder à l'utilité. Dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise traditionnelle et orientée rendement, il est très simple de calculer les coûts d'opportunité, par exemple en s'orientant d'après des indices. Par contre, la détermination de la stakeholder value added exige de calculer séparément tous les coûts d'opportunité. Certes, ceci donne plus de travail, mais peut par ailleurs contribuer à sélectionner plus rationnellement et plus opportunément les alternatives soumises à la comparaison.

En pratique, les entreprises doivent gérer des prétentions concurrentes, indépendamment du fait qu'elles se sont fixé ou non une augmentation de leur valeur pour objectif. Si l'atteinte d'objectifs concurrents doit s'améliorer, alors les stratégies d'efficacité sont souvent les seules à fournir une réponse. Une entreprise qui est désireuse d'accroître sa valeur doit gérer ses ressources avec efficacité. Ceci est une *conditio sine qua non* pour une augmentation tant de la shareholder value que de la stakeholder value orientée entreprise.

# BIBLIOGRAPHIE

- Alexander, G./Sharpe, W./Bailey, J. (1993):** Fundamentals of Investments, Second Edition. Englewood Cliffs.
- Becker, G.S. (1983):** A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 68, August, No. 3, 371-399.
- Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L. (1998):** Corporate Finance. Munich.
- Blattberg, R./Deighton, J. (1996):** Manage Marketing by the Customer Equity Test, in: Harvard Business Review, July/August, 136-144.
- Bosshart, D. (1996):** Shareholder Capitalism und Stakeholder Capitalism – oder warum wir auf eine neue Form des Kapitalismus zugehen, in: GDI Impuls, Jg. 14, Nr. 2, 26-38.
- Brealey, R.A./Myers, S.C. (1996):** Principles of Corporate Finance. Fifth Edition. New York.
- BZ Trust AG (Hrsg.) (1998):** Aktiensparen macht unabhängiger. Können Sie es sich leisten, auf Aktien zu verzichten? Wilen, 4., aktualisierte Auflage.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1993):** Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. Frankfurt.
- Cornell, B./Shapiro, A.C. (1987):** Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, Vol. 16, 514.
- Damodaran, A. (1995):** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, New York.
- Donaldson, T./Preston, L.E. (1995):** The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, in: Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, 65-91.
- Donaldson, T. (1999):** Making Stakeholder Theory Whole Response, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 237-241.
- Dyllick, T. (1986):** Die Beziehung zwischen Unternehmung und gesellschaftlicher Umwelt, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 3, 373-392.
- Dyllick, T. (1989):** Management der Umweltbeziehungen: Öffentliche Auseinandersetzungen als Herausforderung. Wiesbaden.
- Earl, G./Clift, R. (1999):** Stakeholder Value Analysis. A Methodology for Integrating Stakeholder Values into Corporate Environmental Investment Decisions, in: Business Strategy and the Environment, No. 8, 149-162.
- Eberhardt, S. (1998):** Wertorientierte Unternehmensführung. Der modifizierte Stakeholder-value-Ansatz. Wiesbaden.
- Eisenhardt, K. (1989):** Agency Theory: An Assessment and Review, in: Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, 57-74.



- Freeman, R.E. (1984):** Strategic Management. A Stakeholder Approach. Boston: Pitman.
- Freeman, R.E. (1994):** The Politics of Stakeholder Theory. Some Future Directions, in: Business Ethics Quarterly, No. 4, 409-421.
- Freeman, R.E. (1999):** Divergent Stakeholder Theory Response, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 233-236.
- Frooman, J. (1999):** Stakeholder Influence Strategies, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 191-203.
- Frey, B.S. (1990):** Ökonomie ist Sozialwissenschaft. Die Anwendung der Ökonomie auf neue Gebiete. Munich.
- Gerke, W./Bank, M. (1998):** Finanzierung. Grundlagen für die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen. Stuttgart.
- Göbel, E. (1992):** Das Management der sozialen Verantwortung. Berlin.
- Göbel, E. (1995):** Der Stakeholderansatz im Dienste der strategischen Früherkennung, in: Zeitschrift für Planung, Nr. 6, 55-67.
- Harrison, J.S./Fiet, J.O. (1999):** NEW CEOs Pursue Their Own Self-Interests by Sacrificing Stakeholder Value, in: Journal of Business Ethics, No. 19, 301-308.
- Hill, C./Jones T.M. (1992):** Stakeholder-Agency Theory, in: Journal of Management Studies, Vol. 29, No. 2, 131-154.
- Hill, W. (1993):** Unternehmenspolitik, in: Wittmann, W. et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 5, 5. Auflage, 4366-4379.
- Höhmann, K. (1998):** Shareholder Value von Banken, Wiesbaden.
- Hostettler, Stephan (1997):** Economic Value Added (EVA). Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, Bern.
- Jones, T.M./Wicks, A.C. (1999):** Convergent Stakeholder Theory, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 206-221.
- Kaplan, R.S./Norton, D.P. (1997):** Balanced Scorecard. Strategien erfolgreich umsetzen, Stuttgart.
- Janisch, M. (1992):** Das strategische Anspruchsgruppenmanagement. Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value. Bamberg.
- Jansche, R. (1998):** Shareholder Value oder Stakeholder Value? Globalisierung und unternehmerische Verantwortung, Bidingen, Ronneburger Kreis.
- Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, 305-360.
- Jones, T.M. (1995):** Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, in: Academy of Management Review, Vol. 20, No. 2, 404-437.

- Liebl, F. (1999):** Wertewandel. Ein Zyklus in vier Akten, in: *Econy*, Nr. 3, 128-129.
- Liebl, F. (1996):** Strategische Frühaufklärung: Trends, Issues, Stakeholders. München.
- Link, J./Hildebrand, V. (1997):** Ausgewählte Konzepte der Kundenbewertung im Rahmen des Database Marketing, in: Link, J. et al. (Hrsg.), *Handbuch Database Marketing*, Ettlingen, 159-173.
- Lutz, D. (1999):** Kritik des Shareholder-Ansatzes und des Stakeholder-Ansatzes, in: Koslowski, P. (Hrsg.): *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs. Ethische Ökonomie. Beiträge zur Wirtschaftsethik und Wirtschaftskultur*, Heidelberg: Physica-Verlag, 187-200.
- Mandl, G./Rabel, K. (1997):** Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung. Wien.
- Markowitz, H. (1959):** *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*. New York.
- Meier-Scherling, P. (1996):** Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management. Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung. Darmstadt.
- Mintzberg, H. (1983):** *Power In and Around Organizations*. Englewood Cliffs.
- Näsi, J. (Ed.) (1995):** *Understanding Stakeholder Thinking*. Helsinki.
- Näsi, J. (Ed.) (1991):** *Arenas of Strategic Thinking*. Helsinki.
- Pfeffer, J. (1992):** *Managing With Power. Politics and Influence in Organizations*. Boston.
- Rappaport, A. (1995):** Shareholder Value-Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung. Stuttgart.
- Savage, G./Nix, T./Whitehead, C./Blair, J. (1991):** Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders, in: *Academy of Management: The Executive*, Vol. 5, No. 2, 61-75.
- Schaltegger, S. (1999):** Bildung und Durchsetzung von Interessen in und im Umfeld von Unternehmen. Eine politisch-ökonomische Perspektive, in: *Die Unternehmung*, Nr.1/99, 3-20.
- Schaltegger, S. & Sturm, A. (1990):** Ökologische Rationalität, in: *Die Unternehmung*, Nr. 4, 1990, 273-290.
- Schaltegger, S. & Figge, F. (1998):** *Environmental Shareholder Value*, 6th Edition, WWZ Report Nr. 54, Basel.
- Schaltegger, S. & Figge, F. (1999):** Umweltmanagement und Shareholder Value in den Kriterien des Unternehmenserfolgs, in: Koslowski, P. (Hrsg.): *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs. Ethische Ökonomie. Beiträge zur Wirtschaftsethik und Wirtschaftskultur*, Heidelberg: Physica-Verlag, 201-227.
- Schaltegger, S. & Sturm, A. (1992/94):** Ökologieorientierte Entscheidungen in Unternehmen. Ökologisches Rechnungswesen statt Ökobilanzierung: Notwendigkeit, Kriterien, Konzepte, Bern: Paul Haupt, 2. Auflage.

- Schmid, Stefan (1996):** Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung! Plädoyer für eine Relativierung der einseitigen Ausrichtung am Shareholder Value. Diskussionsbeiträge der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt. Ingolstadt.
- Sepp, H. (1996):** Strategische Frühaufklärung, Wiesbaden.
- Speckbacher, G. (1997):** Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 57, Nr. 5, 630-639.
- Stahle, W. (1990):** Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Einführung, 5. Auflage. Munich.
- Wildemann, H. (1997):** Koordination von Unternehmensnetzwerken, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 67, Nr. 4, 417-440.

**Aperçu des titres qui ne se trouvent pas dans la bibliographie et qui proviennent d'une recherche sur bases de données d'articles de périodiques et de quotidiens ainsi que d'agences de presse dans lesquels se trouvent les mots-clés «stakeholder value» (état : juillet 1999)**

06.07.99 KLIMA ÖSTERREICHS WACHSTUMSPOLITIK WEITER AUS-ARBEITEN. AUSTRIA PRESSE AGENTUR OTS SERVICE 06/07/1999

23.06.99 S. LANKA CTC EAGLE SAYS NO PLANS TO DELIST. REUTERS NEWS SERVICE

21.06.99 THE ECOMMERCE GAME BEGINS. DO ESTABLISHED COMPANIES HAVE AN EDGE OVER COMPETITION? (c) 1999 CMP Publications Inc., 600 Community Drive, Manhasset, NY 11030. INFORMATIONWEEK 21/06/1999

16.06.99 SC MAY MAKE INTERNAL AUDITS MANDATORY FOR LISTED COMPANIES. By Ruth Wong. (c) 1999 Singapore Press Holdings Limited. BUSINESS TIMES (SINGAPORE) 16/06/1999

15.06.99 SHONEY'S, INC. REPORTS FISCAL 1999 SECOND QUARTER RESULTS. PR NEWSWIRE 15/06/1999

04.06.99 SHAREHOLDER VALUE GAME FOR A THEORY IN BUILDING VALUE. By Stephen Black, PA Consulting. FINANCIAL DIRECTOR 06/1999 P36

04.06.99 EDITOR'S LETTER BACK TO THE FUTURE FOR VALUE CREATION. FINANCIAL DIRECTOR 06/1999 P5

26.05.99 COMMENTARY SUSTAINABLE DEVELOPMENT. By John Pullin, Editor. PROFESSIONAL ENGINEERING 05/1999 P3

26.05.99 NATIONAL VERSICHERUNGSGRUPPE ZUFRIEDEN MIT GESCHÄFTSJAHR 1998. SCHWEIZERISCHE DEPESCHENAGENTUR 26/05/1999

12.05.99 GYMBOREE ANNOUNCES NEW VICE PRESIDENTIAL APPOINTMENTS. BUSINESS WIRE 12/05/1999

11.05.99 SOLIDUM BRINGS BETTER PROCESSING TO FAST ETHERNET NETWORKING. LAS VEGAS (BUSINESS WIRE) May 11, 1999, BUSINESS WIRE 11/05/1999

06.05.99 AUSTRALIA: TAKING STOCK OF SHAREHOLDERS/AUSTRALIA UNLIMITED. By MICHAEL BACHELARD. AUSTRALIAN 06/05/1999 P6

01.05.99 THE FINANCIAL DIRECTOR INTERVIEW «I HAD THAT FINANCIAL DIRECTOR IN THE BACK OF MY CAB ONCE». By Richard Young. FINANCIAL DIRECTOR 05/1999 P20, 01.05.99 UK PLC INVITES QUESTIONS AT MEETING WITH STAKEHOLDERS, FINANCIAL DIRECTOR 05/1999 P11

29.04.99 EN UN CERTAIN SENS, NOUS SOMMES TRÈS EBNÉRIENS.  
François Schaller AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 29/04/1999

21.04.99 NEWS GREEN POWER PLAYS. By Peter Fries. AUSTRALIAN  
FINANCIAL REVIEW 21/04/1999 P16

16.04.99 PGGM ET LA CORPORATE GOVERNANCE. Emmanuel  
Garessus AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 16/04/1999

14.04.99 MOUNT REAL CORPORATION ANNOUNCES NEW  
APPOINTMENT OF VICE PRESIDENT, FINANCE. CANADIAN COR-  
PORATE NEWS 14/04/1999

08.04.99 WHO IS GOING TO GOVERN WHOM? Omkar Goswami.  
ECONOMIC TIMES 08/04/1999

06.04.99 SOLIDUM SECURES \$2.5M IN FIRSTROUND FINANCING.  
BUSINESS WIRE 06/04/1999

05.04.99 ASK A RISK MANAGER. BUSINESS INSURANCE  
05/04/1999 P19 01.04.99 QUELLE RESPONSABILITÉ SOCIALE POUR  
L'ENTREPRISE? LE POINT DE VUE SOCIOÉCONOMIQUE. AGEFI  
(FRENCH LANGUAGE) 01/04/1999

27.03.99 MANAGEMENT FOOD FOR SERIOUS THOUGHT. By James  
Farnham.

GUARDIAN 27/03/1999 P32

24.03.99 ENTRETIEN AVEC GILBERT DUCHOUD, PATRON DE LA  
BANQUE VAUDOISE. Olivier Toublan AGEFI (FRENCH LANGUAGE)  
24/03/1999

23.03.99 SEVERFIELDREEVE PLC FINAL RESULTS. REGULATORY  
NEWS SERVICE 23/03/1999

22.03.99 ZSE HOW HIGH CAN WE FLY? AFRICA NEWS SERVICE  
22/03/1999

21.03.99 ZSE HOW HIGH CAN WE FLY? (2469). By KEVIN  
KACHIDZA. ZIMBABWE STANDARD 21/03/1999

20.03.99 CFOS TOLD OF VALUE CREATION THROUGH RESTRUC-  
TURING EXERCISE. By Vasantha Ganesan. BUSINESS TIMES  
(MALAYSIA) 20/03/1999 P5

18.03.99 ProdiGene and Genencor International Announce Expansion  
of Collaboration to Develop Enzymes Using Transgenic Plants. PR  
NEWSWIRE 18/03/1999

09.03.99 DE BEERS IN STRATEGIC REVIEW AFTER YEAR RESULTS.  
REUTERS NEWS SERVICE

08.03.99 BUSINESS MANAGEMENT. ARUN MAIRA BUSINESS INDIA 08/03/1999

22.02.99 PLATT'S AUSTRALIA'S COMALCO HIT BY LOWER ALUMINUM PRICES. PLATT'S COMMODITY NEWS 22/02/1999

19.02.99 OPINION WHELDON ON... WHY BIG ISN'T BEST. By DAVID WHELDON. CAMPAIGN 19/02/1999 P27

19.02.99 CACUK SUDARIJANTO TELKOM IS NOT SENSITIVE AND ONLY LOOKING FOR PROFIT. KOMPAS (INDONESIA) 19/02/1999

15.02.99 «WIR HABEN HORCHPOSTEN AUFGESTELLT». Siemens-Chef Heinrich von Pierer über den Umbau des Konzerns, das Misstrauen der Finanzmärkte und die Herausforderungen durch das Internet DER SPIEGEL (GERMAN LANGUAGE) 15/02/1999 S98 S99 S100

15.02.99 IM SOUNDING BOARD IMPROVE THE STAKES FOR INVESTORS. By John Egan. MANAGEMENT TODAY 02/1999 P5

11.02.99 BIEN NOTÉE PAR LA FONDATION ETHOS. PHILIPPE REY, AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 11/02/1999

05.02.99 BARLOW LTD, INVESTEXT BROKER REPORTS 05/02/1999

07.01.99 CIMA A MILLION IN ONE., M2 PRESSWIRE 07/01/1999

15.12.98 SHAREHOLDER VALUE WERTORIENTIERTE STEUERUNG AUCH FÜR VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN? Oliver Neumann, Frankfurt am Main, VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT 15/12/1998 S1708

30.11.98 HARLEYSVILLE INSURANCE NATIONAL NETWORK WITH A HOMETOWN FLAVOR, By Elisabeth Boone, ROUGH NOTES 11/1998

02.11.98 ASXSONIC HEALTHCARE LIMITED (SHL. AX) MANAGING DIRECTOR'S AGM STATEMENT TO SHAREHOLDERS. AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE FEED 02/11/1998

31.10.98 CORPORATE FINANCE WHOSE VALUES? By Stewart Fleming. INSTITUTIONAL INVESTOR (US EDITION) 31/10/1998 P67

30.10.98 MORE THAN MANUFACTURING. By ANN SACCOMANO. TRAFFIC WORLD 30/10/1998

15.10.98 PLATT'S US' UCC YET TO FIND DEAL TO MEET ITS NEEDS SPOKESMAN. PLATT'S COMMODITY NEWS 15/10/98

23.09.98 ETHIK IST BESTANDTEIL WIRTSCHAFTLICHEN HANDELNS. AUSTRIA PRESSE AGENTUR OTS SERVICE 23/09/98

23.09.98 «CE SYSTÈME EST LE MOINS MAUVAIS QUI EXISTE». Par VINCENT DE FELIGONDE. LES ECHOS (FRENCH LANGUAGE) 09/98

23.09.98 SGL CARBON VEUT FAIRE DE SES EMPLOYÉS DES ACTIONNAIRES. Par VINCENT DE FELIGONDE. LES ECHOS (FRENCH LANGUAGE) 09/98

17.09.98 WESTBRIDGE FILES CHAPTER 11 CHANGES CEO. BEST-WIRE 17/09/98

04.09.98 FUTURE TRIUMPH. ECONOMIC TIMES 04/09/1998

04.09.98 SYSCO SETS 8 MLN SHARE BUYBACK. REUTERS NEWS SERVICE

04.09.98 SYSCO'S BOARD AUTHORIZES NEW SHARE REPURCHASE PROGRAM DIRECTORS DECLARE QUARTERLY CASH DIVIDEND. PR NEWSWIRE 04/09/98

03.09.98 HAIL THE YOUNG & THE RESTLESS, RAISE A TOAST TO SPARKLING VINTAGE. ECONOMIC TIMES 03/09/98

21.08.98 METHODEN ZUR OPTIMIERUNG DER PERSONALARBEIT. Von Stürze, Marion. COMPUTERWOCHE (GERMAN LANGUAGE) 21/08/98

08.08.98 JOBHOLDERVALUE. DIE PRESSE 08/08/98

19.07.98 HARDLINE BOSS MAKES WAY FOR CARING SHARER. By John Izbicki INDEPENDENT ON SUNDAY 19/07/98 P2

09.07.98 ADVISORY/TECHNOLOGY SUMMIT TO BE HELD IN CHICAGO AT HOTEL INTERCONTINENTAL ON JULY 2629. BUSINESS WIRE 09/07/98

03.07.98 SAP MACHT SICH IM PROJEKTGESCHÄFT BREIT. Von Seidel, Bernd. COMPUTERWOCHE (GERMAN LANGUAGE) 03/07/98

02.07.98 GOUVERNANCE D'ENTREPRISE: LES ANGLOSAXONS DONNENT LE TON. Un point de vue de Philippe Spicher AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 02/07/98

22.06.98 SAP ANNOUNCES STRATEGIC ENTERPRISE MANAGEMENT EXECUTIVE APPLICATIONS. BUSINESS WIRE 22/06/98

19.06.98 SULZER A SURVÉCU À TROIS TENTATIVES DE RACHAT. EMMANUEL GARESSUS AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 19/06/98

04.06.98 TEXAS A&M UNIVERSITY GOOD NEWS WATER CONFLICTS CAN BE SOLVED, RESEARCHERS SAY. M2 PRESSWIRE 04/06/98

28.05.98 ERWACHT DIESES JAHR DIE SCHLAFSPARTE VON VALORA? Von Bitterli, H., NEUE ZUERCHER ZEITUNG 28/05/98

25.05.98 PENSION FUNDS NEED CEOS. By Mike Foster FINANCIAL NEWS 25/05/98

20.05.98 eWatch and Weber Public Relations Worldwide Announce Agreement Adding eWatch Online Monitoring Technology to Weber-Works (SM) 98. PR NEWSWIRE 20/05/98

11.05.98 AUTO WORKERS UNION LIKELY TO GET SEAT ON DAIMLERCHRYSLER BOARD, CEO SAYS. By Jennifer Bott. DETROIT FREE PRESS, MICHIGAN 11/05/98

07.05.98 SILBER VERGOLDEN! Von Bieniussa, Max J. HORIZONT (GERMAN LANGUAGE) 07/05/98 S16

25.04.98 JAGODA SO KÖNNEN ZWEI MILLIONEN NEUE JOBS ENTSTEHEN. (Interview) Von Alexander Kain PASSAUER NEUE PRESSE 25/04/98

24.04.98 «UNSERE BASIS SCHREITET NICHT ZUR SABOTAGE». INTERVIEW CASH VERLAG 24/04/98

15.04.98 CRITICAL MASS PROVIDES EDGE. By DON ARGUS. AUSTRALIAN 15/04/98 P23

09.04.98 INVESTMENT BRIEF UK CAN BOB ALONG ABOVE 6,000 MARK. MONEY MARKETING 09/04/98 P55

31.03.98 PROPERTY WEEK SUPPLEMENT ON EUROPE; IDRC WORLD CONGRESS STRUCTURED MANAGEMENT. PROPERTY WEEK 31/03/98 P23

11.02.98 SHAREHOLDER VALUE IST KEINE FRAGE DER MORAL UND POLITIK WETTBEWERB UM EIGENKAPITAL. Von Hermann C. Goldkamp. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/02/98 S21

06.02.98 «ÜBERNAHMESPEKULATIONEN DRÜCKEN AUF DIE STIMMUNG». INTERVIEW CASH VERLAG 06/02/98

01.02.98 EXPLOSIVE MISCHUNG. Von Thomas Voigt. IMPULSE (GERMAN LANGUAGE) 01/02/98

09.01.98 PREVIEW 1998 PROPHETS OF BOOM. PROPERTY WEEK 09/01/98 P24

01.12.97 MANAGING KNOWLEDGE INTO THE THIRD MILLENNIUM. MANAGEMENT CONSULTANCY 12/97 P12

14.11.97 SCANOPTICS' DIRECTOR OF HUMAN RESOURCES POSITION ELEVATED TO VICE PRESIDENTIAL LEVEL. PR NEWSWIRE 14/11/97

07.11.97 «DER FRANZÖSISCHE MANAGEMENTSTIL IST ZEITWEISE CHAOTISCH». Interview CASH VERLAG 07/11/97

05.11.97 'BIG SIX' RISK MANAGEMENT SERVICES ACCOUNTANCY'S NEW BLEND. INTERNATIONAL RISK MANAGEMENT 11/97 P28



02.11.97 LA «STAKEHOLDER CORPORATION». PME MAGAZINE  
02/11/97

16.10.97 TURNING INTO CLASS ACTS AS COMPANIES STRIVE  
TOWARDS WORLD CLASS STANDARDS, THE CREATION OF  
VALUE MANAGEMENT MALAYSIAN BUSINESS 10/97

14.10.97 BENEFITS ACCRUE WHEN STAKEHOLDERS ARE SHARE-  
HOLDERS, TOO. By Diane Francis. NATIONAL POST 14/10/97 P21

25.09.97 DIE VA TECH RANGIERT IN EUROPAS INDUSTRIEELITE.  
DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 25/09/97

21.09.97 EVA REWARDS STAFF AT THE SAME TIME AS SHARE-  
HOLDERS By Gregory Milano. SUNDAY TIMES 21/09/97

29.08.97 UK: RAISING THE STAKES. RETAIL WEEK 29/08/97 P9

08.07.97 FINANZPLATZFORUM WILL DEUTSCHE NACHTEILE  
ANGEHEN. REUTERS NEWS SERVICE

08.07.97 BONN EMBARKS ON REVAMP TO READY ITS MKTS FOR  
EURO. By Janet Northcote REUTERS NEWS SERVICE

13.06.97 BREUER BEKENNT SICH ZUM SHAREHOLDER VALUE.  
REUTERS NEWS SERVICE

11.06.97 BOEFUE ALLES FLIESST FRANKFURTER GEFLUESTER.  
Von Anton Riebel. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/6/97 S27

05.06.97 HELMUT MAUCHER ATIL GARDÉ TOUTES SES  
FACULTÉS? AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 5/6/97

04.06.97 UK UNIT SPILLS RED INK ON NATIONALSTANDARD, AME-  
RICAN METAL MARKET 5/5/97

02.06.97 MOBILE PHONE BRIEFS.

MOBILE PHONE NEWS 2/6/97

30.05.97 SEYMOUR LEAVES BM FOR CANNING'S FIRST AND 42ND.  
By JEMIMAH BAILEY. PR WEEK 30/5/97 P1

21.05.97 NIEDERLAENDISCHER ZEITGEIST. Von Oliver Pfa-  
denhauer. FINANZ UND WIRTSCHAFT 21/5/97 S1

28.04.97 NATIONALSTANDARD REPORTS SECOND QUARTER  
LOSS, MAJOR RESTRUCTURING OF UK OPERATIONS. IAC TRADE  
AND INDUSTRY DATABASE 24/4/97

26.04.97 PSYTEP ANNOUNCES KNOWLEDGE MANAGEMENT AND  
COMPETITIVE INTELLIGENCE SUPPORT FOR YEAR 2000 WORKA-  
ROUNDS. IAC TRADE AND INDUSTRY DATABASE 25/4/97

25.04.97 PSYTEP ANNOUNCES KNOWLEDGE MANAGEMENT AND COMPETITIVE INTELLIGENCE SUPPORT FOR YEAR 2000 WORKAROUNDS. PR NEWSWIRE 25/4/97

24.04.97 NATIONALSTANDARD REPORTS SECOND QUARTER LOSS, MAJOR RESTRUCTURING OF UK OPERATIONS. PR NEWSWIRE 24/4/97

24.04.97 NATIONALSTANDARD RESTRUCTURES UK UNIT. REUTERS NEWS SERVICE

22.04.97 BANKCHEF SPRICHT GEWERKSCHAFTLICH KOPFER GEGEN SHAREHOLDERVALUE KONZEPT. TAZ, DIE TAGESZEITUNG (GERMAN LANGUAGE) 22/4/97

18.04.97 HANDELN FÜR DEN «STAKEHOLDER VALUE». LEBENSMITTEL ZEITUNG (GERMAN LANGUAGE) 18/4/97 S54

01.04.97 LA GESTION PAR OBJECTIFS. PME MAGAZINE 1/4/97

24.03.97 THE DELAHAYE GROUP SELECTS EWATCH (R) TO MONITOR INTERNET FOR CLIENTS. PR NEWSWIRE 24/3/97

28.01.97 HOECHST DORMANN IN NEW YORK «HOECHST... IT'S ALL ABOUT SETTING GLOBAL PRIORITIES.» M2 PRESSWIRE 28/1/97

24.01.97 CORESTATES SUPPORTS STATE SYSTEM CONTINUOUS IMPROVEMENT PROGRAM. DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 16/1/97

02.01.97 WIR BRAUCHEN NEUE KADER. Von Interview : Arthur Rutihauser. HANDELSZEITUNG 2/1/97

22.11.96 UNTERNEHMER WOLLEN EIGENE KURSE PFLEGEN. DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 22/11/96

10.11.96 QUELS SONT LES RENDEMENTS DES INVESTISSEMENTS SOCIALEMENT RESPONSABLES? AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 10/11/96

08.11.96 LAMMOTH WANDEL IST DIE EINZIGE KONSTANTE. von Heckel, Hanspeter. HORIZONT (GERMAN LANGUAGE) 8/11/96 S.36

13.10.96 ONLY WORKING TOGETHER WILL SAVE THE ECONOMY. OBSERVER 13/10/96 P26

19.09.96 «WIR KÄMPFEN FÜR HOHE EIGENMITTEL». Von Interview : Jürg Wegelin. HANDELSZEITUNG 19/9/96

19.09.96 FANTASIELOSES VERHALTEN. Von Interview: Werner Rüedi. HANDELSZEITUNG 19/9/96

12.09.96 IN AN IDEAL WORLD..., By Martin Vander Weyer. MANAGEMENT TODAY 9/96 P35

11.09.96 «BEHOERDENMENTALITAET IN NEUER FORM». Von Hermann Goldkamp. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/9/96 S18

29.08.96 VON DER «ESOTERIK» ZUR GRUNDLAGENTHEORIE. NEUE ZUERCHER ZEITUNG 29/8/96

19.07.96 NATIONALBANKCHEF DR. HANS MEYER/DER NEUE PRÄSIDENT DES SNBDIREKTORIUMS. Von Brigitte Strebel. SCHWEIZER BANK 7/96

12.07.96 DEBATTE UM ZIELE DER UNTERNEHMENSPOLITIK. DIE PRESSE 12/7/96

11.07.96 DEBATTE UM SHAREHOLDER VALUE VOLL ENTBRANNT. Von HANS OBERMEIER. REUTERS NEWS SERVICE

22.06.96 FRENCH LEAVE FOR SHAREHOLDERS. Barry Riley: FINANCIAL TIMES 22/6/96 P1

21.06.96 PLATOW BRIEF AKTIENOPTIONSPLÄNE SIND BESSER ALS IHR RUF. PLATOW BRIEF 21/6/96

01.06.96 «WIR WOLLEN DER BESTE HIGHTTECHKONZERN SEIN»: DON DAVIS. Von Interview: Damian Sigrist. FINANZ UND WIRTSCHAFT 1/6/96 S31

23.05.96 MUTTER HELVETIA BRAUCHT EINE FITNESSKUR. Von Gemperle, R. NEUE ZUERCHER ZEITUNG 23/5/96

01.05.96 ZUM THEMA RISIKOTRAEGER SHAREHOLDER/STAKEHOLDER VALUE. Von Damian Sigrist Redaktor. FINANZ UND WIRTSCHAFT 1/5/96 S2

27.04.96 LESERBRIEF DISKUSSIONSBEITRAG ZUM THEMA SHAREHOLDER VALUE. Von Bernhard Henschel, Ruemlang. FINANZ UND WIRTSCHAFT 27/4/96 S34

12.04.96 GERMANS LAG AS CHANGE BECKONS. RETAIL BANKER INT., LAFFERTY PUBLICATIONS 12/4/96 P3

23.03.96 MEINE WUNSCHLISTE FUER SIEMENS IST GROSS, INTERVIEW MIT DR. KARLHERMANN BAUMANN, SIEMENS. Von Interview: Rita Syre, München. FINANZ UND WIRTSCHAFT 23/3/96 S27

05.03.96 DEREGULIERUNG ODER PROZESSOPTIMIERUNG? Von Klaus Spremann\* NEUE ZUERCHER ZEITUNG 5/3/96

17.02.96 INTERVIEW: DIE NEUE 3M WIRD FUER ANLEGER NOCH ATTRAKTIVER, GIULIO AGOSTINI. Von Hanspeter Frey/Damian Sigrist. FINANZ UND WIRTSCHAFT 17/2/96 S27

04.02.96 THE BUSINESS VIEW REGULATION WITH AN EDGE.  
BUSINESS WIRE

16.11.95 NOTEBOOK COLUMN. GUARDIAN 16/11/95 P21

12.11.95 MANAGEMENT THE ELEPHANT AND THE DINOSAUR. By  
DAVID NORBURN. OBSERVER 12/11/95 P17

26.04.95 BRAMALEA ANNOUNCES RESIGNATION OF DIRECTORS  
AND OFFICERS. BUSINESS WIRE

14.03.95 PROGRAMMING CHANGE AVIATION COSTCUTTING.  
AIRLINE BUSINESS 3/95 P36

1 Il s'agit en réalité d'un double problème de l'agent principal intervenant entre les propriétaires et la direction d'une part, et entre la direction et stakeholders (travailleurs, fournisseurs, etc.) d'autre part.

2 Alternativement, on peut aussi déduire les prétentions des bailleurs de fonds étrangers avant l'escompte du cash flow. La méthode utilisée correspond au calcul dit de l'«equity», alors que l'escompte du cash flow avant la prise en compte des prétentions des bailleurs de fonds étrangers est désigné par la notion d'«entity». Si l'on recourt à la notion d'«equity», la formule de la shareholder value devient :

$$\text{Shareholder value} = \sum_{n=1}^{n=\infty} \text{NFCF}_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

où, NFCF = free cash flow net, n = période, i = taux d'escompte (cost of equity)

3 Voir à ce sujet l'aperçu en annexe des articles de périodiques et de quotidiens ainsi que des bulletins d'information.

C'est également ce qu'a montré une enquête conduite en 1996 par le périodique *Finanz und Wirtschaft* auprès des entreprises suisses à qui l'on a aussi demandé de donner des exemples d'augmentation de la shareholder value. La plupart des réponses ont ignoré cette question subsidiaire ou bien ont fait une allusion de caractère général en mentionnant la relation de l'entreprise avec ses stakeholders (*Finanz und Wirtschaft* du 13 août 1996).

4 Il apparaît toutefois ici également que la notion de shareholder value est mal choisie du point de vue étymologique. On pourrait croire en effet à première vue que la shareholder value servirait à calculer la valeur des shareholders. Ainsi la notion de «enterprise value» recouvre la valeur d'une entreprise du point de vue des bailleurs de capitaux et non la valeur du point de vue de l'entreprise (enterprise).

5 Pour la suite, nous partirons de l'idée que l'entreprise effectue un paiement aux stakeholders en contrepartie de leur fourniture d'une ressource à l'entreprise. Dans le cas du stakeholder «clients», c'est toutefois dans le sens stakeholder – entreprise qu'un flux d'argent intervient. Par analogie, les considérations qui suivent sont également applicables à ce cas.

6 Un flux d'argent bidirectionnel existe également entre les banques et les assurances et leurs clients. Nous n'examinerons pas plus avant ce cas particulier.

7 Exceptionnellement, le cash flow peut aussi s'écouler dans la direction inverse, par exemple lorsque l'État verse plus de subventions que le fisc ne prélève d'impôts.

8 Nous ne faisons pas la distinction dans ce qui suit entre les chiffres du compte des flux de capitaux qui sont le fondement de la notion de shareholder value et les chiffres du compte de résultat dont découle la notion de economic value added et les chiffres du calcul de ses coûts interne à l'entreprise.

9 Voir la note 2 pour la distinction entre les notions d'entity et d'equity.

10 À l'exception naturellement des stakeholders bailleurs de capitaux.

11 Voir à ce sujet par exemple Link / Hildebrand (1997).

12 Dans l'éventualité où les données nécessaires sont disponibles, il est également possible de procéder à l'évaluation de la valeur de l'entreprise orientée stakeholder.

13 Dans le cas de Daimler-Benz, tous les chiffres de ce tableau et des tableaux suivants se réfèrent pour 1998 à la nouvelle entité Daimler-Chrysler AG.