

LES SYSTEMES DE GESTION PAR LA VALEUR : UNE ANALYSE DE LEUR IMPACT SUR LA COMMUNICATION FINANCIERE DES SOCIETES DU CAC 40

Agnès, NABET

*ATER, Université Paris IX Dauphine – CREFIGE, Place du Maréchal de Lattre de Tassigny
– 75016 Paris, Tel : 06 13 45 09 24, Mail : agnesnabet@hotmail.com*

Résumé	Abstract
La lecture des rapports annuels 1998 et 1999 des sociétés du CAC 40, guidée par un dictionnaire des thèmes en rapport avec le gouvernement d'entreprise et la création de valeur, montre l'évolution considérable de la communication financière. Cinq catégories de sociétés supportant une influence actionnariale différente sont distinguées.	<i>The reading of CAC 40 annuals reports on 1998 and 1999, based on a themes' dictionary connected with corporate governance and shareholder value, shows evolution of financial communication. Five groups of firms which support a different shareholder influence are distinguished.</i>
Mots clés : gouvernement d'entreprise, création de valeur, gestion, communication financière.	<i>Key words : corporate governance, shareholder value, financial communication.</i>

Les grands groupes français ont aujourd'hui, en matière de gouvernement d'entreprise et de gestion par la valeur, rejoint bon nombre de sociétés anglo-saxonnes. Cette évolution rapide apparaît empiriquement. Les développements suivants déterminent l'impact de pratiques encore nouvelles, telles que la gestion par la valeur, sur l'évolution de la communication financière en France. Leur objet est de déterminer l'impact du second Rapport Viénot (AFEP, MEDEF, 1999) sur la stratégie de communication des entreprises. L'analyse se fonde sur une lecture spécifique des rapports annuels des entreprises du CAC 40 sur deux ans (1998 et 1999). La lecture des 80 rapports est guidée par un dictionnaire des thèmes privilégiant l'information concernant : le gouvernement d'entreprise, la création de valeur actionnariale, la performance boursière et les principes de management retenus.

Le *gouvernement d'entreprise* a pour objet privilégié d'étude la relation entre les dirigeants et les actionnaires. Dans le langage de la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama et Jensen, 1983), sont employés les termes de mandants (actionnaires) et de mandataires (dirigeants). Le gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) s'inscrit au cœur de cette « délégation contractuelle ». il se définit comme « *l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui 'gouvernent' leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire* » (Charreaux, 1997, p. 1). Le gouvernement d'entreprise demande donc la définition de règles de bonne conduite dans l'organisation limitant le champ d'action des dirigeants. Sur ce plan, de nombreuses recommandations dont l'objet est de favoriser le

respect de règles de bonne conduite dans l'organisation ont été émises par des comités de réflexion spécialisés¹. Les premières propositions sur le sujet ont vu le jour dans les pays anglo-saxons (Rapport Cadbury, 1992 ; Cadbury, 1992 ; Cadbury, 1994 ; Cadbury, 1995 ; Greenbury, 1995 ; Hampel, 1998). Puis sous la pression des acteurs du marché financier, elles se sont imposées en France (AFEP/CNPF, 1995 ; Marini, 1996 ; AFEP/MEDEF, 1999 ; loi NRE - Nouvelles Régulations Economiques - texte adopté en lecture définitive le 02/05/01). Ainsi, la France, après avoir subi l'exportation des principes de gouvernement d'entreprise du comité *Cadbury* d'origine britannique, se positionne juridiquement sur le sujet. Les thèmes de l'optimisation de la répartition, au sein de l'entreprise, des pouvoirs et des responsabilités d'administration, de contrôle et de direction entre les actionnaires sont privilégiés.

Les évolutions actuelles des réglementations françaises de gouvernement d'entreprise vers une orientation britannique montrent la difficulté à distinguer les systèmes de gouvernement d'entreprise dits 'ouverts' et 'fermés'. Ils tendent à converger et autorisent une harmonisation des principes au plan international². Dans ce cadre, l'actionnaire 'financièrement rationnel' confie des fonds à une entreprise dans le but d'obtenir une rentabilité de son investissement supérieure au coût des fonds (création de valeur).

La maximisation de la valeur pour l'actionnaire devient un objectif stratégique majeur pour les entreprises. Dans ce domaine, le modèle EVA® est l'un des plus controversés car l'un des plus utilisés. Caby et Hirigoyen (1997) montrent que le modèle EVA® s'inscrit dans le prolongement des travaux de Modigliani et Miller (1958, 1961, 1966). D'un point de vue technique, « *le concept clé qui sous-tend le modèle [EVA®]³ est celui d'une marge entre le rendement économique que réalise une entreprise dans une période donnée et le coût des ressources financières qu'elle utilise* » (Black, Wright et Bachman, 1997, p. 65). La valeur économique ajoutée (*Economic Value Added*) se définit, pour une période donnée, comme le produit des capitaux engagés par la différence entre la rentabilité économique des capitaux et le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise⁴.

L'opportunité d'investir se juge exclusivement par rapport à des critères purement financiers (NOPAT, Capitaux Employés, Coût du Capital, ROCE). Il s'agit de maximiser la valeur financière, en évitant les « biais court-termistes ». L'objectif majeur est d'inciter chaque acteur de l'entreprise à prendre des décisions qui auront une conséquence favorable sur la valeur assimilée aux évaluations du marché. En définitive, les jugements internes sont orientés par la recherche de leur impact sur le cours de bourse. Cette évaluation permet de faire le lien entre la capitalisation boursière d'une firme et ses investissements en capitaux

¹ Devant l'importance des politiques de gouvernement d'entreprise mises en œuvre dans les organisations, de nombreux auteurs académiques ont également développé le sujet (Gomez, 1996 ; Bancel, 1997 ; Charreaux, 1997 ; Parrat, 1999 ; Pesqueux, 2000). Ils traitent des principaux modes de contrôle en vigueur et/ou des principales règles de conduite proposées.

² Un groupe de travail de l'OCDE a œuvré sur le sujet. Le lecteur pourra se reporter à : OCDE (2001), « Les principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise », février 2001, site Internet : www.oecd.org.

³ EVA® = NOPAT – Charge du Capital. EVA® = NOPAT (net operating profit after tax) – (WACC * CE). EVA® = [(NOPAT/CE) – (WACC)] * CE. EVA® = (ROCE – WACC) * CE. Avec : NOPAT (net operating profit after tax), WACC (weighted average cost of capital), CE (capital employed), ROCE (return on capital employed).

⁴ Si l'EVA® est inférieure à 0 : les dirigeants sont en train de détruire le capital de l'entreprise ou de lui faire perdre des opportunités de placements plus rémunérateurs. Si l'EVA® est supérieure à 0 : les dirigeants dégagent une rentabilité supérieure à la juste rémunération des actionnaires. Ils créent de la valeur additionnelle pour l'actionnaire

(*Market Value Added*). Le coût du capital s'affirme comme « *un outil opérationnel du contrôle de gestion* » (Batsch, 1999, p. 3).

Dans la pratique, l'une des critiques essentielles formulées à l'encontre de l'EVA® est liée à sa corrélation faible avec le cours de Bourse. Par exemple, ATT a abandonné la mesure de performance en 1994 faute de pouvoir l'utiliser pour répercuter sa valeur économique dans la valorisation du titre sur le marché. La lecture spécifique de la *performance boursière* dans l'organisation permet alors de saisir indirectement certains contours du concept de création de valeur actionnariale.

Enfin, si les systèmes de gestion par la valeur, mécanismes de gouvernement d'entreprise, offrent à l'organisation un indicateur synthétique de mesure de performance, il pourrait être également un vecteur de diffusion de valeurs culturelles partagées dans l'entreprise, voire de règles et de *principes de management* spécifiques.

A l'issue de la lecture des rapports annuels du CAC 40, nous avons pu conclure à l'existence de cinq catégories d'entreprise distinctes qui n'ont pas fait évoluer leur communication financière de manière identique face à l'engouement actuel pour la création de valeur. L'interprétation du discours écrit suit deux étapes.

La première partie décrit la forme *a priori* d'un système de gestion par la valeur de référence. Ce repère permet le choix d'une méthode d'analyse des rapports et celui de critères de jugement pertinents.

La seconde partie organise plus précisément les données en classant les entreprises par familles. Sont distinguées les entreprises qui ne font aucune allusion au thème de la création de valeur actionnariale, celles qui le mentionnent de manière allusive, celles qui présentent un indicateur de création de valeur « groupe », celles qui communiquent sur un système de gestion par la valeur en devenir et celles qui présentent un système de gestion par la valeur apparemment à maturité. Enfin, l'évolution du contenu de la communication financière est discuté au regard des recommandations du second Rapport Viénot.

1 Une grille de lecture des rapports annuels des sociétés du CAC 40

Les contours d'un système de gestion par la valeur « idéal » sont d'abord décrits *a priori*. Cette image d'un processus théorique est le fruit de nos lectures académiques et professionnelles. Les critères d'analyse extraits du référent servent par la suite à décrire le système de gestion par la valeur tel que présenté dans le discours des entreprises du CAC 40.

La méthode employée est celle d'une analyse documentaire classique. Elle consiste en une étude de contenu des rapports annuels 1998 et 1999 du CAC 40, guidée par les thèmes du gouvernement d'entreprise et de la création de valeur. Plus précisément, les thèmes sont décomposés *a priori*, pour donner lieu à la formulation d'un certain nombre de critères plus précis relatifs au gouvernement d'entreprise, aux principes de management, à la performance boursière et à la création de valeur.

1.1 La méthodologie employée

Pour déterminer l'influence de l'actionnaire sur la communication externe des groupes du CAC 40, le choix est celui de l'analyse du contenu de leurs rapports annuels sur deux ans (1998 et 1999). Le mobile justifiant le choix de ce support est qu'il constitue le discours officiel de la direction s'adressant aux actionnaires. Il représente le premier document utilisé par les dirigeants pour asseoir leur légitimité auprès des propriétaires.

La méthode consiste à analyser le contenu des rapports à la lumière de la relation gouvernement d'entreprise/création de valeur. L'examen se fonde sur la construction d'un dictionnaire des thèmes qui organise l'information contenue dans les rapports annuels et les articles académiques pour élaborer une classification destinée à faciliter l'interprétation du discours et sa mise en perspective dans le contexte actuel. L'intention est de donner « *un ordre au foisonnement du réel* » (Wacheux, 1996).

Pour étudier la relation nous avons deux alternatives : l'emploi d'un logiciel d'analyse contextuelle ou la mise en œuvre d'une analyse « manuelle ». Si l'utilisation d'un logiciel permet une extraction systématique des données, elle empêche de saisir les interactions articulant les critères d'analyse entre eux. Une décomposition de ces derniers en sous-critères et leur appréhension dans chaque cas étudié supposent que la sélection de certains passages des rapports annuels soit jugés significatifs par le chercheur. Ce travail interprétatif dès la sélection des données impose le choix d'un processus analytique « manuel ». Ainsi, toute allusion directe ou indirecte aux critères d'analyse (le gouvernement d'entreprise, les principes de management, la performance boursière, la création de valeur) est soulignée. L'étude empirique autorise donc l'organisation du discours autour du lien *gouvernement d'entreprise/création de valeur*. Cette dernière a pour but de renforcer la logique actionnariale, les *principes de management* adoptés par l'organisation devant mener à la maximisation de la *performance boursière*.

1.2 Les critères d'analyse retenus

Les quatre critères d'analyse sont le gouvernement d'entreprise, les principes de management, la performance constatée sur le marché boursier, la création de valeur. Il est spécifié pour chacun d'eux à quels éléments majeurs il se réfère. Ces derniers ne sont pas exhaustifs et résultent d'un choix du chercheur (*Synthèse en Annexe 1*).

1.2.1 Le gouvernement d'entreprise

Pour le critère du gouvernement d'entreprise, nous avons recherché des éléments pouvant le caractériser sur la forme et sur le fond.

Sur la forme, le rapport annuel consacre une *rubrique* au thème du *gouvernement d'entreprise*. Si l'existence d'un chapitre particulier est confirmée, la place des développements est repérée. Ces derniers sont présentés au sein de la *partie institutionnelle ou financière* du rapport. L'information permet de juger du niveau d'importance du thème qui est généralement considéré comme primordial lorsqu'il est placé en début de rapport (partie institutionnelle) et relégué au stade d'une préoccupation annexe lorsqu'il se situe en dernière partie de rapport (partie financière).

Le foisonnement des éléments de composition du concept de gouvernement d'entreprise est également riche de savoir. En effet, il peut être reconnu comme « l'ensemble des éléments permettant de guider les comportements managériaux dans le sens de l'intérêt des actionnaires » ou se définir de façon très restrictive, exposant « la simple existence de comités spécialisés attachés au conseil d'administration ou au conseil de surveillance ». L'ampleur de la communication relative aux pratiques de gouvernement d'entreprise peut se mesurer à travers l'ampleur des révélations⁵. Les parties concernées par une telle politique de gouvernement d'entreprise ont pour interlocuteur une catégorie unique d'acteurs (celle des actionnaires) ou l'ensemble des partenaires de l'entreprise au sens large (actionnaires, clients, salariés). Dans ce dernier cas, le groupe en question a une politique révélatrice d'une *vision partenariale* des intérêts à privilégier.

Sur le fond, l'étude porte sur *la structure administrative* de l'entreprise et sur la présence d'un *conseil d'administration* ou d'un *conseil de surveillance et d'un directoire*. Dans le cas où le groupe aurait adopté une structure dite « duale », la présence d'une *déclaration de principe sur le gouvernement d'entreprise* et sur la *séparation des fonctions de contrôle et de direction* est probable.

Le détail des informations révélées sur le *fonctionnement du conseil* et l'identité des administrateurs est également un critère fondamental pour juger du *niveau de transparence de la communication financière*. Ainsi, une attention particulière est portée aux éléments suivants :

- La structure, le mode de fonctionnement, la composition et les rémunérations du *conseil d'administration*.
- Des informations détaillées sur le profil des *administrateurs*.
- La fonction et la composition des *comités spécialisés* attachés au conseil d'administration ou au conseil de surveillance⁶.

1.2.2 Les principes de management

Le gouvernement d'entreprise peut avoir une acception très large renfermant à la fois le caractère indépendant et expert des comités et le respect de certains *principes de management* (par exemple relatifs à l'éthique). Ainsi, la révélation d'éléments relatifs aux règles de gestion adoptées en interne nous a paru primordial à la perception du concept de gouvernement d'entreprise.

Les principes de management, considérés significatifs, sont ceux qui supposent la *décentralisation* et/ou la *réorganisation* des branches d'activité, nécessaires à leur *autonomie*. L'élargissement de l'autonomie et des *responsabilités* permet à l'entreprise de donner plus de poids aux outils de mesures de performance et aux *systèmes de sanctions/récompenses*.

⁵ L'ampleur des révélations se caractérise par l'existence de comités attachés au conseil, le respect de principes mettant en avant la transparence et l'éthique de gestion, ou tout autre élément considéré comme un mode d'influence des dirigeants (par exemple les modes d'incitation financière)...

⁶ Plus précisément les comités attachés au conseil sont généralement au nombre de trois et remplissent une fonction d'expert : financier (comité d'audit ou des comptes), des rémunérations (comité des mandataires sociaux ou rémunérations), dans la sélection et la nomination des mandataires sociaux (comité de sélection ou de nomination dans ce cas indépendant du comité de rémunération), ou en stratégie (comité de stratégie). Il est généralement souhaitable, dans le respect des règles de gouvernement d'entreprise communément admises, que chaque société révèle une information complète sur chaque comité.

Le témoignage sur ces principes de management est souvent l'occasion d'aborder la nécessité ou la volonté de passer à un autre mode de gestion, proche de celui du management par la valeur.

1.2.3 La performance constatée sur le marché boursier

La manière dont l'entreprise communique sur la performance constatée sur le marché est très révélatrice de l'implication du groupe dans une démarche de communication financière plus *transparente*. Nous avons donc voulu définir plus précisément le concept.

Le premier élément à prendre en compte est *la nature des indicateurs et des calculs effectués* pour rendre compte de la *performance boursière* : Se cantonnent-ils à l'évolution d'un simple cours en bourse ? Existe-t-il un mode de calcul particulier ? Le rendement de l'action (TSR⁷) est-il un critère communiqué ? Si un calcul existe, est-il mis en perspective dans la durée ? Est-il mis en comparaison par rapport à un indice « secteur » et/ou « marché » ? La performance par rapport au secteur ou au marché est-elle justifiée ? Les risques liés à cette performance sont-ils décrits ?

Ces interrogations renseignent sur la culture financière de chaque entreprise. Leur examen autorise la comparaison de la performance à celle de la concurrence et une meilleure utilisation des données fournies par les rapports annuels. Par exemple, la communication de l'évolution d'un cours de bourse dans l'absolu est inexploitable par un interlocuteur externe alors que la même information mise en perspective dans le temps, par rapport au marché et au secteur, permet le fondement d'un jugement plus précis.

1.2.4 La création de valeur et le management par la valeur

Le gouvernement d'entreprise peut désigner « l'ensemble des moyens influençant les comportements managériaux ». Dans ce cadre d'étude très large, le système de management par la valeur qui exploite à tous les niveaux⁸ la création de valeur afin de protéger au mieux les intérêts actionnariaux, devient un mode d'incitation majeur. Sur le thème de la *création de valeur*, notre opinion se forge sur la présence d'une définition précise de la création de valeur, d'une présentation de la démarche et du déploiement d'indicateurs de performance spécifiques.

Suivant le degré d'implication des groupes dans la démarche financière, nous avons observé si ces derniers abordent ou non les domaines d'action concrètement concernés. *Les leviers de la création de valeur* sont de l'ordre de la stratégie, de la finance ou se réfèrent à d'autres domaines.

L'application de l'objectif de création de valeur au mode de gestion exige donc de l'entreprise la mise en œuvre d'actions préalables. Dans l'absolu, avant de mettre en place un système de gestion par la valeur, le groupe fixe des *objectifs stratégiques* liés à la création de valeur, identifie les *leviers opérationnels* de création de valeur, puis les décline en *objectifs opérationnels* précis. Cela signifie que *l'objectif de création de valeur concerne à la fois le « centre » du groupe et les entités « dites » décentralisées*.

⁷ TSR (*Total Shareholder Return*) ou 'taux de rendement de l'action' : cet indicateur est le rapport 'du dividende de l'année et de la plus value potentielle effectuée sur le cours de l'action (assimilée à la différence entre le cours d'ouverture et le cours de clôture du titre)' rapporté au 'cours d'ouverture du titre'. Le TSR prend donc en considération le profit à court terme et les plus values potentielles à long terme pour juger de la richesse de l'actionnaire. Le TSR est donc généralement considéré comme un indicateur externe de création de valeur.

⁸ Niveau stratégique, politique, contrôle de gestion, mode de rémunération, communication...

Ainsi, la justification de la recherche de la performance en termes de création de valeur peut se situer dans la description des « Axes stratégiques » du groupe, dans le « Message du président », sous une « Rubrique entièrement consacrée à la création de valeur », dans le « Rapport de gestion », dans la « Présentation de l'entreprise et la Bourse », dans la description des « Chiffres clés » ou prendre la forme d'une simple « Déclaration d'intention ». Dans tous les cas, est précisé si le thème de la création de valeur est développé dans la partie institutionnelle ou financière du rapport annuel pour les raisons déjà énoncées précédemment. La création de valeur peut également émaner de *la particularité de certaines pratiques manageriales*. L'objectif de création de valeur peut venir justifier certains mouvements stratégiques majeurs (fusions/acquisitions), la mise en perspective sectorielle systématique des performances (*Benchmark*), la mesure par centres de responsabilité de la création de valeur et la sélection des investissements selon un critère de rentabilité. Un système de gestion par la valeur a également pour effet de gérer au mieux les risques liés à un tel mode de management (ces risques peuvent couvrir les plans stratégique, financier, opérationnel, environnemental, social...).

Les *outils de management* mis en place prennent la forme de plans de rémunération variable indexée sur la valeur, d'un arbitrage du portefeuille d'activité fondé sur le critère de création de valeur, d'une allocation des capitaux fondée sur la valeur, de la mise en place de nouveaux outils de pilotage... La modification de la *structure financière* d'un groupe peut également répondre à un besoin de flexibilité accrue des capitaux améliorant leur rentabilité. Les actions ont alors une répercussion sur la politique d'endettement, l'effet de levier, l'optimisation fiscale. Par exemple, les opérations de rachat d'actions ont notamment pour objectif la maximisation de la rentabilité des capitaux employés. « *Le rachat et l'annulation d'actions permettent de réduire les capitaux propres et d'améliorer de façon automatique et artificielle la rentabilité sur les capitaux investis, tout en augmentant le bénéfice par action* » (Hoarau et Teller, 2001, p. 102).

Pour que la création de valeur devienne un véritable critère de pilotage, elle doit évidemment être quantifiable. Pour ce faire, des *indicateurs de création de valeur* sont utilisés. De manière quasiment exhaustive sont cités :

- Des indicateurs externes de création de valeur : TSR (*Total Shareholder Return*), ROE (*Return On Equity*).
- Des indicateurs internes de création de valeur : les indicateurs de rentabilité traditionnels (RONA – *Return On Net Assets*, ROA – *Return On Assets*, ROI – *Return On Investment*), le ROCE (*Return On Capital Employed*), l'EVA® (*Economic Value Added*) ou un équivalent, le CFROI® (*Cash-Flow Return On Investment*).

L'analyse des rapports annuels des entreprises du CAC 40 se fonde sur quatre critères d'analyse distincts et en particulier, sur tous les facteurs auxquels ils se réfèrent. Les sous-critères présentés servent à décrire la manière dont sont pris en compte les systèmes de gestion par la valeur dans les rapports annuels. Ils ne sont pas immuables dans la mesure où ils procèdent d'un tri de l'information collectée dans la presse et sur le terrain. Ils sont par conséquent le résultat d'un acte délibéré du chercheur. Ainsi, notre construction d'un système de gestion par la valeur théorique peut être remise en cause par une toute autre vision de l'objet de recherche.

2 Une influence actionnariale différente pour cinq catégories d'organisations

La lecture des rapports annuels donne lieu à la présentation des contours d'un système de gestion par la valeur tels que décrits dans la communication financière des entreprises du CAC 40. Cette synthèse nous permet de ranger les entreprises en plusieurs familles exprimant l'exercice d'une influence actionnariale distincte. Le classement constitue les principaux résultats de l'étude. Les catégories identifiées sont décrites de la plus affranchie à la plus dépendante de l'actionnaire. Pour chacun des sous-échantillons étudiés, sont confrontées une image du système de gestion par la valeur et une influence actionnariale, perçue à travers le discours écrit. Ainsi, notre analyse expose la situation de chaque famille d'entreprises au regard de nos quatre critères d'analyse. Elles sont au nombre de cinq :

- Les entreprises qui ne font pas référence à la création de valeur (*Synthèse en Annexe 2*).
- Les entreprises qui ne font qu'une allusion succincte à la création de valeur actionnariale (*Synthèse en Annexe 3*).
- Les entreprises qui communiquent sur un indicateur de valeur « groupe » (*Synthèse en Annexe 4*).
- Les entreprises pour lesquelles sont perçus les différents axes d'un système de gestion par la valeur en devenir (*Synthèse en Annexe 5*).
- Les entreprises qui communiquent sur les axes d'un système de gestion par la valeur actionnariale qui semble à maturité (*Synthèse en Annexe 6*).

2.1 Les entreprises qui ne font pas référence à la création de valeur

Le premier échantillon de sociétés est composé de neuf entreprises⁹. Ces dernières ne communiquent pas sur le thème de la *création de valeur* et peu sur celui du *gouvernement d'entreprise*. L'étude de la communication sur le deuxième point permet de distinguer trois sous-groupes. Un tiers ne fait pas référence au gouvernement d'entreprise (33% - Equant, Michelin, STMicroelectronics). Un tiers évoque les règles de gouvernement d'entreprise sans les développer (33% - Dexia, Renault, France Télécom). Un dernier tiers développe plus concrètement le sujet (33% - Alstom uniquement sur 1999, L'Oréal, Sanofi Synthélabo). Les rapports annuels insistent peu sur le rôle formel du conseil d'administration. La conception que les groupes ont du contrôle est généralement restreinte (pour 67% d'entre elles, plus large pour Sanofi Synthélabo - 11%), voire inexistante pour certains (33%).

Les entreprises de l'échantillon semblent adhérer à une culture de « résultat ». Cette logique de gestion se justifie pour quatre groupes par une communication destinée au client (44% - Equant, L'Oréal, Michelin, STMicroelectronics) et par la nécessité de se développer sur le marché international (44% - Dexia au plan européen, L'Oréal, Michelin, STMicroelectronics). Les *principes de management* des groupes ne sont généralement pas exposés (56% - Alstom, Dexia, L'Oréal, Michelin, Renault). Moins de la moitié d'entre eux en font un sujet dominant (44% : Equant, France Télécom, Sanofi Synthélabo et STMicroelectronics). Les groupes concernés ont adopté comme principe clé l'intéressement des salariés.

⁹ 9 entreprises : Alstom, Dexia, Equant, France Télécom, L'Oréal, Michelin, Renault, Sanofi Synthélabo, STMicroelectronics.

Plus de la moitié des entreprises de l'échantillon présente leur *performance boursière* (55% - Alstom, France Télécom, L'Oréal, Michelin, Sanofi Synthelabo) alors que les autres occultent le sujet (44% - Dexia, Equant, Renault, STMicroelectronics). Parmi les entreprises qui communiquent sur la performance boursière, 80% y consacrent une rubrique spécifique (80% - Alstom, France Télécom, L'Oréal, Sanofi Synthelabo) et 20% ne fait que la mentionner dans les « Chiffres clés » (20% - Michelin). Toutes ces entreprises exposent la performance de leur titre sur le marché en termes d'évolution du cours comparé au CAC 40. Néanmoins, les groupes ne retracent pas une quelconque analyse des causes des écarts constatés. Enfin, la mise en perspective de la performance dans le temps est rarement effectuée. Les groupes semblent également peu attachés à la comparaison du cours par rapport au marché et au secteur concernés (pour 100% d'entre eux).

2.2 Les entreprises qui ne font qu'une allusion succincte à la création de valeur actionnariale

Le deuxième échantillon est composé de onze entreprises¹⁰. Seuls Thomson CSF et Carrefour ne développent pas le thème du *gouvernement d'entreprise* (18%). Parmi les organisations qui abordent le sujet du gouvernement d'entreprise, 89%¹¹ le mentionnent dans la partie institutionnelle de leur rapport (89% - Alcatel, Aventis, Canal +, CCF, Sodexho, TF1, Valeo, Vivendi) alors que 11% le présentent dans la partie financière (11% - Lafarge). Une grande majorité témoigne de la priorité accordée à cette information et à une politique de transparence. Elles l'appréhendent généralement comme un concept étoffé (55.5% - Alcatel, Aventis, CCF, Sodexho, Valeo), une minorité limitant son acception au rôle du conseil d'administration et de ses comités (33.5% - Canal +, Lafarge, Vivendi). Les groupes adoptant une définition « élargie » du gouvernement d'entreprise incluent parmi ses principaux mécanismes les programmes d'intéressement des salariés et le pouvoir de contrôle de la classe dirigeante (40% - Aventis, CCF). Ils font plus rarement référence aux règles de bonne conduite, imposées par la charte de l'administrateur (20% - Sodexho). Les onze entreprises de l'échantillon décrivent la composition de leur organe légal de contrôle et de ses comités. La structure adoptée est pour 91% d'entre elles « moniste » et pour 9%, « duale » (9% - Aventis). L'adoption d'une structure « duale » met l'accent sur l'indépendance théorique de la classe dirigeante et des administrateurs.

Le gouvernement d'entreprise comprend l'ensemble des moyens permettant d'encadrer les comportements manageriaux. L'intéressement du personnel est ainsi considéré comme un mode de gouvernement d'entreprise. Il l'est effectivement pour 45% des entreprises (45% - Alcatel, Aventis, Carrefour, Sodexho, Vivendi). Parmi elles, la majorité n'indexent pas l'intéressement des salariés sur les performances du groupe (60% - Alcatel, Sodexho, Vivendi)¹². Le second *principe de management* présenté consiste à décentraliser l'organisation (54.5% - Aventis, Carrefour, Lafarge, Sodexho, Thomson CSF, Vivendi) pour favoriser l'initiative, la délégation (67% - Carrefour, Lafarge, Sodexho, Thomson CSF) et le travail en équipe (50% - Aventis, Sodexho, Thomson CSF). Le troisième principe de management met l'accent sur l'amélioration de la

¹⁰ 11 entreprises : Alcatel, Aventis, Canal, Carrefour, CCF, Lafarge, Sodexho, TF1, Thomson CSF, Valeo, Vivendi.

¹¹ Le calcul est effectué sur les 9 entreprises qui communiquent sur le gouvernement d'entreprise.

¹² Les calculs sont faits par rapport aux 5 entreprises qui considèrent l'intéressement du personnel comme un mode de gouvernement d'entreprise.

communication interne (18% - Canal +, Sodexho) parfois alliée à une formation spécifique des salariés (9% - Canal +) et sur une communication financière plus transparente vis-à-vis des actionnaires (9% - Carrefour).

Les entreprises de l'échantillon consacrent de larges développements à *la performance de leur titre en Bourse*. Elles divulguent l'évolution mensuelle des cours sur une période annuelle (cours le plus haut, cours le plus bas, cours de clôture). Ainsi, si le court terme est généralement retenu comme l'horizon le plus satisfaisant (54.5% - Carrefour, CCF, Lafarge, Sodexho, Thomson CSF, Vivendi), certaines ont opté pour le moyen terme (environ 5 ans pour 36.5% - Alcatel, Aventis, Canal +, Valeo), voire pour une perspective nettement plus longue (9% - TF1 présente l'évolution de son TSR sur 12 ans). L'évolution du cours de l'action est généralement comparée à celle d'un indice de marché (82% - Alcatel, Canal +, CCF, Lafarge, Sodexho, TF1, Thomson CSF, Valeo, Vivendi). La nécessité de pouvoir se comparer à un référent extérieur est exprimée (culture de *Benchmark*). Pour la majorité des entreprises l'indice de référence est le CAC 40 seul (45.5% - Canal +, CCF, Sodexho, Thomson CSF, Valeo), pour une minorité d'entre elles le STOXX 50 (9% - Alcatel) ou le SBF 120 (9% - TF1). Seul 18% de l'échantillon se réfèrent à deux indices de marché : Lafarge (CAC 40 et SBF 250) et Vivendi (CAC 40 et STOXX 50). Les analyses, portant sur les causes objectives des sur- ou contre-performances enregistrées par rapport au marché, sont exposées dans 27% des cas (27% - CCF, Sodexho, Thomson CSF). Le développement du thème de la performance boursière est également motivé par la nécessité de communiquer avec l'actionnaire (36.5% - Alcatel, Lafarge, Sodexho, Valeo) ou par celle de répondre à une structure d'actionariat originale (27% : Aventis, Sodexho, TF1).

Les groupes de la deuxième catégorie insistent sur la nécessité de développer la *gestion par la valeur*. Les formes d'expression varient d'une entreprise à l'autre. La création de valeur est un thème généralement porté par le président (82% - Alcatel, Aventis, Canal +, Carrefour, CCF, Lafarge, TF1, Valeo, Vivendi). Cette appropriation donne au message sa force et sa priorité. Pour une proportion non négligeable, le thème de la création de valeur est développé dans de nombreux passages du rapport annuel (36.5% - Aventis, Carrefour, Lafarge, Sodexho).

Globalement, la création de valeur pour l'actionnaire est prônée (64% - Alcatel, Aventis, Canal +, CCF, Sodexho, Thomson CSF, Vivendi). Peu d'entreprises déclarent en faire profiter les salariés via la mise en place de plans de rémunération variable indexée sur les performances (27% - Alcatel, Aventis et Vivendi). L'aboutissement de la création de valeur est l'appréciation du cours de bourse (45.5%). L'enrichissement à court terme de l'actionnaire constitue la préoccupation première. Aucun groupe ne déclare utiliser d'indicateur de création de valeur en interne. Les indicateurs de performance utilisés pour évaluer les centres de responsabilité restent « traditionnels ». Par exemple, Aventis porte une attention particulière au chiffre d'affaires, au résultat, à l'EBITDA et aux coûts, à la rationalisation de son portefeuille. Lafarge se préoccupe de son chiffre d'affaires, de son résultat, de ses investissements et de sa présence au plan international.

La plupart des entreprises de l'échantillon font référence à la création de valeur sous la forme d'une « Déclaration d'intention ». Elles abordent le thème sur un plan général. Toutes ont adopté une démarche financière classique et mesurent leur performance par le résultat et le chiffre d'affaires. Une faible proportion d'entre elles communique également sur des critères de rentabilité (18% - Carrefour et Thomson CSF) ou de *cash-flow* (9% - Sodexho).

2.3 Les entreprises qui communiquent sur un indicateur de création de valeur groupe

Les entreprises¹³ de ce troisième échantillon évoquent la *création de valeur* dans leurs rapports annuels. 33% des entreprises consacrent une rubrique spéciale à la création de valeur (33% - Air Liquide, Axa, Lagardère), 77% abordent le sujet à de nombreuses reprises lors de la présentation de la stratégie du groupe, des programmes d'intéressement, des performances ou du point de vue du président (77% - Air Liquide, Axa, Lagardère, Pinault Printemps Redoute, Saint Gobain, Schneider, Total), 22% exposent uniquement des indicateurs de mesure de la création de valeur dans leur rapport de gestion (22% - Cap Gemini, Casino Guichard).

Ainsi, la position des développements varie d'une entreprise à l'autre. 44% des groupes situent le thème de la création de valeur dans le « Message du président » (44% - Air Liquide, Lagardère, Total, Saint Gobain), 33% le développent dans la « Synthèse du rapport de gestion » (33% - Axa, Cap Gemini, Casino Guichard). Enfin, 33% des groupes ne communiquent pas directement sur le sujet et publient leurs indicateurs dans la « Partie financière » du rapport annuel (33% - Casino, Pinault Printemps Redoute) ou dans le chapitre destiné aux programmes de stock-options indexés à la rentabilité des capitaux (Schneider).

Le thème de la création de valeur est toujours mis en concordance avec la notion de rentabilité. La création de valeur et la rentabilité sont considérés comme des axes stratégiques majeurs (66% - Air Liquide, Axa, Lagardère, Saint Gobain, Schneider, Total).

Les groupes de cet échantillon ont pour chiffres clés le résultat net et le chiffre d'affaires. Ces entreprises adoptent une logique commerciale. C'est pourquoi, 55% d'entre elles invoquent le client comme interlocuteur privilégié (55% - Air Liquide, Cap Gemini, Casino, Saint Gobain, Schneider). Cette démarche est néanmoins mise en cohérence avec le déploiement d'objectifs plus financiers. Elles ont également opté pour un indicateur de mesure de la création de valeur nécessaire à l'évaluation de la performance du groupe. En revanche, peu d'entreprises placent ces nouveaux indicateurs au rang des critères les plus significatifs (23% - Air Liquide, Total).

Le thème du *gouvernement d'entreprise* est généralement développé. Cinq entreprises lui consacrent une rubrique spécifique (55% - Axa, Lagardère, Pinault Printemps Redoute, Saint Gobain, Schneider). Parmi ces dernières, deux adoptent une définition restreinte du gouvernement d'entreprise (40% - Lagardère, Schneider)¹⁴, deux autres le développent en abordant l'intéressement du personnel (40% - Pinault Printemps Redoute, Saint Gobain) ou les pouvoirs de la direction générale (40% - Axa, Saint Gobain) en supplément des thèmes afférents au conseil d'administration. En 1999, le thème du gouvernement d'entreprise est évoqué dans la partie financière (40% - Lagardère, Pinault Printemps Redoute)¹⁵ ou la partie institutionnelle du rapport annuel (60% - Axa, Saint Gobain, Schneider). Que les entreprises l'exposent ou non, elles s'attachent toutes à décrire la composition de leurs conseils, de leurs comités et la biographie de leurs administrateurs. En définitive, l'unique distinction tient à la déclaration d'intention que font les premiers sur la séparation des fonctions de propriété et de contrôle (60% - Axa, Lagardère, Pinault Printemps Redoute)¹⁶. La majorité des entreprises de l'échantillon a une structure « duale » favorisant l'indépendance des instances de direction et de contrôle. 55% des groupes déclarent détenir un conseil de surveillance et un directoire (55% - Axa, Cap Gemini,

¹³ 9 entreprises : Air Liquide, Axa, Cap Gemini, Casino Guichard, Lagardère, Pinault Printemps Redoute, Saint Gobain, Schneider Electric, Total Fina Elf.

¹⁴ Calcul effectué par rapport aux 5 entreprises précédentes.

¹⁵ Calcul effectué par rapport aux 5 entreprises précitées.

¹⁶ Calcul effectué sur 5 entreprises.

Casino, Lagardère, Pinault Printemps Redoute) et trois d'entre eux mettent en relation ce type de structure avec une meilleure pratique du gouvernement d'entreprise.

Trois entreprises taisent leurs *principes de management* (33% - Air Liquide, Axa, Lagardère). Les autres communiquent en particulier sur le thème de l'intéressement des salariés (66% - Cap Gemini, Casino, Pinault Printemps, Redoute, Saint Gobain, Total). Pour la majorité d'entre elles l'effort de communication se limite à cela (33% - Cap Gemini, Pinault Printemps Redoute, Total). Seuls Casino, Saint Gobain et Schneider sont concernés par la nécessité de mettre en place des modes d'incitation financière et de décentraliser leur structure en vue de favoriser l'autonomie, l'initiative et la délégation (33%). Cette réorganisation impose une plus grande transparence de la gestion en interne et le développement du travail en équipe.

Tous les groupes communiquent sur la *performance boursière* et consacrent une rubrique spécifique au sujet. Ils ont pour objectif de communiquer aux actionnaires les données nécessaires à l'évaluation de la performance de leur titre. Mais les critères de nature boursière ou extraits du compte de résultat sont pour certains insuffisants pour mesurer avec précision la solidité de la performance¹⁷. Ainsi, 44% des entreprises mettent à disposition de l'actionnariat le taux de rendement de son investissement (TSR) ou le taux de rentabilité des fonds propres (ROE) (44% - Axa, Pinault Printemps Redoute, Schneider, Total). La qualité de l'information divulguée est variable selon la prise en compte ou non des évolutions dans le temps et de la performance par rapport à celle enregistrée par le marché et le secteur. 55% des groupes présentent l'évolution de leur cours sur moyenne ou longue période (55% - Air Liquide, Axa, Pinault Printemps Redoute, Saint Gobain, Total). Puis cette tendance, présentée sous forme graphique, est comparée à celle du CAC 40 (77% - Air Liquide, Axa, Cap Gemini, Lagardère, Pinault Printemps Redoute, Schneider, Total) ou à celle de la Bourse de Paris (11% - Saint Gobain). Si l'écart existant entre la performance boursière du groupe et celle du marché ressort du document de référence, il est rarement analysé (33% - Axa et Casino le commentent brièvement, Pinault Printemps Redoute l'argumente).

2.4 Les entreprises qui communiquent sur les différents axes d'un système de gestion par la valeur actionnariale en devenir

Sur les sept entreprises¹⁸ de l'échantillon, cinq consacrent une rubrique de leur rapport annuel au *gouvernement d'entreprise* (71% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF, Crédit Lyonnais, LVMH). Pour l'une d'entre elles, le gouvernement d'entreprise a une forme restreinte puisqu'il se limite à la présentation du rôle du conseil¹⁹ et de ses comités (Aérospatiale Matra). Pour les quatre autres, l'acception du concept dépasse ce cadre²⁰ (57% - Accor, AGF, Crédit Lyonnais, LVMH). Le gouvernement d'entreprise s'exprime également à travers le rôle autoritaire de la direction générale (28% - AGF, Crédit Lyonnais), les modes d'intéressement des salariés (28% - Accor, LVMH), l'existence de règles déontologiques nécessaires à l'instauration d'une bonne conduite (28% - Accor, Crédit Lyonnais), l'entretien de relations privilégiées avec l'actionnaire (43% - Accor, AGF, LVMH). Enfin trois groupes émettent une déclaration d'intention sur le gouvernement

¹⁷ Sont désignées par « solidité de la performance », l'efficacité et l'efficience. Or, les critères boursiers et extraits du compte de résultat ne reflètent que la dimension « efficacité »

¹⁸ 7 entreprises : Accor, Aérospatiale Matra, AGF, Bouygues, Crédit Lyonnais, LVMH, Peugeot.

¹⁹ Conseil d'administration ou conseil de surveillance suivant les cas.

²⁰ Le rôle du conseil et de ses comités est toujours stipulé.

d'entreprise destinée, à souligner la séparation entre les fonctions de contrôle et de direction (42% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF). La répartition des pouvoirs constitue théoriquement un souci majeur pour les entreprises qui ont adopté une structure « duale ». Néanmoins, peu de groupes le stipule (28% - Accor, Aérospatiale Matra). Le thème du gouvernement d'entreprise est souvent mis au premier plan. Il prend alors place dans les développements institutionnels, en tête du rapport annuel (71% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF, Crédit Lyonnais, LVMH).

86% des entreprises ont un *principe unique de management* consistant à déployer des programmes d'intéressement du personnel. Seuls les AGF associent cette incitation financière à l'élargissement de leurs domaines de responsabilité. Le groupe évoque un mouvement de décentralisation de l'organisation favorisant l'initiative, l'autonomie et la délégation.

La *performance du titre en bourse* est systématiquement décrite dans les rapports annuels. Les informations jugées pertinentes sont le cours de l'action sur le marché (100%), le dividende par action (57% - Accor, AGF, Bouygues, LVMH, Peugeot), le bénéfice par action (43% - Accor, AGF, Peugeot), la structure de l'actionnariat (43% - Accor, AGF, LVMH) le volume de transactions (28% - AGF, Crédit Lyonnais), le TSR (28% - Bouygues, LVMH), mais plus rarement la capitalisation boursière et la structure du capital (14% - LVMH). La performance boursière est donc généralement exprimée en valeur (le cours) et très peu en volume (le rendement). Le cours de bourse, comparé graphiquement à l'évolution du CAC 40, permet un jugement relatif. Cependant, les groupes qui mettent en perspective dans le temps leurs performances sont rares (Bouygues). Il en est de même de ceux qui publient un indicateur « secteur » (28% - Accor qui compare la tendance à celle des concurrents américains et britanniques, Aérospatiale Matra).

Seuls deux groupes consacrent une rubrique spécifique à la *création de valeur* (28% - Accor, AGF) et trois autres en font largement allusion (43% - Aérospatiale Matra, LVMH, Peugeot). En outre, tous ont adopté un indicateur de création de valeur pour évaluer les performances de leur groupe et de leurs centres de responsabilité. Néanmoins, les indicateurs de mesure de la création de valeur existants sont rarement définis précisément (28% - Accor, Peugeot) et publiés en termes de perspectives d'avenir (43% - Accor, AGF, Peugeot).

Lorsque le thème de la création de valeur est abordé il prend généralement place au sein du « Message du président » (57% - Accor, AGF, LVMH, Peugeot) ou des « Chiffres clés » (71% - Accor, AGF, Crédit Lyonnais, LVMH, Peugeot). Il est déclaré « axe stratégique majeur » pour une majorité (71% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF, LVMH, Peugeot) et fait l'objet de développements dans le rapport de gestion d'Accor et des AGF (28%). Les actions de gestion menées à partir de critères bien spécifiques ont pour objet de faire de la création de valeur un outil de management capable d'aider à l'allocation des ressources (14% - Accor), à la rationalisation du portefeuille d'activités (14% - LVMH), à la restructuration (14% - AGF), à la décentralisation (28% - AGF, Accor) ou à la gestion du risque (28% - Aérospatiale Matra, Crédit Lyonnais). Un tel discours reflète une culture d'entreprise en évolution, renforçant les préoccupations financières. Cette mutation se justifie par la volonté de satisfaire le seul actionnaire (28% - Aérospatiale Matra, LVMH) ou tous les partenaires de l'entreprise (28% - Accor, AGF).

Un système de gestion orienté valeur a pour composante un mode d'incitation financière efficace. Il se caractérise le plus souvent par une rémunération variable indexée sur la création de valeur et/ou sur la rentabilité. Le souci d'associer les intérêts du personnel à la rentabilité

et/ou à la création de valeur est évoqué par la plupart des entreprises de l'échantillon (71% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF, LVMH, Peugeot) mais cette corrélation se retrouve effectivement dans 28% des groupes (28% - Accor, LVMH). Le système de management par la valeur est pour ces groupes en cours de construction. Certains éléments du système existent alors que d'autres émergent. Ces organisations auraient donc conservé une logique de gestion classique, les performances étant principalement mesurées via un résultat (100%) ou un chiffre d'affaires (71% - Accor, Aérospatiale Matra, AGF, Bouygues, LVMH, Peugeot).

2.5 Les entreprises qui communiquent sur les axes d'un système de gestion par la valeur actionnariale qui semble à maturité

Les entreprises du dernier échantillon²¹ consacrent une rubrique spécifique de leur rapport annuel au *gouvernement d'entreprise*. Le sujet est développé dans la partie institutionnelle. Ainsi, les pratiques de gouvernement d'entreprise comptent parmi les priorités à respecter. Une majorité adopte une définition très large du gouvernement d'entreprise et ne se contente pas de renseigner les tiers sur des sujets classiques relatifs au conseil (d'administration ou de surveillance) et à ses comités (80% - BNP Paribas, Danone, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf). Leurs informations touchent à la protection de l'intérêt actionnarial (80% - BNP Paribas, Danone, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf), à la communication financière et en conséquence, à l'amélioration de la transparence (80% - BNP Paribas, Danone, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf. Elf va même jusqu'à invoquer la transparence comptable et a créé un Comité d'Information Communication), à l'intéressement du personnel (60% - BNP Paribas, Danone, Elf), à l'efficacité des règles de bonne conduite et d'éthique (60% - BNP Paribas, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf), à la qualité de l'équipe dirigeante (40% - BNP Paribas et Suez Lyonnaise des Eaux en révèlent la composition) et enfin, à une meilleure gestion des risques (60% - Danone, Elf, Suez Lyonnaise des Eaux)²². Paradoxalement, ces groupes ne font pas de déclaration d'intention sur la séparation des pouvoirs de contrôle et de propriété alors qu'une grande majorité présente une structure « duale » (80% - tous hormis Suez Lyonnaise des Eaux font état d'un conseil de surveillance et d'un directoire). D'une manière générale, la communication relative aux pratiques de gouvernement d'entreprise est conforme aux attentes des comités de réflexion et du marché.

Danone est la seule organisation qui n'évoque à aucun moment les *principes de management* auxquels le groupe est attaché. Toutes les autres mettent au premier plan l'intéressement des salariés. Le souci et la volonté de motivation du personnel sont particulièrement présents dans la stratégie d'Elf. La décentralisation de l'organisation est nécessaire à une meilleure autonomie des dirigeants. Les groupes parlent alors d'initiative, de responsabilisation et de délégation (50% - BNP Paribas, Elf). BNP Paribas et Elf, donnent la priorité à la transparence aux fins d'améliorer la qualité des informations communiquées. Leurs cultures d'entreprise sont affichées et s'attachent à faire transparaître dans le discours leurs principales valeurs fédératrices. BNP Paribas a pour souci de fonctionner dans la « concertation », dans le respect de « l'équité » et de « l'équilibre ». Ainsi, chaque salarié du groupe est considéré comme un véritable acteur dont l'organisation se charge de gérer la carrière. Elf, pour sa part, s'efforce

²¹ 5 entreprises : BNP Paribas, Danone, Société Générale, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf avant sa fusion avec Total Fina (1998).

²² Nous précisons que la Société Générale et BNP Paribas n'ont pas été comptabilisées car elles font partie du secteur bancaire.

de faire régner la confiance en incitant chacun à respecter des « principes d'action » et « d'éthique » favorisant un « comportement loyal ».

Une grande diversité de critères permet de traduire la *performance du titre en Bourse*. La performance boursière est dans 4 cas sur 5 présentée en valeur (le cours) et en volume (le rendement ou la rentabilité). Les analyses portent sur l'évolution du cours de bourse comparé à celle du CAC 40 et subsidiairement le DJ Euro STOXX 50 indexé (Elf). 60% des entreprises complètent cette analyse par une présentation historique du cours (période à moyen terme de 5 ans). Il s'agit là, pour toutes les entreprises de cette dernière catégorie, du souci de positionner leur propre valeur au regard de référents externes ou des tendances du marché (60% - Danone, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf). Enfin, la comparaison avec la concurrence est tentée, nous pouvons toutefois citer BNP Paribas et la Société Générale qui optent respectivement pour l'indice France DS Banque et celui des Banques Françaises et Européennes, alors que Danone a recours à l'indice Mondial Agro-alimentaire (60%). La communication de ces informations constitue un atout majeur destiné à séduire les actionnaires et les investisseurs potentiels. La diversité des informations retenues (structure de l'actionnariat pour 60% - BNP Paribas, Danone, Société Générale ; ajustement des indicateurs de performance adaptés) devient un levier de motivation des équipes. A ce titre, BNP Paribas déclare indexer la rémunération variable de ses dirigeants sur l'appréciation du cours du titre et la Société Générale insiste sur l'efficacité d'un mode de rémunération corrélé à la rentabilité des fonds propres. Le thème de la création de valeur est également évoqué par le groupe Danone qui justifie une opération de rachat d'actions par l'amélioration mécanique du ratio de rentabilité des fonds propres.

Suez Lyonnaise des Eaux est la seule entreprise qui consacre une rubrique spécifique à la *création de valeur*. Les autres préfèrent s'y référer tout au long du document de référence : dans le « Message du président » (100%), dans les « Axes stratégiques » (100%), dans la « Présentation du groupe et des activités de ses entités décentralisées » (60% - BNP Paribas, Danone, Elf), dans les « Chiffres clés » (60% - Danone, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf), dans la « Partie financière » notamment au sein de la « Synthèse du rapport de gestion » (80% - BNP Paribas, Société Générale, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf), dans les « Perspectives d'avenir » (20% - BNP Paribas). Quasiment toutes ont à leur actif un indicateur de création de valeur « groupe » et « branche ».

Le déploiement de l'indicateur suppose que les acteurs aient assimilé le sens de la démarche et y ajustent leurs comportements décisionnels. Une réorganisation préalable, renforçant les engagements, peut conduire à une plus grande responsabilisation dans la recherche de la performance économique et financière. Cette réorganisation repose sur un bouleversement structurel (60% - BNP Paribas, Danone, Suez Lyonnaise des Eaux) et le repositionnement des métiers autour de l'activité majeure du groupe (40% - Danone, Suez Lyonnaise des Eaux). L'orientation stratégique du système de management se traduit en général par un objectif de rentabilité, atteignable grâce à une croissance durable dépassant les attentes du marché.

Pour toutes ces entreprises, des actions concrètes devraient avoir des répercussions directes sur la rentabilité (100%), l'appréciation du dividende (40% - Société Générale, Elf) ou le bénéfice par action (40% - BNP Paribas, Elf). Elles devraient également imposer un nouveau mode de gestion des investissements (80% - Danone, Société Générale, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf), du portefeuille d'activité (40% - Danone, Suez Lyonnaise des Eaux), des capitaux (20% - Société Générale),

du risque (60% - Danone, Elf, Suez Lyonnaise des Eaux)²³ et donner naissance à des systèmes de reporting plus efficaces intégrant des critères de création de valeur (40% - Suez Lyonnaise des Eaux, Elf).

Ainsi, l'adoption d'une démarche tournée vers l'actionnaire marque la mutation des modes de gestion et de communication. La gestion est tournée vers un objectif de création de valeur mobilisateur qui convient à l'actionnaire, au salarié rémunéré en partie sur cette base (80% - toutes hormis Suez Lyonnaise des Eaux) et à l'organisation qui grâce à une telle démarche améliore ses performances. La création de valeur doit donc profiter à tous les partenaires pour 60% des entreprises de l'échantillon (BNP Paribas, Suez Lyonnaise des Eaux, Elf) et à l'actionnaire seul pour 40% (Danone, Société Générale).

Si la logique « actionnariale » est la colonne vertébrale de l'entreprise, elle n'éloigne pas pour autant l'organisation de ses préoccupations traditionnelles relatives à la croissance du résultat (100%), de l'EBITDA (40% - Danone, Suez Lyonnaise des Eaux) et à son développement à l'international (60% - BNP Paribas, Danone, Suez Lyonnaise des Eaux). Les efforts semblent mieux canalisés vers des objectifs de résultat et d'efficience (rentabilité) par l'utilisation de critères imposés de création de valeur. Ainsi, les groupes publient ou chiffrant leurs objectifs futurs en termes de création de valeur (60% - BNP Paribas, Société Générale, Suez Lyonnaise des Eaux).

La typologie présentée constitue les principaux résultats de cette étude. L'analyse portant sur les discours destinés aux investisseurs, il est probable qu'elle témoigne d'un engouement exagéré pour la gestion par la valeur actionnariale. De surcroît, « *la création de valeur a envahi la scène médiatique et apparaît comme un objectif central de la communication financière des grandes entreprises* » (Hoarau et Teller, 2001, p. 1). Malgré ce biais, peu d'organisations retracent dans leurs rapports annuels un système de gestion par la valeur jugé complet et dont la logique est purement « actionnariale ».

Les cinq catégories d'entreprises que nous avons pu distinguer à la lecture de la communication financière des entreprises du CAC 40, peuvent être représentées dans le tableau suivant (*Figure 1*). Ce dernier synthétise les nombreux tableaux présentés en annexes. Nous avons choisi de ne pas les superposer, un tel récapitulatif donnant lieu à une représentation trop lourde à exploiter.

²³ BNP Paribas et la Société Générale n'ont pas été citées car elles font partie du secteur bancaire.

Figure 1 : « Cinq catégories d'entreprises subissant une influence actionnariale différente »

	Gouvernement d'entreprise	Création de valeur	Principes de management	Performance boursière	En conclusion : Degré d'influence actionnariale
Famille 1 : 9 groupes 22.5 %	-	∅	--	+	∅
Famille 2 : 11 groupes 27.5 %	+	--	+	++	--
Famille 3 : 8 groupes 20 %	+	-	+	++	-
Famille 4 : 7 groupes 17.5 %	++	+	+	+	+
Famille 5 : 5 groupes 12.5 %	++	++	++	++	++

Légende : ∅, thème non abordé. -, thème peu abordé. +, thème abordé.

Notre interprétation du contenu des rapports annuels des groupes du CAC 40 permet de distinguer cinq catégories d'entreprises dont le rapport à la gestion par la valeur est différent. Les facteurs caractéristiques de la communication relative au système de gestion par la valeur sont donc spécifiques. Le *premier échantillon* (22.5%) renferme des groupes qui ne communiquent pas sur la création de valeur. Le *second échantillon* (27.5%) accorde de l'importance au gouvernement d'entreprise et aux politiques de création de valeur. Néanmoins, les groupes ne font pas référence à des pratiques particulières. Le *troisième échantillon* (20%) utilise un indicateur de création de valeur au niveau « groupe ». Le déploiement jusqu'aux entités décentralisées n'est pas envisagé. Le *quatrième échantillon* (17.5%) communique les éléments constitutifs d'un système de gestion par la valeur *a priori* « partiel ». Néanmoins, les entreprises ont adopté un indicateur de création de valeur « groupe » et un autre déployé dans les entités décentralisées. En outre, lorsque les critères d'analyse sont cités, les groupes tentent de communiquer une information de qualité (quantité et transparence). Le *cinquième échantillon* (12.5%) renferme des groupes qui mesurent la valeur actionnariale au niveau du groupe et des entités décentralisées. Elle a des conséquences sur les principes de management adoptés (adaptation de la communication interne) et fait l'objet d'une communication renforcée.

Les principaux résultats montrent que la *création de valeur* est un thème évoqué au plan général dans des rubriques spécifiques du rapport annuel par les entreprises qui communiquent peu sur le sujet. En comparaison, les entreprises qui portent la création de valeur au premier plan, révèlent des informations plus techniques, présentent leurs indicateurs de création de valeur et abordent le sujet à de nombreuses reprises tout au long du rapport annuel.

Le même phénomène caractérise la communication sur le *gouvernement d'entreprise*. Lorsque les groupes privilégient ce thème, ils abandonnent la définition qui limite l'action à l'indépendance du conseil d'administration pour passer à une définition élargie du gouvernement d'entreprise incluant des priorités relatives à l'éthique, aux règles de bonne conduite, au respect de l'intérêt actionnarial...

Les principes de management dans le groupe et la mesure de la performance boursière sont développés de manière très inégale par les groupes. Les sociétés appartenant à la deuxième et à la cinquième catégorie ne limitent pas les *principes de management* à l'intéressement des salariés. Ils considèrent que la transparence de la communication interne et une large

décentralisation sont également des principes majeurs. Nous pouvons supposer que les entreprises peu enclines à communiquer des informations précises sur le fonctionnement de leur groupe (catégorie 2) privilégieraient la présentation de règles de gestion très générales et peu stratégiques. Pour ce qui est des groupes appartenant à la catégorie 5 de tels développements seraient caractéristiques d'une volonté de transparence vis-à-vis des tiers.

Enfin, la *performance boursière* est mesurée et comparée à l'indice CAC 40 par tous les groupes de l'échantillon. La première information suivie par l'actionnaire est généralement relativement bien développée dans les rapports annuels. Les entreprises plus mûres en termes de communication ont néanmoins tendance à multiplier les référents de comparaison : dans le temps (évolution historique du cours) et par rapport à un indice « secteur ».

En définitive, la gestion par la valeur semble impliquer l'émergence d'un nouveau mode de communication dans 35% des cas. Ces entreprises semblent s'exprimer en connaissance de cause et non pour servir un simple objectif publicitaire sans aucune mesure avec une pratique interne. Ainsi, la pression actionnariale influence pleinement la communication financière des entreprises du CAC 40 pour un nombre restreint d'organisations. Néanmoins, la communication sur les thèmes étudiés a considérablement évolué entre les dates de publication des rapports annuels 1998 et 1999, le second rapport Viénot ayant fait son apparition entre-temps.

La séparation du contrôle et de la propriété est devenue une priorité. Elle se caractérise par la création de comités spécialisés. 87.5% des sociétés du CAC 40 ont au moins un comité et environ 15% d'entre elles ont mis en place ceux préconisés par le rapport Viénot (comité d'audit, des rémunérations, des nominations). Si cette évolution répond à un cadre légal en mutation, la création de comités supplémentaires commence à répondre à une adaptation de la structure de l'organe d'administration aux besoins spécifiques de la société. Par exemple, 2.5% des groupes ont créé un comité des investissements, un comité scientifique, un comité d'éthique, un comité de consultation des actionnaires ou un comité des risques ; 5% des sociétés ont un comité des conventions ou un comité chargé du développement international.

La volonté de rendre la frontière entre contrôle et propriété plus claire s'accompagne également d'une information de plus en plus précise quant à l'organisation du conseil d'administration, à l'identité de ses membres et au cumul des mandats. En outre, le pouvoir de décision des administrateurs indépendants au sein des comités est un sujet abordé par 17.5% des groupes en 1999, c'est-à-dire par une minorité. La présence plus que majoritaire d'administrateurs réciproques par nature fort dépendants des relations sociales entretenues par le groupe n'est également pas évoquée directement, l'information étant à reconstituer à l'aide des données disponibles dans les biographies des administrateurs. Si l'acceptation du gouvernement d'entreprise évolue considérablement dans la communication financière et la pratique, certaines caractéristiques d'un système de gouvernement d'entreprise dit « fermé » subsistent : l'indépendance de l'administrateur est-elle effective ? Pourquoi la séparation des fonctions de Président et de Directeur Général n'est-elle pas évoquée ?

Conclusion

Le gouvernement d'entreprise a pour but de mettre le dirigeant sous contrainte. La création de valeur impose, dans ce contexte de gouvernement préétabli, la protection de l'intérêt actionnarial et la maximisation de la performance boursière. Ainsi, pour répondre à l'influence actionnariale, les entreprises publient des principes de management, favorisent la

qualité d'une information plus transparente et révèlent l'adoption d'indicateurs techniques de mesure de la valeur.

Nos résultats montrent que les thèmes liés au gouvernement d'entreprise et aux principes de management sont plus volontiers développés que ceux relatifs à la performance boursière, à la mesure de la création de valeur (indicateurs, retraitements...) et à la démarche de gestion adoptée par l'entreprise. La majeure partie des groupes semble donc, sur la période étudiée, favoriser la communication d'éléments d'ordre général, en évitant de dévoiler « le particulier ». Cela pourrait témoigner, non pas de la volonté d'utiliser des ratios techniques comptables et financiers rapprochant les systèmes de gestion interne aux intérêts des actionnaires, mais de traduire des motivations plus informelles. Il apparaît peut être que « *l'influence croissante des actionnaires, en particulier des gestionnaires de fonds (fonds de pension ou investisseurs institutionnels) soucieux de maximiser la rentabilité des capitaux investis dans telle ou telle entreprise conduit les grandes firmes à communiquer sur la valeur et à développer un marketing du titre. Le rôle majeur des marchés financiers dans le financement du développement des entreprises est de transformer les dirigeants de celles-ci en 'commerçants de titres financiers'* » (Hoarau et Teller, 2001, p. 64-65). Peut être que le contenu de la communication financière serait le témoignage d'une « *bataille économique et politique entre gestionnaires et actionnaires...* » (Rappaport, 1998). La teneur de la communication des entreprises du CAC 40, partiellement influencée par les systèmes de gestion par la valeur d'origine anglo-saxonne, démontrerait probablement que le partage de la rente financière (Pesqueux, 2000) n'avantage pas forcément les actionnaires au détriment des dirigeants. Cette évolution aurait en revanche créé une nouvelle identité au travail²⁴.

En définitive, l'analyse du discours dévoile une influence réelle de l'actionnaire sur le contenu de la communication financière pour un nombre restreint d'organisations. Il est alors probable que, pour la majorité des groupes du CAC 40, l'adoption d'un système de gestion par la valeur, ne soit pas toujours guidé par une logique strictement « actionnariale ». Forte de ces premières conclusions, nous pourrions examiner sur le terrain si la mise en place de systèmes de gestion par la valeur dans les organisations implique l'exercice d'une pression actionnariale imposant une logique d'investisseurs à l'organisation. Il serait également intéressant de vérifier si cette logique réoriente le contrôle organisationnel. L'analyse des rapports annuels du CAC 40 exposée précédemment ouvre donc la voie à de nombreuses perspectives de recherche.

²⁴ Sur la notion d'identité au travail, le lecteur pourra se reporter à : Juffé, (1996), Pouvoirs et valeurs dans l'entreprise : des sciences humaines pour l'entreprise, Collection sciences des organisations, édition ESKA. / Sainsaulieu R., (1972), *L'identité au travail*, Paris, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques. / Sainsaulieu R. et Ségrestin D., (1986), « Vers une théorie sociologique de l'entreprise », *Sociologie du Travail*, juillet/septembre, n°3-86.

Annexe 1 : « Sous critères formant une grille de lecture »

Grille de sous-critères relatifs au Gouvernement d'entreprise	Grille de sous-critères relatifs aux Principes de Management	Suite – Grille de sous-critères relatifs à la Création de Valeur
<p>Sur la forme : Rubrique consacrée au thème Rubrique située dans la partie financière du rapport annuel Rubrique située dans la partie institutionnelle du rapport annuel Existence de comités attachés au conseil d'administration Notion de transparence évoquée Notion d'éthique évoquée Autres notions évoquées</p> <p>Sur le fond : Société à conseil d'administration Société à conseil de surveillance et à directoire Déclaration de principe sur le gouvernement d'entreprise Liste des membres du conseil d'administration ou de surveillance Nombre de réunions du conseil Mode de sélection des membres du conseil Mention de la présence d'administrateurs indépendants Mention de la présence d'administrateurs réciproques Rémunération globale des administrateurs révélée Rémunération individuelle des administrateurs révélée Répartition des pouvoirs entre les organes de contrôle et de direction révélée Curriculum vitae des administrateurs présenté : Age Fonction principale Date d'entrée en fonction Date d'expiration du mandat Nombre d'actions détenues Expérience Indication des mandats cumulés d'administrateur Nationalité Existence d'un comité d'audit/des comptes/financier Liste des membres Nombre de membres Objectif du comité : mission générale Mode de sélection des administrateurs Présence d'administrateurs indépendants Compte rendu des réunions du comité Nombre de réunions Existence d'un comité des mandataires sociaux/des rémunérations/des nominations <i>Mêmes critères que précédemment</i> Existence d'un comité de sélection/nomination <i>Mêmes critères que précédemment</i> Existence d'un comité de stratégie <i>Mêmes critères que précédemment</i></p>	<p>Grille de sous-critères relatifs aux Principes de Management Existence d'une charte d'entreprise Application du principe de subsidiarité Réduction des échelons hiérarchiques Existence de mesures d'intéressement Responsabilisation / Autonomie Décentralisation en centres de responsabilité</p> <p>Grille de sous-critères relatifs à la Performance Boursière Mise en perspective sur la durée Mise en perspective par rapport à la performance du secteur Mise en perspective par rapport à un indice Justification de la performance</p> <p>Grille de sous-critères relatifs à la Création de valeur La création de valeur : Thème occulté Simple évocation Présentation de la démarche de la gestion par la valeur Existence d'un indicateur de création de valeur Définition donnée Retraitements Objectif visé révélé Calcul par centres de responsabilité</p> <p>Les leviers stratégiques : Croissance durable Rentabilité Profitabilité Risques Synergies</p> <p>Les leviers financiers : Croissance du chiffre d'affaires Résultat EBITDA Investissements Besoin en fonds de roulement Taux effectif d'impôt décaissable Coût moyen pondéré du capital Période d'avantage compétitif Rotation des capitaux Bénéfice par action</p> <p>Autres leviers : NOPAT (<i>Net Operational Profit After Tax</i>) FCF (<i>Free Cash-Flows</i>) Endettement Dividende Cours de bourse Capitalisation boursière</p> <p>Travaux effectués : Identification des leviers opérationnels Fixation d'objectifs stratégiques / Déclinaison des objectifs opérationnels</p>	<p>Les leviers de la valeur : Description des leviers financiers Mise en perspective sectorielle (<i>Benchmark</i>)</p> <p>Justification de la recherche de la performance en termes de création de valeur : Axe stratégique Message du président Déclaration d'intention / Profil Développement spécifique Rapport de gestion Chiffres clés L'entreprise en Bourse Située dans la partie financière du rapport annuel Située dans la partie institutionnelle du rapport annuel Force du message</p> <p>La création de valeur à travers les pratiques manageriales : Justification de mouvements stratégiques majeurs (fusion / acquisitions) Mesure par centre de responsabilité Existence d'un coordinateur 'création de valeur' Formation spécifique Adaptation des outils de pilotage Implication profonde dans l'organisation Focalisation sur le progrès lié à la valeur Focalisation sur le progrès comparé à celui des principaux concurrents Rentabilité des investissements Déclinaison de l'objectif de création de valeur</p> <p>Outil de management : Rémunération indexée sur la valeur Arbitrage du portefeuille d'activité Outil de pilotage Allocation des capitaux (fusions / acquisitions) Recherche et développement Autre</p> <p>Indicateurs de création de valeur : TSR Période et indice de comparaison ROE / ROCE / RONA ROA ou ROI EVA® ou équivalent CFROI® Décomposition NOPAT / Capitaux Engagés</p> <p>Structure financière : Rachat d'actions Politique d'endettement / Effet de levier Optimisation fiscale</p> <p>Gestion du risque La prise en compte : De la satisfaction des clients / De la satisfaction des salariés Située dans la partie financière du rapport annuel / Située dans la partie institutionnelle du rapport annuel</p>

Annexe 2 : « Les entreprises qui ne font pas référence à la création de valeur »

Gouvernement d'entreprise	Nombre (9)	%
Thème non abordé	3	33%
Thème abordé	6	67%
Dont évocation du thème du gouvernement d'entreprise	3	50%
Dont développement du thème du gouvernement d'entreprise	3	50%
Acception restreinte du gouvernement	6	67%

Principes de management	Nombre (9)	%
Principes non exposés	5	56%
Principes exposés	4	44%
Dont intéressement des salariés	4	100%
Dont gestion des compétences et formation des salariés	1	25%
Dont innovation technologique	1	25%
Objectif « bilantiel »	1	11%
Culture de résultat	6	67%
Dont justification par la satisfaction des intérêts du client	4	67%
Dont justification par une stratégie d'internationalisation	4	67%
Dont justification par la satisfaction des intérêts de tous les partenaires	1	17%

Performance boursière	Nombre (9)	%
Pas de présentation de la performance boursière	4	44%
Présentation de la performance boursière	5	56%
Dont présentation d'une rubrique spécifique	4	80%
Dont simple mention dans les 'Chiffres clés'	1	20%
Dont performance comparée à l'évolution du CAC 40	5	100%
Dont comparaison à un indice marché supplémentaire	1	20%
Dont comparaison à un indice marche et à un indice secteur supplémentaires	1	20%
Analyse des écarts	0	0%
Dont mise en perspective dans le temps (moyenne période)	2	40%

Annexe 3 : « Les entreprises qui ne font qu'une allusion succincte à la création de valeur actionnariale »

Gouvernement d'entreprise	Nombre (11)	%.
Thème non abordé	2	18%
Présentation de la composition du conseil et de ses comités	11	100%
Structure moniste (conseil d'administration)	10	91%
Structure duale (conseil de surveillance et directoire)	1	9%
Dont déclaration spécifique sur la séparation du contrôle et de la propriété	1	100%
Thème abordé	9	82%
Dont développement dans la partie institutionnelle	8	89%
Dont développement dans la partie financière	1	11%
Concept du gouvernement d'entreprise étoffé	5	45%
Dont déclaration de principe sur la séparation du contrôle et de la propriété	3	60%
Dont programmes d'intéressement	2	40%
Dont pouvoir de contrôle de la classe dirigeante	2	40%
Dont respect de règles de bonnes conduites (charte de l'administrateur)	1	20%
Dont présentation de la performance boursière	2	40%
Dont présentation de la répartition du capital	2	40%
Dont qualité de la communication financière	2	40%
Concept du gouvernement d'entreprise restreint	3	27%

Principes de management	Nombre (11)	%
Principes non exposés	3	27%
Principes exposés	8	72%
Intéressement du personnel	5	45%
Dont indexation sur la performance du groupe	2	40%
Décentralisation	6	54.5%
Dont pour favoriser l'initiative et la délégation	4	67%
Dont l'importance du travail en équipe	3	50%
Dont application du principe de subsidiarité	1	17%
Dont responsabilisation	1	17%
Formation spécifique des employés	1	9%
Culture de résultat affichée	0	0%
Culture d'entreprise perçue comme 'forte'	3	27%

Performance boursière	Nombre (11)	%
Pas de présentation de la performance boursière	0	0%
Présentation de la performance boursière	11	100%
Dont performance comparée à l'évolution du CAC 40	5	45.5%
Dont comparaison à un indice de marché supplémentaire	2	18%
Dont comparaison à un unique indice marché autre que le CAC 40	2	18%
Analyse des écarts	3	27%
Dont mise en perspective dans le temps (courte période)	6	54.5%
Dont mise en perspective dans le temps (moyenne/longue période)	5	45.5%
Justification de la présentation de la performance boursière	11	100%
Dont la nécessité de communiquer avec l'actionnaire	4	36.5%
Dont la nécessité de répondre à la structure de l'actionnariat	3	27%
Dont la nécessité d'améliorer la qualité de la communication financière en général	5	45.5%
Dont la nécessité d'introduire un indicateur de création de valeur actionnariale	3	27%
Dont la nécessité d'améliorer la transparence de l'information publiée	2	18%
Dont commentaire de la performance boursière	3	27%
Dont la nécessité d'être plus sensible aux risques	1	9%

Création de valeur	Nombre (11)	%
Thème non abordé	0	0%
Thème abordé	11	100%
Dont situé dans le message du président	9	82%
Dont situé dans de nombreux passages du rapport annuel	4	36.5%
Dont situé sur la couverture du rapport annuel	1	8%
Dont situé dans une déclaration d'intention spécifique	10	91%
Dont situé dans un paragraphe consacré à la création de valeur	1	9%
Thème abordé de manière générale	11	100%
Dont objectif de rentabilité poursuivi	6	54.5%
Dont objectif de croissance poursuivi	7	64%
Dont objectif double de rentabilité/croissance poursuivi	5	45.5%
Dont objectif de productivité poursuivi	3	27%
Dont création de synergies poursuivie	3	27%
Dont formation de <i>cash-flows</i> poursuivie	1	9%
Création de valeur actionnariale affichée	7	64%
Création de valeur partenariale affichée	6	54.5%
Existence de plans de rémunération variable indexée sur la création de valeur	3	27%
Création de valeur assimilée à l'appréciation du cours de bourse (court terme)	5	45.5%
Création de valeur sur le long terme affichée	1	9%
Motivations liées à l'amélioration de la qualité communication financière (transparence)	2	18%
Comparaison de la performance au secteur d'activité (Culture de benchmark)	1	9%
Mise à disposition d'un compte de résultat par branches	10	91%
Mise à disposition d'un bilan par branches	1	9%
Critères de performance adoptés		
Indicateurs de création de valeur actionnariale	0	0%
Résultat et chiffre d'affaires	11	100%
Indicateurs de rentabilité	2	18%
Indicateurs de <i>cash-flow</i>	1	9%

Annexe 4 : « Les entreprises qui communiquent sur un indicateur de création de valeur 'groupe' »

Création de valeur	Nombre (9)	%
Thème non abordé	0	0%
Thème abordé	9	100%
Dont situé dans le message du président	4	44%
Dont situé dans de nombreux passages du rapport annuel	8	77%
Dont situé dans la rapport de gestion	3	33%
Dont situé dans une déclaration d'intention spécifique	2	22%
Dont situé dans un paragraphe consacré à la création de valeur	3	33%
Dont communication des seuls indicateurs dans la partie financière	3	33%
Dont développement dans la présentation des systèmes d'incitation financière	1	11%
Thème abordé de manière générale	6	67%
Dont objectif de rentabilité poursuivi	6	100%
Critères de performance adoptés		
Indicateurs de création de valeur actionnariale	9	100%
Résultat et chiffre d'affaires	9	100%
Précision des indicateurs de rentabilité : ROE et ROCE	3	33%
Précision des indicateurs de rentabilité : ROE seul	3	33%
Précision des indicateurs de rentabilité : ROCE seul	1	11%
Précision des indicateurs de rentabilité : ROI et ROA	1	11%
Précision indicateurs de création de valeur actionnariale proprement dits : TSR et EVA®	1	11%
Déploiement des indicateurs de création de valeur actionnariale au niveau des centres de responsabilité	0	0%

Gouvernement d'entreprise	Nombre (9)	%
Thème non abordé	4	44%
Présentation de la composition du conseil et de ses comités	9	100%
Structure moniste (conseil d'administration)	4	44%
Structure duale (conseil de surveillance et directoire)	5	55%
Dont déclaration spécifique sur la séparation du contrôle et de la propriété	3	60%
Thème abordé	5	55%
Dont développement dans la partie institutionnelle	3	60%
Dont développement dans la partie financière	2	40%
Concept du gouvernement d'entreprise étoffé	3	33%
Dont déclaration de principe sur la séparation du contrôle et de la propriété	2	67%
Dont programmes d'intéressement	2	67%
Dont pouvoir de contrôle de la classe dirigeante	2	67%
Concept du gouvernement d'entreprise restreint	2	22%
Dont déclaration de principe sur la séparation du contrôle et de la propriété	1	50%

Principes de management	Nombre (9)	%
Principes non exposés	3	33%
Principes exposés	6	67%
Intéressement du personnel	6	67%
Dont indexation sur la performance du groupe	1	17%
Décentralisation	6	54,5%
Dont pour favoriser l'initiative et la délégation	3	33%
Dont l'importance du travail en équipe	3	33%
Dont responsabilisation	3	33%
Dont transparence des règles de gestion interne	3	33%

Performance boursière	Nombre (9)	%
Pas de présentation de la performance boursière	0	0%
Présentation de la performance boursière	9	100%
Dont performance comparée à l'évolution du CAC 40	7	77%
Dont comparaison à un indice de marché supplémentaire	0	0%
Dont comparaison à plusieurs indices marchés complémentaires	1	11%
Dont comparaison à un indice secteur complémentaire	1	11%
Dont comparaison à un unique indice marché autre que le CAC 40	1	11%
Analyse des écarts	3	33%
Dont mise en perspective dans le temps (courte période)	4	44%
Dont mise en perspective dans le temps (moyenne /longue période)	5	55%
Dont présentation du TSR ou du ROE	4	44%
Justification de la présentation de la performance boursière	6	67%
Dont la nécessité d'améliorer la qualité de la communication financière en général	2	22%
Dont l'objectif de créer de la valeur pour l'actionnaire	4	44%
Dont la nécessité d'améliorer la transparence de l'information publiée	2	22%
Dont commentaire de la performance boursière	0	0%
Dont la nécessité d'être plus sensible aux risques	2	22%

Annexe 5 : « Les entreprises qui communiquent sur les différents axes d'un système de gestion par la valeur actionnariale en devenir »

Gouvernement d'entreprise	Nombre (7)	%
Thème non abordé	0	0%
Présentation de la composition du conseil et de ses comités	7	100%
Structure moniste (conseil d'administration)	5	72%
Structure duale (conseil de surveillance et directoire)	2	28%
Dont déclaration spécifique sur la séparation du contrôle et de la propriété		
Thème abordé	7	100%
Dont développement dans la partie institutionnelle	5	72%
Dont développement dans la partie financière	2	28%
Concept du gouvernement d'entreprise étoffé	6	86%
Dont déclaration de principe sur la séparation du contrôle et de la propriété	3	50%
Dont programmes d'intéressement	2	33%
Dont pouvoir de contrôle de la classe dirigeante	2	33%
Dont le respect de règles de bonne conduite	2	33%
Dont la nécessité d'établir de bonnes relations avec l'actionnaire	3	50%
Dont comparaison des pratiques avec les recommandations du rapport Viénot	1	17%
Dont la nature indépendante des administrateurs	1	17%
Concept du gouvernement d'entreprise restreint	1	14%

Principes de management	Nombre (7)	%
Principes non exposés	0	0%
Principes exposés	7	100%
Intéressement du personnel	6	67%
Décentralisation	1	14%
Dont pour favoriser l'initiative et la délégation	1	100%
Dont responsabilisation	1	100%

Performance boursière	Nombre (7)	%
Pas de présentation de la performance boursière	0	0%
Présentation de la performance boursière	7	100%
Dont performance comparée à l'évolution du CAC 40	7	100%
Dont comparaison à un indice de marché supplémentaire	2	28%
Dont comparaison à plusieurs indices marchés complémentaires	0	0%
Dont comparaison à un indice secteur complémentaire	2	28%
Dont comparaison à un unique indice marché autre que le CAC 40	0	0%
Analyse des écarts	2	28%
Dont mise en perspective dans le temps (courte période)	6	86%
Dont mise en perspective dans le temps (moyenne /longue période)	1	14%
Dont présentation du TSR ou du ROE	2	28%
Justification de la présentation de la performance boursière	4	57%
Dont la nécessité d'améliorer la qualité de la communication financière en général	4	100%

Création de valeur	Nombre (t7)	%
Thème non abordé	0	0%
Thème abordé	7	100%
Dont situé dans le message du président	4	57%
Dont situé dans de nombreux passages du rapport annuel	3	43%
Dont situé dans la rapport de gestion	2	28%
Dont situé dans une déclaration d'intention spécifique	0	0%
Dont situé dans un paragraphe consacré à la création de valeur	2	28%
Dont développement dans la présentation des systèmes d'incitation financière	5	71%
Dont situé dans les 'chiffres clés'	5	71%
Dont présenté comme un axe stratégique majeur	5	71%
Thème abordé de manière générale	7	100%
Dont objectif de rentabilité poursuivi	7	100%
Création de valeur actionnariale affichée	2	28%
Création de valeur partenariale affichée	2	28%
Existence de plans de rémunération variable indexée sur la création de valeur	5	71%
Critères de performance adoptés		
Indicateurs de création de valeur actionnariale	7	100%
Définition précise de l'indicateur de CV	2	28%
Indicateurs de CV mis en perspective dans l'avenir	3	43%
Résultat et chiffre d'affaires	7	100%
Indicateurs de rentabilité	5	71%
Déploiement des indicateurs de création de valeur actionnariale au niveau des centres de responsabilité	7	100%
L'intérêt de gérer par la valeur		
Pour l'allocation des ressources	1	14%
Pour la rationalisation du portefeuille d'activité	1	14%
Pour décentraliser	2	28%
Pour gérer les risques	2	28%

Annexe 6 : « Les entreprises qui communiquent sur les axes d'un système de gestion par la valeur actionnariale qui semble à maturité »

Gouvernement d'entreprise	Nombre (5)	%
Thème non abordé	0	0%
Présentation de la composition du conseil et de ses comités	5	100%
Structure moniste (conseil d'administration)	1	20%
Structure duale (conseil de surveillance et directoire)	4	80%
Dont déclaration spécifique sur la séparation du contrôle et de la propriété	0	0%
Thème abordé	5	100%
Dont développement dans la partie institutionnelle	5	100%
Dont développement dans la partie financière	0	0%
Concept du gouvernement d'entreprise étoffé	4	80%
Dont protection de l'intérêt actionnarial	4	100%
Dont déclaration de principe sur la séparation du contrôle et de la propriété	0	0%
Dont programmes d'intéressement	3	75%
Dont pouvoir de contrôle de la classe dirigeante	2	50%
Dont le respect de règles de bonne conduite	3	75%
Dont la nécessité d'établir de bonnes relations avec l'actionnaire	4	100%
Dont transparence de l'information financière	4	100%
Dont la gestion des risques	3	75%
Concept du gouvernement d'entreprise restreint	1	20%

Principes de management	Nombre (5)	%
Principes non exposés	1	20%
Principes exposés	4	80%
Intéressement du personnel	4	80%
Dont indexation sur la performance du groupe		
Décentralisation	2	40%
Dont pour favoriser l'initiative et la délégation	2	100%
Dont l'importance du travail en équipe	1	50%
Dont responsabilisation	2	100%
Améliorer la qualité de l'information communiquée	2	40%
Equité et équilibre	1	20%
Concertation	1	20%
Esprit de confiance	1	20%
Règles de bonne conduite	1	20%

Performance boursière	Nombre (5)	%
Pas de présentation de la performance boursière	0	0%
Présentation de la performance boursière	5	100%
Dont performance comparée à l'évolution du CAC 40	5	100%
Dont comparaison à un indice de marché supplémentaire	1	20%
Dont comparaison à plusieurs indices marchés complémentaires	2	40%
Dont comparaison à un indice secteur complémentaire	1	20%
Dont comparaison à un unique indice marché autre que le CAC 40	0	0%
Analyse des écarts	0	0%
Dont mise en perspective dans le temps (courte période)	2	40%
Dont mise en perspective dans le temps (moyenne /longue période)	3	60%
Dont présentation du TSR ou du ROE	0	0%
Justification de la présentation de la performance boursière	5	100%

Dont la nécessité d'améliorer la qualité de la communication financière en général	5	100%
Dont la nécessité d'opérer à un rachat d'actions	1	20%
Indexation de la rémunération sur la richesse actionnariale	2	40%
Dont indexation sur le cours du titre	1	20%
Dont indexation sur la rentabilité des fonds propres (ROE)	1	20%

Création de valeur	Nombre (5)	%
Thème non abordé	0	0%
Thème abordé	5	100%
Dont situé dans le message du président	5	100%
Dont situé dans de nombreux passages du rapport annuel	4	80%
Dont situé dans la rapport de gestion	4	80%
Dont situé dans une déclaration d'intention spécifique	0	0%
Dont situé dans un paragraphe consacré à la création de valeur	1	20%
Dont développement dans la présentation des systèmes d'incitation financière	4	80%
Dont situé dans les 'chiffres clés'	3	60%
Dont présenté comme un axe stratégique majeur	5	100%
Dont situé dans la présentation du groupe et de ses activités	3	60%
Dont situé dans les perspectives d'avenir	4	80%
Thème abordé de manière générale	5	100%
Dont objectif de rentabilité poursuivi	5	100%
Dont objectif de croissance poursuivi	5	100%
Dont objectif de productivité	1	20%
Dont la recherche de synergies	2	40%
Dont la génération de <i>cash-flows</i>	2	40%
La maîtrise de l'endettement	2	40%
Création de valeur actionnariale affichée	2	40%
Création de valeur partenariale affichée	3	60%
Existence de plans de rémunération variable indexée sur la création de valeur	4	80%
Critères de performance adoptés		
Indicateurs de création de valeur actionnariale	5	100%
Définition précise de l'indicateur de CV	5	100%
Indicateurs de CV mis en perspective dans l'avenir	4	80%
Résultat et chiffre d'affaires	5	100%
Indicateurs de rentabilité	5	100%
EBITDA	2	40%
Déploiement des indicateurs de création de valeur actionnariale au niveau des centres de responsabilité	5	100%
L'intérêt de gérer par la valeur		
Pour l'allocation des ressources (capitaux)	1	20%
Pour la rationalisation du portefeuille d'activité	2	40%
Pour décentraliser		
Pour gérer les risques	3	60%
Pour revoir la structure organisationnelle	3	60%
Pour repositionner les métiers autour de l'activité majeure	2	40%
Pour se répercuter sur la rentabilité	5	100%
Pour se répercuter sur le dividende	2	40%
Pour se répercuter sur le bénéfice par action	2	40%
Pour mieux gérer les investissements	4	80%
Pour améliorer le système de reporting	2	40%

Références bibliographiques

- AFEP/CNPF (1995), *Les conseils d'administration des sociétés cotées*, Paris ETP, Rapport Viénot, juillet 1995.
- AFEP/MEDEF (1999), *Rapport sur le Gouvernement d'Entreprise*, Paris, Rapport Viénot 2, 22 juillet 1999.
- Bancel, (1997), *La gouvernance des entreprises*, Economica.
- Batsh L., (1999), *Finance et stratégie*, Paris, Economica.
- Black A., Wright P., Bachman J. (1997), *Gestion de la valeur actionnariale : levier de la création de richesses*, Paris, Dunod (traduit en français en 1999).
- Caby J. et Hirigoyen G., (1997), *La création de valeur de l'entreprise*, Economica.
- Cadbury A. (1992), *Report of committee on the financial aspects of corporate governance*, London, GEE.
- Rapport Cadbury (1992), « Un nouveau code de conduite pour les sociétés cotées », *Les Echos*, 03 décembre 1992.
- Cadbury A. (1994), « Thoughts on Corporate Governance », *Corporate Governance : An International Review*, n°22 : 3, p. 24-37.
- Cadbury A. (1995), *Committee on the financial aspects of best practice compliance with code of best practice*, London, GEE.
- Charreaux G., (1997), *Le gouvernement des entreprises, Corporate governance : théories et faits*, Recherche en Gestion, Edition Economica.
- Fama E.F. (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol 88, n°2, avril, p. 288-307.
- Fama ET. et Jensen EC., (1983), « Separation of ownership and control », *Journal of Law Economics*, vol. 26, n°2, juin, p. 301-325.
- Gomez PY., (1996), *Le gouvernement de l'entreprise*, InterEditions Masson.
- Greenbury R. (1995), *Greenbury report – Director's remuneration – report of a study group*, London, GEE.
- Hampel R. (1998), *Committee on corporate governance*, London, GEE.
- Hoarau C. et Teller R., (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Collection « Entreprendre », Vuibert.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and capital structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Juffé, (1996), *Pouvoirs et valeurs dans l'entreprise : des sciences humaines pour l'entreprise*, Collection sciences des organisations, édition ESKA.
- Marini P. (1996), *Rapport sur la modernisation du droit des sociétés*.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1958), « The cost of capital, corporate finance and the theory of the firm », *American Economic Review*, vol 48, juin, p. 261-297.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1961), « Dividend policy growth, and the valuation of shares », *The Journal of Business*, octobre 1961, n°4, p. 411-433.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1966), « Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry 1954-57 », *American Economic Review*, juin 1966, p. 333-391.
- NRE (Nouvelles Régulations Economiques) (2001), Texte adopté en lecture définitive le 2 mai 2001, *Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001*, paru au JO n°113 du 16 mai 2001. Le lecteur pourra se reporter à la Troisième partie : Régulation de l'entreprise – Titre premier : Droit des sociétés commerciales.
- OCDE (2001), « Les principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise », février 2001, site internet : www.oecd.org.
- Parrat F., (1999), *Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer*, Maxima/Laurent du Mesnil Editeur.
- Pesqueux Y., (2000), *Le gouvernement d'entreprise comme idéologie*, Spécialité Groupe HEC, Ellipses.
- Rappaport A., (1998), « Quand l'actionnaire prend le pouvoir », *L'Expansion Management Review*, septembre.
- Sainsaulieu R., (1972), *L'identité au travail*, Paris, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques.
- Sainsaulieu R. et Ségrestin D., (1986), « Vers une théorie sociologique de l'entreprise », *Sociologie du Travail*, juillet/septembre, n°3-86.
- Wacheux F., (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*, Economica.