

Vers une approche constructionniste de la valorisation de l'entreprise

<p>Jean-Jacques PLUCHART, Professeur des Universités, Responsable des Masters 2 : Master 2 Professionnel Gestion et Méthodes de Décision d'Entreprise, Master 2 Recherche Stratégie Industrielle</p> <p>PRISM-Sorbonne / Groupe ISO Université Paris 1 - Panthéon Sorbonne 17, Rue de la Sorbonne, 75005 Paris. Jean-jacques.pluchart@wanadoo.fr</p>	<p>Latifa BARBARA Doctorante (Méthodes d'aide à la décision et évaluation des entreprises)</p> <p>PRISM-Sorbonne / Groupe ISO Université Paris 1 - Panthéon Sorbonne 17, Rue de la Sorbonne, 75005 Paris. Tel: +33 613 628 088 latifabarbara@gmail.com</p>
--	--

Résumé:

La recherche restituée dans cet article soulève la problématique du processus de construction de la valeur financière d'une entreprise par ses différentes parties prenantes. L'article dresse une revue critique des théories de la valeur, présente le protocole de la recherche (basée sur une approche hypothético-déductive), en restitue les résultats, puis en discute la portée et les limites. La recherche montre que l'efficacité de la « transformation » d'une valeur « aux conditions de marché » (*stand alone*) en une valeur stratégique « aux conditions de l'acheteur », puis en une valeur contractuelle « aux conditions des acheteur et vendeur », repose sur des « conventions » socio-professionnelles reconnues par toutes les parties prenantes.

Mots-clés: valeur de marché, valeur fondamentale, valeur stratégique, conventions

Abstract:

The research dealt with in the present article raises the issue of the construction process of the financial value of a firm, by its various stakeholders. The article provides a critical review of theories of value, presents the research protocol (based on a hypothetical-deductive approach), presents its results and then discusses the scope and limitations. The research shows that the efficiency of the "transformation" of a *stand alone* market value in a strategic value, then in a contractual value, depends on social and professional "conventions" recognized by the stakeholders.

Keywords: market value, fundamental value, strategic value, conventions

Vers une approche constructionniste de la valorisation de l'entreprise

Résumé:

La recherche restituée dans cet article soulève la problématique du processus de construction de la valeur financière d'une entreprise par ses différentes parties prenantes. L'article dresse une revue critique des théories de la valeur, présente le protocole de la recherche (basée sur une approche hypothético-déductive), en restitue les résultats, puis en discute la portée et les limites. La recherche montre que l'efficacité de la « transformation » d'une valeur « aux conditions de marché » (*stand alone*) en une valeur stratégique « aux conditions de l'acheteur », puis en une valeur contractuelle « aux conditions des acheteur et vendeur », repose sur des « conventions » socio-professionnelles reconnues par toutes les parties prenantes.

Mots-clés: valeur de marché, valeur fondamentale, valeur stratégique, conventions

Abstract:

The research dealt with in the present article raises the issue of the construction process of the financial value of a firm, by its various stakeholders. The article provides a critical review of theories of value, presents the research protocol (based on a hypothetical-deductive approach), presents its results and then discusses the scope and limitations. The research shows that the efficiency of the "transformation" of a *stand alone* market value in a strategic value, then in a contractual value, depends on social and professional "conventions" recognized by the stakeholders.

Keywords: market value, fundamental value, strategic value, conventions

INTRODUCTION

Depuis un demi-siècle, les notions de valeur fondamentale et de valeur stratégique d'une entreprise, suscitent des débats parmi les théoriciens et les praticiens de la finance, en raison de l'importance des enjeux attachés à leurs définitions. Ces notions orientent les décisions et les comportements des acteurs directement liés à l'entreprise (actionnaires, dirigeants, managers financiers et comptables, créanciers...) et des différents maillons de la chaîne financière (investisseurs, traders, analystes, gestionnaires, « quants »...). Elles diffèrent selon les théoriciens de l'évaluation : « juste valeur »¹ (*fair value*) dérivée d'une valeur de marché ou d'une valeur intrinsèque (dite *stand-alone*²), selon l'autorité comptable IASB; « valeur boursière » (capitalisation boursière, « comparable » ou « multiple » d'autres valeurs), selon Tchemini (1993); valeur boursière corrigée des biais du marché (ou « croyances irrationnelles »), selon Walter (2007). Somme actualisée des dividendes futurs (méthode de Bates), selon de la Chapelle (2002), ou des *free cash flows* prévisionnels, selon Copeland (1990)...

Malgré leurs avancées scientifiques et pratiques, les modèles standard d'évaluation des entreprises font l'objet de critiques ravivées par la crise financière actuelle, et inspirées par trois principaux courants de pensée, respectivement statistique, psychologique et sociologique. Le premier est notamment illustré par les travaux de Walter et Brian (2007), qui rejettent le modèle « brownien » de calcul de la valeur fondamentale et lui préfèrent une approche « fractale » inspirée par Mandelbrot et basée sur des fonctions de puissance. Le deuxième s'appuie sur les recherches des comportementalistes financiers, qui substituent à la valeur fondamentale, diverses heuristiques (plus ou moins quantifiables). Le troisième est représenté par les constructivistes, les conventionnalistes et les interactionnistes, qui soutiennent que le marché – comme toute organisation - est co-construit (ou « agi ») par ses acteurs et que son sens (la « valeur ») n'est connaissable qu'*a-posteriori*. Malgré la fertilité de ce courant, un nombre limité de recherches propose une approche constructionniste de la valorisation de l'entreprise.

¹ Juste valeur (*fair value*): prix de vente estimé lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes, majoré (vente) ou minorés (achat) des coûts de transaction (Salustro-Reydel, 2004, p.47).

² projection de cash flows nets actualisés aux conditions du marché.

La recherche restituée dans cet article soulève la problématique du processus de construction de la valeur financière d'une entreprise par ses différentes parties prenantes. L'article dresse une revue critique des théories de la valeur, présente le protocole de la recherche (basée sur une approche hypothético-déductive), en restitue les résultats, puis en discute la portée et les limites.

1. PORTEES ET LIMITES DES THEORIES DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE :

Les littératures académique et professionnelle mettent en lumière quatre principales approches de la valorisation financière des entreprises.

1.1. L'APPROCHE FONDAMENTALISTE:

1.1.1 la valorisation par le marché

Selon la théorie dite standard, la valeur fondamentale (ou de référence) d'une entreprise cotée est égale à sa valeur de marché, correspondant à sa capitalisation boursière. L'IVSC³ définit la valeur de marché comme « la valeur d'un bien arrêtée entre un acheteur et un vendeur indépendants l'un de l'autre » (cette définition rejoint celle de la « juste valeur » selon l'IASB⁴). L'appréciation de la pertinence d'une valeur boursière repose sur une analyse des performances de l'action de la société et de son environnement économique. Elle exige un examen des caractéristiques boursières de la société (type de marché, flottant, liquidité du titre, volatilité, qualité de l'information publiée, résistance aux rumeurs ...), sur une analyse du rendement offert aux actionnaires par rapport à des alternatives de placements, sur une comparaison des performances financières de la société à celles des sociétés comparables, et sur un déchiffrement des hypothèses justifiant la capitalisation boursière de référence.

Cette valeur correspond au cours formé sur un marché réputé « efficient », c'est-à-dire « reflétant complètement toute l'information disponible à chaque instant sur l'actif » (Fama, 1965). Sur un marché efficient, le cours boursier (valeur endogène) doit normalement tendre vers une seule valeur d'équilibre (exogène), correspondant à la valeur fondamentale du titre. L'écart entre ces valeurs est interprété comme l'effet de phénomènes perturbateurs occasionnels, qui ne remettent pas en question l'objectivité de la valeur fondamentale et donc, sa capacité à orienter les anticipations des agents

³ IVSC : International Valuation Standards Committee , rapport de Juillet 2007.

⁴ IASB : International Accounting Standards Board.

économiques. Au cours des années 1970, l'écart récurrent observé entre ces deux valeurs - qualifié de « bulle spéculative rationnelle » - a été imputé aux faits que la valeur de l'actif à chaque période est déterminée rétroactivement par sa valeur anticipée à la période suivante et que co- existent des « prophéties (ou croyances) auto-réalisatrices » différentes entre les acteurs des marchés (Walter et Brian, 2007). La notion de « bulle spéculative » a été illustrée par Samuelson grâce au fameux exemple de la « tulipomanie » (folie pour les tulipes observée en Hollande au XVII^e siècle). Selon l'axiomatique conventionnelle, ces phénomènes (considérés comme rationnels, donc modelisables) engendrent une indétermination des cours et une multiplicité d'équilibres possibles sur les marchés, mais ne remettent pas en cause la notion de valeur fondamentale objective.

En l'absence de cotation des actions, les méthodes d'évaluation dites des « comparables » et des « multiples », sont généralement appliquées (Rerolle, 1996). Elles consistent à fixer la valeur fondamentale d'une entreprise, soit directement, à partir des prix des transactions récentes d'un échantillon d'entreprises exerçant des métiers similaires ou comparables, soit indirectement, à partir des *benchmarks* (indicateurs de valeur⁵) et/ou des *markers* (indicateurs de performances) de ces entreprises. La validité de la méthode dépend de la comparabilité des métiers, des organisations et des performances des entreprises, et suppose une transparence du marché.

1.1.2. la valorisation intrinsèque

La théorie standard soutient par ailleurs que la valeur de marché d'un actif tend vers sa valeur d'utilité, et que la valeur fondamentale d'une entreprise repose sur l'anticipation de ses performances prévisibles. Selon la plupart des experts, l'actualisation des flux de trésorerie futurs probabilisés d'une entreprise, constitue la méthode permettant le mieux d'appréhender sa valeur fondamentale. En théorie, cette dernière est égale à la moyenne des valeurs qu'elle prendrait dans chacun des scénarii d'avenir possibles, pondérées par leurs probabilités respectives d'occurrence. En pratique, cette méthode est difficilement applicable dans les secteurs où il n'existe ni une véritable dynamique de marché, ni des références externes (études sectorielles, analyses sur la société et ses concurrents...) permettant de documenter les flux projetés.

⁵ Valeur de client fidélisé, valeur de la visite d'un site internet...

Sous l'hypothèse simplificatrice d'anticipation rationnelle par les agents économiques, le cours boursier d'une action tendrait donc vers la valeur actuelle de ses flux futurs (dividendes et cours de revente incluant des plus ou moins values), calculable à l'aide de l'équation d'équilibre de Bates :

$$S_{t_0} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+x)^t} + \frac{S_{n+1}}{(1+x)^{n+1}}$$

avec S_{t_0} = valeur fondamentale en t_0 , D_t = dividende en t , x = taux d'actualisation, S_{n+1} = valeur de revente en $n+1$, tendant vers D_{n+1}/x , n = durée de détention du titre.

Le risque engendré par la volatilité des cours et des dividendes, est mesuré par un coefficient bêta et une prime de marché (Sharpe, 1964) incluse dans le taux d'actualisation, fixée notamment à l'aide du MEDAF (ou CAPM). La prime de marché est la différence entre le taux de rendement attendu du marché et un taux sans risque. Elle devrait être déterminée ex-ante, à partir de données prévisionnelles, mais elle est calculée ex-post, à partir de données historiques, et est donc sensible à la période choisie et au mode de calcul (moyenne arithmétique ou géométrique). Le bêta mesure la volatilité du cours de l'action de l'entreprise aux fluctuations du marché. Sa valeur est influencée par les choix effectués par l'évaluateur: l'indice de marché de référence (actions pondérées par leur capitalisation ou non, dividendes inclus ou non), la périodicité des données incluses (journalières, hebdomadaires ou mensuelles), la durée de la période considérée (deux à trois années ou plus), la possible approximation du bêta individuel par un bêta sectoriel (avec la difficulté de constituer un échantillon de sociétés comparables), l'option entre bêta endetté ou bêta désendetté (permettant d'éviter l'hypothèse de structure constante de financement de l'entreprise)...

Les modèles classiques reposant sur la projection de flux futurs sur une période indéfinie (comme le modèle de projection des dividendes proposé par Bates) ou finie (comme la méthode des *cash flows* actualisés ou *discounted cash flows*, dite du *DCF*), sont progressivement remplacés par les approches dites de la «valeur actionnariale» (Rappaport, 1986).

Les experts sont particulièrement divisés sur la mise en œuvre de la méthode dite du *DCF*. L'analyse de leurs rapports révèle des divergences méthodologiques: le taux de la prime de marché varie de 3% à 6% et celui de la croissance à l'infini des flux de

trésorerie de 1% à 3%. Ces différences entraînent des écarts de valorisation pouvant atteindre 30% (Nguyen, 2009).

Selon le modèle de Mc Kinsey (Copeland & alii, 1990), la valeur de la firme est égale à la somme actualisée de ses *cash flows* disponibles (*free cash flows*) prévus sur deux périodes: la durée finie du plan opérationnel ou *business plan* (borné par un horizon de prévisibilité dit « explicite ») et la période indéfinie s'étendant au-delà de cet horizon (période dite « implicite »), conformément à la formule :

$$Ve = \sum_{t=1}^n \frac{CFD_t}{(1+k_i)^t} + \frac{VT_{n+1}}{(1+k_i)^{n+1}} - D$$

avec : n = horizon de prévision explicite, CFD_t = cash flow disponible de l'exercice t , VT_{n+1} (valeur terminale ou continue) = $CFD_{n+1}/k_i - g$, CFD_{n+1} = cash flow disponible d'équilibre attendu en $n+1$, k_i = coût moyen pondéré du capital de la société i , g = taux de croissance annuel moyen futur du CFD , D = valeur actualisée de la dette à plus d'un an (majorée de l'économie d'IS sur frais financiers)

Selon le modèle de Stern & Stewart (Stewart, 1991), qui s'efforce de concilier les approches précédentes, la valeur de l'entreprise (Ve) correspond à sa valeur patrimoniale majorée de la somme actualisée (*Market Value Added* ou MVA^{TM}) des valeurs ajoutées (*Economic Value Added* ou EVA^{TM}) projetées pendant et après le plan d'affaires de l'entreprise, conformément à la formule :

$$Ve = CI_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k_t)^t} + \frac{VT_{n+1}}{(1+k_{n+1})^{n+1}} - D$$

avec : $EVA_t = (r_t - k_t) \times CI_{t-1}$, r_t = rentabilité des capitaux investis au cours de l'année t , k_t = coût moyen pondéré du capital en t , CI_{t-1} = capitaux investis à la fin de $t-1$, CI_0 = capitaux investis en t_0 , n = durée du plan d'affaires, $VT_{n+1} = EVA_{n+1}/k_{n+1} - g$, g = taux de croissance stable de l' EVA , D = valeur actualisée des dettes à plus d'un an (majorée de l'économie fiscale sur frais financiers).

Dans la pratique, ces modèles sont diversement appliqués. Barker (1999) dresse une revue des modèles d'évaluation effectivement utilisés par les investisseurs et par les analystes financiers. Il observe que « le ratio PE (capitalisation boursière sur fonds

propres) est d'une importance capitale », et que « le modèle du *DCF*, l'analyse technique et l'analyse par le *beta* sont peu utilisées dans les décisions d'investissements ». Dans un sondage auprès des analystes et des gestionnaires de fonds, Barker (1999) constate que le modèle du PE et celui du rendement du dividende sont privilégiés sur ceux du *DCF* et des dividendes actualisés. Ces observations confirment celles de Arnold et Moizer (1984) au Royaume-Uni, Pike et al. (1993) en Allemagne, Block (1999) aux USA. Copeland et al. (2000), Palepu et al. (2000), Penman (2001), Demirakos, Strong et Walker (2002), privilégient les modèles multi-périodes basés sur le *DCF*. Palepu et al. (2000) notent que l'application des méthodes du *DCF* et de l'*EVA-MVA* conduit à des valeurs identiques, et que le choix de la méthode dépend en pratique de la facilité d'accès à des « proxys » acceptables des données du modèle.

Dans les méthodes précédentes, la notion de valeur terminale d'une entreprise, soulève divers problèmes d'interprétation et de valorisation. Elle correspond à la valeur actualisée des *cash flows* disponibles (ou des résultats économiques) attendus par l'entreprise après une période dite de référence ou de prévision explicite. Selon les praticiens de l'évaluation, la valeur terminale couvrirait entre 56 % et 125% de la valeur totale de l'entreprise, et l'horizon de prévisibilité varierait en fonction de plusieurs critères. Les cabinets d'audit (Copeland et al., 1990; Black et al., 1997) suivent généralement une démarche normative: l'horizon doit être suffisamment lointain (la durée d'un ou deux plans opérationnels ou *business plans*, soit de 3 à 10 années), pour que la société atteigne un état d'équilibre marqué par un taux de rentabilité constant légèrement supérieur au coût du capital investi. Certains théoriciens (O'Byrne, 1996) la déterminent en fonction de la durée probable de validité de l'avantage concurrentiel de la firme, qui varie notamment selon la durée prévisible du cycle de vie de sa technologie dominante. D'autres modèles (*fade cash flow*, *EVCAP*...) s'efforcent de moduler le coût du capital dans le temps ou de mesurer l'érosion de l'avantage concurrentiel de la firme au-delà de la période de prévision explicite. Ces projections sont de plus en plus contestées, notamment en raison des risques de ruptures dans les cycles technologiques et de fragmentation des bases de compétences des entreprises, qui rendent de plus en plus aléatoire l'anticipation à très long terme d'un avantage concurrentiel.

L'exemple des valorisations d'actions opérées dans le cadre de la fusion entre Time Warner et AOL en 2000-2001, résume à lui seul les interrogations suscitées par

ces différentes approches de la valeur fondamentale. Il est doublement significatif, car il montre l'amplitude de la fourchette des valeurs calculées selon les méthodes classiques (cours, comparables, *discounted cash flow*) et des dérives de ces valeurs entre le début et la fin du processus de valorisation et de validation de l'opération.

Encadré 1. La valorisation de Time Warner et d'America Online

En janvier 2000, les dirigeants d'America Online (AOL) et de Time Warner (TW) annoncèrent la «fusion du siècle» visant à créer la première compagnie mondiale multi-média, afin de réaliser la convergence entre «l'ancienne» et la «nouvelle» économie. La valeur boursière du nouvel ensemble était alors estimée à 291 milliards \$ et les gains de synergie attendus dès 2001 à 1 milliard \$:

(en millions \$)	Ventes supplémentaires	(i) Cash flows additionnels
Synergies organisationnelles		
-distribution des produits AOL		200
-distribution des produits TW		100
-autres fonctions		300
Synergies stratégiques		
-nouveaux abonnements	200	160
-nouvelles recettes publicitaires	120	120
-pénétration du haut débit	120	70
-ventes liées de produits AOL/TW et divers	120	50
<i>Total des gains de synergie</i>	560	1000

Source : selon le rapport de la banque Lazard (2006)

Ces effets étaient logiquement justifiés par les complémentarités entre les métiers respectifs d'AOL, leader des services internet sur le marché américain, et de TW, premier groupe mondial de communication et de divertissement. L'opération, lancée en janvier ne fut approuvée par les assemblées générales des actionnaires des sociétés-mères des deux groupes qu'en juin 2000, et ne fut validée par les autorités de la concurrence qu'en janvier 2001. Entre temps, la valeur fondamentale de l'action TWX avait diminué de 28%. Les titres des deux sociétés firent l'objet de deux vagues d'évaluations financières par les cabinets américains Salomon Smith Barney (SSB) et Paine Webber (PW), suivant 3 méthodes différentes : en janvier 2000, la fourchette des valeurs du groupe s'établissait entre 81 \$ (cours boursier) et 141 \$ (plafond des

comparables) ; en janvier 2001, cette fourchette était ramenée de 58 \$ (cours) à 66 \$ (DCF).

Méthodes	Avantages	Inconvénients	Valeurs de TWX (\$ par action)
valeur boursière	-simplicité et transparence	-volatilité des marchés -biais de mesure	janvier 2000 : 81* janvier 2001 : 58
Valeur intrinsèque (<i>discounted cash flow</i> ou <i>DCF</i>)	-valeur basée sur des performances	-paramétrage difficile (cash flows futurs, coût du capital...)	Mars 2000 : 114 Mars 2001 : 66
Comparables	-valeur basée sur des performances comparées	-mesure difficile des <i>benchmarks</i>	Mars 2000 : 102-141 Mars 2001 : 51-59

* Les valeurs des actions AOL (55%) furent ramenées de 72 à 47 \$, et celles de TW (45% de 90 £ à 71\$, soit de 81\$ à 58\$ pour le groupe TWX, entre mars 2000 et janvier 2001.

Source : Pluchart, 2009, pp.447-465.

1.2. LES APPROCHES COMPORTEMENTALISTES DE LA VALEUR

Au cours des années 1980, conformément à une intuition suggérée un demi-siècle plus tôt par Keynes, l'écart entre le prix de marché et la valeur fondamentale d'un titre, a été interprété comme étant le résultat de comportements irrationnels (les « instincts animaux » selon Keynes) de certains agents qualifiés de « *noise traders* ». Cette interprétation a remis en question les notions d'efficience informationnelle des marchés et de valeur fondamentale. Cette dernière est alors considérée comme intersubjective et indéterminée, car « construite » par des croyances collectives. Elle n'est plus calculable par des modèles théoriques, mais appréhendable par diverses heuristiques relevant de la finance comportementale. Elle est soumise à des phénomènes de contagion mimétique (notamment sous l'influence des personnalités médiatisées des milieux financiers, des analystes financiers et des agences de notation), à des bruits ou à des biais de type cognitif (Tversky, Kahneman, 1973, 1974, 1981), perceptuel ou émotionnel (Goleman, 1995). Elle dépend des représentations mentales, des intentions plus ou moins spéculatives et des comportements plus ou moins irrationnels ou opportunistes des différents opérateurs sur les marchés.

1.3. L'APPROCHE CONSTRUCTIONNISTE DE LA VALEUR

Certaines théories dites constructionnistes s'efforcent de dépasser le paradigme d'individualisme méthodologique qui sous-tend les approches précédentes. Elles avancent notamment l'idée que l'encastrement dans un réseau socio-professionnel (Granovetter, 1985) contribue à enrichir les ressources consacrées à l'échange marchand. Cette « construction sociale des marchés » (Berger et Luckman, 1967) implique une analyse des stratégies et des comportements des différents groupes d'acteurs (équipes fonctionnelles, groupes de projets, communautés de pratiques...) qui sont impliqués directement ou indirectement dans l'échange. Cette approche repose sur la connaissance des logiques d'action et des représentations de l'environnement propres aux parties prenantes d'un processus, ainsi que des types de liens forts et faibles qui les unissent (Huault, 2004). Les processus de création et de mesure de la valeur s'inscrivent dans une démarche de gouvernance de l'entreprise (Hirigoyen et Caby, 2005).

1.3.1. l'approche conventionnaliste de l'évaluation

L'axiomatique des réseaux sociaux est donc indissociable de la théorie des conventions, inspirée notamment par Popper et conceptualisée par Favereau (1989), Gomez (1989) et Orléan (1994). « Une convention est un dispositif cognitif collectif – un référentiel commun – permettant à un acteur, confronté à une situation où ni le calcul rationnel ni l'établissement d'un contrat ne déterminent l'action, de pourtant opter pour un comportement adéquat » (Montmorillon, 1999). La problématique soulevée par l'incomplétude des marchés, porte sur le mode de coordination de l'action collective, sur les conditions des prises et d'application des décisions, sur leurs cadres institutionnels et leurs enracinements sociaux. Le modèle conventionnaliste s'efforce ainsi de définir un ensemble de principes cohérents expliquant l'action des managers. Il postule l'existence de conventions dont la construction peut faire appel à diverses techniques (comme la théorie des jeux ou la recherche opérationnelle), afin de mieux analyser et encadrer le jeu des actions-réactions des acteurs. L'incertitude pesant sur leurs intentions et leurs comportements rend difficile la détermination ex ante des termes du contrat. Ces théories testent l'applicabilité de leurs concepts sur de multiples situations de gestion, mais n'évoquent qu'incidemment la problématique de la valorisation de l'entreprise, bien qu'elle présente les dimensions d'une convention, les acteurs étant confrontés à une situation incertaine, se conformant à des conventions

(sous formes d'heuristiques, de modèles, de règles, de pratiques ...) et adaptant leurs choix (des données, des modèles, des tactiques de négociation...), en fonction de ces conventions.

Il est important de souligner que ces approches seraient inopérantes si elles négligeaient les aspects techniques des problématiques ou des situations étudiées.

Callon et Muniesa (2005) étudient la notion de calcul qui rend visible les éléments et les mécanismes qui autorisent les marchés à se comporter comme des dispositifs collectifs de calcul, ce qui est le cas pour les marchés financiers parce qu'ils sont constamment focalisés sur les processus de détermination des prix par la configuration des agences calculatrices ainsi que par l'organisation de leurs rencontres.

Ils définissent trois éléments qui permettent d'explorer les marchés en tant que dispositifs calculateurs complexes:

- Les biens: qu'il est possible de les rendre calculables, c'est-à-dire individualisés et objectivés, de différentes manières, ce qui est applicable aux produits financiers.

- Les agences de calcul: qui sont tout aussi nombreux que les outils qu'ils utilisent, dans le domaine de l'évaluation des entreprises, ces agences sont par exemple, les deux parties de l'opération à réaliser (le raider, l'entreprise cible).

- Les configurations algorithmiques qui encadrent l'expression de l'offre et la demande et déterminent la manière dont les prix vont être générés. Ces configurations algorithmiques sont de véritables agencements sociotechniques. Le marché n'existe pas sans ces agencements, c'est pourquoi, les approches constructionnistes de l'évaluation doivent prendre en compte les aspects techniques de l'évaluation même si elles intègrent d'autres paradigmes moins quantitatifs.

1.3.2. l'approche stratégique de la valeur:

Selon cette approche constructionniste de la valeur, les investisseurs doivent analyser les anticipations rationnelles des désinvestisseurs –et réciproquement- afin d'estimer la valeur-limite à laquelle ils sont prêts à vendre (ou acheter) les actions de l'entreprise-cible.

Les recherches rapportées par la *Business Valuation Review* se réfèrent implicitement à ces théories, en analysant le processus d'évaluation d'une entreprise-cible par un « raider ». Nath (1995), Mercer (2001), et Damodaran (2005) s'efforcent de montrer l'influence des positions et des stratégies des acteurs de l'évaluation, sur le choix des hypothèses et des méthodes de calcul de la valeur. Ils observent que :

- les pratiques d'évaluation évoluent en fonction des cycles boursiers - notamment en période de crise systémique comme en 1995 (crise immobilière), et en 2000 (« bulle internet »), mais aussi, des routines organisationnelles des réseaux d'évaluateurs indépendants et des banques d'affaires (la méthode des praticiens a été privilégiée au cours des années 1960, celle du *DCF* au cours des années 1970, celle de Stewart au cours de la décennie 1980, celle des comparables jusqu'en 2000)

- ces pratiques diffèrent également selon le(s) métiers(s), la taille (PME ou grande entreprise), le statut (coté ou non coté), la situation financière (en difficulté ou non) de l'entreprise

- les stratégies des investisseurs peuvent viser une prise de contrôle industriel et/ou financier de la société-cible, un placement financier ou une couverture de risque (bancaire, fournisseur...); les désinvestisseurs peuvent être favorables ou défavorables à l'opération, et dans ce cas, faire éventuellement appel à un tiers (le « chevalier blanc ») pour surenchérir

Les démarches du « pentagone » puis de « l'hexagone » proposées par Copeland & al. (1990) sont également de nature constructionniste, puisqu'elles s'efforcent d'identifier et de valoriser les principales sources potentielles de création de valeur exposées à l'opération de fusion de la cible et de son « raider ». Le prix négocié de l'entreprise est fonction des perceptions respectives par le vendeur et par l'acheteur, des diverses sources de création ou de destruction de valeur engendrées par l'opération. La valeur fondamentale est ainsi « transformée » en « valeur stratégique », après correction des gains ou pertes dus :

- à l'effet de levier financier exercé par le montage de l'opération
- aux gains potentiels de synergie dus à la reconfiguration des processus de l'entreprise-cible (prime de contrôle)
- aux cessions des activités déficitaires de l'entreprise-cible (décote conglomerale)
- aux effets de dimension et d'image pour le groupe fusionné (prime de contrôle)

Ces auteurs observent que la valeur pour un investisseur dans une société-cible, correspond à sa valeur fondamentale, majorée des gains nets de synergie attendus de la prise de contrôle. Ces gains représentent le supplément de valeur que cet investisseur attend de son investissement dans l'entreprise et le complément maximal de prix qu'il est prêt à payer pour réaliser l'opération. Suivant cette approche, la fourchette de valeurs de référence n'est donc destinée qu'à encadrer le processus de

« contractualisation de la valeur » de l'entreprise et de négociation du prix de la transaction.

Ces divers travaux révèlent par des voies différentes, que le calcul de la valeur fondamentale (VF) d'une entreprise, à partir d'une valeur de marché (VM) ou d'une valeur intrinsèque (VI) est la première étape d'un processus passant par l'estimation de la valeur stratégique (VS), par ajustements successifs à l'aide de primes et de décotes, et conduisant, par une négociation entre les parties, à une valeur (ou prix) de transaction (VT). Le prix de la transaction n'intègre souvent pas les compléments de prix, les coûts des modalités de règlement (immédiat, différé, sous forme cash ou titre), les incidences financières des divers accords pouvant lier *ex-post* l'acheteur et le vendeur (contrats de distribution, accords de non concurrence, contrat de travail, garanties de passif...).

Ainsi, l'état de l'art montre que les modèles de valorisation de l'entreprise ont été enrichis par de nombreuses théories socio-économiques et financières. Elles peuvent être réparties en quatre classes:

- d'une part, en fonction de leurs références au marché (M) ou des performances de l'entreprise (E),
- d'autre part, selon l'approche positiviste, qui fait appel à une rationalité substantielle ou instrumentale (RI), ou l'approche constructiviste, qui est basée sur une rationalité mimétique ou procédurale (RP).

Les théories standard assignent pour finalité à l'entreprise de maximiser la valeur créée pour l'actionnaire. Elles sont étayées par une « technologie de la valeur » basée sur des concepts et des modèles, dont les avancées reposent sur les apports des théories des coûts de transaction et de la valeur actionnariale. Elles sont remises en question par les théories comportementalistes ou par certaines théories néo-institutionnalistes, notamment celles des conventions et des réseaux sociaux.

2. LE PROTOCOLE DE LA RECHERCHE

La recherche adopte une posture socio-compréhensive, mobilise une approche hypothético-déductive et applique une méthodologie classique d'entretiens par questionnaire semi-directif. Le protocole présente successivement la problématique et les hypothèses de la recherche, les modes de construction de l'échantillon interrogé, d'administration du questionnaire et de traitement des données.

2.1. LA PROBLEMATIQUE ET LES HYPOTHESES DE LA RECHERCHE

L'état de l'art laisse apparaître un phénomène paradoxal: une multiplication des critiques récurrentes formulées, notamment par les praticiens, à l'encontre des différentes méthodes de calcul de la valeur fondamentale, et une limitation des recherches scientifiques consacrées aux modes de fixation de la valeur stratégique et de la valeur transactionnelle de l'entreprise. Cette observation souligne l'intérêt d'une problématique centrée sur l'ensemble du processus de valorisation de l'entreprise, sur sa logique, ses finalités, ses acteurs et son mode de construction. La revue de littérature a été complétée par une première vague d'entretiens ouverts avec trois experts de l'évaluation, qui a permis de définir les hypothèses de la recherche, de bâtir et de tester un schéma d'entretien, puis de convenir d'une tactique pour administrer le questionnaire en terrain neutre (le siège d'une association).

La revue de littérature a permis d'établir un questionnaire comportant les 6 questions suivantes destinées à vérifier 3 hypothèses définies à partir de la revue de littérature. Pour chaque hypothèse, une question principale (fermée) et une question d'investigation (semi-ouverte) ont été posées aux enquêtés. Les réponses aux questions d'investigation ont été traduites dans des échelles de valeur en vue de leur traitement quantitatif (suivant détail en annexe).

Tableau 1. Structure du questionnaire

Hypothèses	Question 1	Question 2
[H1] le processus d'évaluation est séquentiel et finalisé	En combien de séquences découpez-vous le processus ? Trois/quatre/cinq ou plus	Quelles finalités attribuez-vous au processus ?
[H2] le processus d'évaluation est collectif et régulé	Combien de familles d'acteurs sont-elles impliquées dans le processus ? Deux/trois ou quatre/cinq ou plus	Quels sont les modes de régulation des comportements des acteurs ?
[H3] le processus d'évaluation est influencé par les différentes approches de la valeur	Combien d'approches influencent directement le processus ? Une/deux/trois	Quel est le principal facteur de contingence de chaque approche?

2.2. LA CONSTITUTION DE L'ECHANILLON

La population de référence a été délimitée aux investisseurs et désinvestisseurs, représentés par les dirigeants administratifs et financiers (DAF) des sociétés (cotées ou non cotées) de droit français, réalisant couramment des opérations d'ingénierie financière. Afin de limiter certains biais d'échantillonnage (notamment, de non couverture et de non réponse), deux échantillons ont été constitués par tirage aléatoire parmi la liste des DAF (au nombre d'environ 500) adhérant à l'association des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG) et répondant aux critères précédemment définis.

La consultation d'un échantillon-test (composé de 12 DAF) interrogé par courrier électronique avec envoi d'une synthèse de l'état de l'art, a permis de pré-tester le questionnaire, de déterminer la taille minimale de l'échantillon de travail et de préciser le mode d'administration de l'enquête. Cette pré-enquête a également eu pour objet de tester la compréhension et la cohérence du questionnaire, d'estimer à 48 enquêtés la taille minimale souhaitable de l'échantillon utile⁶.

L'échantillon de travail a été constitué par tirage aléatoire simple sans remise dans la liste précitée de la DFCG. Un premier envoi a été effectué auprès de 100 DAF (20% de la population de référence). Le taux de réponse exploitable a été de 34%. Un tirage complémentaire de 50 noms a permis de porter de 34 à 48 l'effectif de l'échantillon utile.

2.3. L'ADMINISTRATION DU QUESTIONNAIRE

Le questionnaire a été administré en face-face (au siège de la DFCG ou dans le bureau du DAF interrogé) de janvier à juin 2009. Chaque enquêteur a traité la moitié de l'échantillon. Chaque entretien a duré de 35 à 55 minutes.

2.4. LE TRAITEMENT DES DONNEES

Les données recueillies ont fait l'objet d'un double traitement : les réponses aux questions fermées ont donné lieu à des calculs de moyennes, de variances de distribution et de coefficients de corrélation entre les réponses; les réponses aux questions semi-ouvertes ont été classées selon des échelles à trois positions et ont fait

⁶ pour un taux de sondage légèrement inférieur à 10% , avec un seuil de signification α de 5% et une degré de précision λ de 4 éléments autour de la moyenne des réponses possibles par item

l'objet d'analyses de contenu à partir d'une grille thématique issue de l'état de l'art ; des extraits du *verbatim* ont été restitués dans l'analyse des résultats.

3. LES RESULTATS DE LA RECHERCHE

Les réponses des enquêtés viennent dans l'ensemble valider les hypothèses de la recherche, mais elles révèlent certaines divergences dans les représentations empiriques et cognitives du processus d'évaluation d'une entreprise.

3.1. UN PROCESSUS SEQUENTIEL ET FINALISE D'EVALUATION

Tous les répondants reconnaissent le caractère séquentiel du processus, mais ils sont divisés sur son mode de découpage. Le nombre de phases varie selon les DAF interrogés :

- 18 d'entre eux distinguent 3 phases : de valorisation fondamentale (VF), de valorisation stratégique (VS) et de valorisation transactionnelle (VT) ;

- 13 d'entre eux découpent le processus en 4 phases : préparatoire, opératoire, simulateur et résolutif.

- 10 d'entre eux l'organisent en 6 séquences : définition d'une stratégie d'achat ou vente, repérage des cibles, cadrage de la VF, audits (*due diligences*), cadrage de la VS, négociation de la VT ;

- 5 proposent 7 phases et 2 en distinguent 8 (en ajoutant notamment la phase de *post-closing* en cas d'exercice de garanties, de montage d'*earn-out*...).

Ces découpages contribuent à relativiser la notion de VF, dont le cadrage est perçu comme étant une étape préliminaire du processus de valorisation. Plusieurs DAF observent que les évaluateurs (ingénieurs financiers, évaluateurs indépendants, analystes financiers...) fixent leur attention sur la méthode de calcul de la VF, s'intéressent moins à celle de la VS, et se désintéressent de la VT, qui, selon eux, relève de la « négociation finale» (sic).

Tous les enquêtés attestent du caractère intentionnel de chaque séquence du processus, dont la finalité est « de contribuer à la convergence », de « rendre compatibles », de « rechercher un compromis », entre les stratégies respectives du désinvestisseur et de l'investisseur. Le processus ainsi finalisé vise à transformer la VF en VS, par ajustement de la VF par des primes et des décotes (P&D). Ils soutiennent que les stratégies varient principalement en fonction de la position de l'évaluateur - vendeuse (*sell-side*) ou acheteuse (*buy-side*) – ainsi que des objectifs stratégiques

respectifs de l'acheteur et du vendeur: prise de participation minoritaire, prise de contrôle financier (holding), prise de contrôle industriel et financier (en vue d'une filialisation ou d'une fusion par voie d'absorption)..., pour l'investisseur ; recentrage stratégique, gestion de crise..., pour le désinvestisseur. L'acheteur potentiel détermine la VS (« le prix qu'il est prêt à payer ») de la société-cible, en fonction de ses objectifs et de ses espérances de gains ou de pertes attendus de l'opération. Le vendeur simule cette valeur (VS') en fonction de sa perception des intentions et des ressources financières de l'acheteur. Le premier cherche à minimiser l'écart VS-VT, tandis que le second cherche à le maximiser. Les « construits » - respectivement par l'acheteur et le vendeur potentiels - de la VS et de la VS', sont réalisées en asymétrie d'information.

Les réponses des DAF sur les finalités du processus diffèrent selon les types de gains ou des pertes potentiels attendus de l'opération (parfois traduits par les évaluateurs en termes de primes et de décotes sur la valeur fondamentale, dans le cas d'opération de fusion-acquisition):

Tableau 2. Primes et décotes citées par le panel interrogé

Types de synergies citées	Types de primes ou décotes citées	Nombre de citations
1. Synergies industrielles par économie d'échelle, gains d'intégration ⁷ ...) et par un meilleur pouvoir de marché (attraction de clientèle, élimination d'un concurrent, valorisation de la marque, marketing croisé...)	Prime de contrôle Prime sociétale Décote de taille	48
2. Synergies organisationnelles dues à des leviers de croissance (captation de ressources rares, stimulation des capacités d'innovation, accès à des réseaux d'influence...)	Prime de contrôle Prime d'encastrement	37
3. Synergies financières ou <i>pooling</i> (gestion consolidée des ressources financières)	Prime de contrôle	25
4. Décotes pour coûts de restructuration (cession d'activités déficitaires, plans sociaux, intégration de systèmes, résistances au changement...)	Décote de conglomerat Décote sectorielle ou climatique	42
5. Autres facteurs de décotes	Décote d'illiquidité Décote de minorité Décote d'absence de droits de vote	9

22 répondants ne citent que 2 types de synergies ; 16 mentionnent 3 types ; 10 font état de 4 types et plus.

⁷ probabilité de réduction des coûts de transaction par intégration des achats, de la sous-traitance, de la logistique, de la production, de la distribution...

3.2. UN PROCESSUS COLLECTIF ET REGULE D'EVALUATION

Une majorité des enquêtés souligne que le processus n'a pas seulement pour objet d'évaluer l'entreprise-cible, mais aussi de contractualiser la valeur de transaction (en convenant d'un prix de cession), de permettre sa validation par les autorités de tutelle (commissaire aux apports, fisc, régulateur...), et de légitimer cette valeur au regard des différentes parties prenantes directes (actionnaires, banques) et indirectes (milieu professionnel, analystes financiers...).

Les perceptions des DAF interrogés divergent toutefois sur le caractère plus ou moins collectif du processus:

- 18 d'entre eux considèrent que la transaction ne comporte que 2 parties : les dirigeants du vendeur et de l'acheteur, assistés de leurs conseillers financiers, comptables, fiscaux, juridiques, industriels... respectifs.

- 21 d'entre eux estiment que les parties concernées se décomposent en 3 ou 4 groupes distincts, ayant des fonctions, exerçant des pratiques et respectant des conventions spécifiques (sic):

- les décideurs de l'investisseur et du désinvestisseur, assistés de leurs conseils respectifs, internes et externes (notamment, les cabinets d'avocats d'affaires) ;

- les évaluateurs indépendants, chargés de calculer la (ou les) VF de la société-cible (en application des recommandations du rapport Naulot visant à améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires lors d'opérations financières, le recours à des experts indépendants est devenu obligatoire depuis 2006 et le calcul de la VF par la méthode *DCF* est recommandé par le régulateur boursier) ;

- les banques chargées d'assurer une partie du financement en cas d'opération à effet de levier (*Leverage Buy Out*) en respectant leurs propres règles prudentielles ;

- les autorités de tutelle ou de contrôle de l'opération (régulateur, fisc, commissaires aux apports, notaires...), qui s'assurent de la conformité de l'opération (évaluation et montage juridico-financier) aux réglementations en vigueur.

- 9 d'entre eux ajoutent à ces quatre groupes, les « communautés de pratiques financières » (au sens Nonaka, Takeuchi (1997) et Fox (2000) des experts de l'évaluation (comme la Société Française des Evalueurs) et des financiers (comme la DFCG), qui contribuent à fixer des normes professionnelles, à établir des conventions éthiques, et donc, à influencer les choix méthodologiques des évaluateurs et les tactiques de négociation des décideurs.

Ces groupes et communautés interviennent à des phases différentes du processus d'évaluation: les évaluateurs indépendants en phase de valorisation fondamentale, les décideurs et leurs financeurs en phases de valorisations stratégique et transactionnelle, les autorités et les communautés de pratiques supervisent, influencent et/ou contrôlent les opérations des trois phases.

Plusieurs répondants observent par ailleurs que les réseaux impliqués sont de nature « cognitive », car ils s'échangent des données sur l'entreprise et son marché, mais aussi des connaissances sur les méthodes d'évaluation, à la fois dans le cadre des opérations de valorisation d'entreprises, mais également, hors de ces opérations, principalement dans le cadre d'associations professionnelles.

Ainsi, les données recueillies contribuent à mieux connaître le processus de valorisation – ou plutôt de contractualisation de la valeur - d'une entreprise. Ce processus se présente comme une démarche d'apprentissage collectif, en environnement de rationalité limitée et mimétique, engagée par des groupes fonctionnels en asymétrie d'information, conduisant en trois phases principales - par itérations et rétroactions successives - à la transformation d'une VF et VS puis en VT (le prix de la société-cible).

Conformément à un processus d'*enaction* (au sens de Weick, 1995), les données échangées vont progressivement «faire sens» (*sense making*) pour les parties prenantes.

L'efficacité de la « transformation » d'une valeur « aux conditions de marché » (*stand alone*) en une valeur «aux conditions de l'acheteur», puis en une valeur contractuelle « aux conditions de l'acheteur et du vendeur », repose sur des « conventions » socio-professionnelles reconnues par tous les groupes d'acteurs impliqués. Les modèles comptables et financiers retenus par les évaluateurs sont considérés comme des conventions comme le montre Bollecker et Mathieu (2008).

Les enquêtés admettent tous le caractère nécessairement régulé du processus d'évaluation, mais ils sont partagés sur le mode de régulation.

- Selon 28 d'entre eux, le choix des modèles d'évaluation, leur paramétrage et leur ajustement par des primes et décotes, relèvent essentiellement des modèles et des méthodes en usage au sein des différents groupes fonctionnels impliqués dans l'évaluation. La transformation de la VF en VS puis en VT, implique la recherche de compromis entre ces différentes pratiques, dans le cadre d'une négociation, qualifiée par certains répondants de « démarche dialectique » (*sic*) - dans laquelle arguments et contre-arguments (plus ou moins quantifiables) sont échangés - ou de « recherche d'un

satisficing » (sic) correspondant à un degré minimal de satisfaction de chacune des parties.

- Selon 12 d'entre eux, le processus est également régulé ou assisté par des systèmes de simulation et/ou de sélection, relevant de la théorie des jeux et/ou de la recherche opérationnelle, qui permettent d'encadrer le choix des méthodes de calcul (logiques, paramètres, données) et d'ajuster la VF par des primes et des décotes. Selon certains répondants, un « modèle d'aide à la négociation » permettrait – à l'aide d'une sélection multicritère - de réduire la fourchette des valeurs (VF et VS) à partir de laquelle le prix de l'entreprise serait négocié. La méthode serait applicable par l'acheteur potentiel et par le vendeur, qui s'efforceraient de simuler la démarche de l'acheteur afin de connaître sa marge de manœuvre.

- Selon 8 d'entre eux, le processus comporte de multiples facteurs de contingence : des il est orienté par des signaux collectifs internes ou externes à l'entreprise, de nature financière ou socio-professionnelle.

3.3. UN PROCESSUS FONDE SUR LES DIFFERENTES APPROCHES THEORIQUES D'EVALUATION

Les DAF questionnés sont unanimes à reconnaître la combinaison d'approches fondamentaliste, stratégique et conventionnaliste du processus d'évaluation, mais ils divergent sur les importances respectives de ces approches :

- 25 DAF considèrent que la plupart des acteurs de l'évaluation adoptent une approche fondamentaliste (orientée vers le calcul de la valeur fondamentale de l'entreprise-cible); ils estiment que les interactions entre les groupes d'acteurs de l'évaluation consistent essentiellement en échanges de données (sur la stratégie, l'organisation, les ressources, les performances passées et futures...) de la société-cible et son environnement (filiales, marchés...), dans le cadre de procédures (*due diligences*) normalisées par des guides opératoires standardisés (de diagnostic stratégique, d'analyse des comptes, d'audit des contrats, de calcul de valeurs...).

- 15 d'entre eux privilégient plutôt l'approche fondamentaliste, mais pensent que les acteurs principaux (notamment les investisseurs et les désinvestisseurs) font appel à des jeux d'acteurs au cours de certaines phases du processus; selon eux, ce dernier présente un caractère « itératif et simulateur » (sic), dans la mesure où, au cours des négociations, l'enrichissement mutuel de la connaissance de la société-cible et des

synergies attendues de l'opération, entraîne des révisions successives des VF et VS estimées par l'acheteur et le vendeur.

- 8 des répondants estiment que les décideurs et les évaluateurs adoptent des approches différentes - respectivement fondamentaliste, stratégique et conventionnaliste - selon les phases du processus et selon leur statut ; ils reconnaissent que les évaluateurs sont influencés par les conventions propres à leurs groupes d'appartenance, et qu'en situation d'incertitude, ils peuvent déterminer les choix de certains paramètres de l'évaluation (notamment, les hypothèses de croissance, les primes de risque, les durées des cycles d'avantages concurrentiels, les durées des périodes de restructuration...), en fonction de divers signaux endogènes et exogènes. « L'évaluateur conventionnaliste » peut calculer la valeur fondamentale d'une entreprise selon une méthode classique, mais anticiper une valeur différente en fonction des conventions appliquées par d'autres acteurs liés à l'opération (régulateur, fisc, analystes, agents de notation, associations d'actionnaires...). Dans d'autres cas, il peut arbitrer entre plusieurs valeurs fondamentales possibles, en fonction des conventions propres à son statut ou à sa position dans l'opération.

Les enquêtés sont relativement partagés sur la question des déterminants (ou des facteurs de contingence) de ces approches :

- 22 considèrent que le choix d'une approche est principalement influencée par le statut de l'évaluateur, qui détermine à la fois son rôle dans le processus et régule ses pratiques ;

- 13 soutiennent que l'approche peut varier, pour chaque famille d'acteurs (décideurs et évaluateurs) d'une phase à l'autre du processus d'évaluation ;

- 13 pensent que l'approche comporte de multiples facteurs internes et externes, liés au statut de l'évaluateur et à la phase du processus, mais également, à la personnalité de l'évaluateur, aux effets de contagion mimétique du milieu...

La présentation des résultats de l'enquête (complétée par les traitements statistiques en annexe) laisse apparaître que trois représentations relativement homogènes du processus, sont partagées par les DAF:

- la première (de type « bipolaire ») est la plus répandue ; elle réduit l'évaluation à une confrontation entre l'investisseur et le désinvestisseur, sous-tendue par une démarche essentiellement fondamentaliste ;

- la seconde (de type « tripolaire ») est moins partagée ; elle schématise le processus par un « jeu à trois » incluant les évaluateurs institutionnels (indépendants, fisc, régulateur...), régulé par des approches plutôt fondamentaliste et stratégique ;

- la troisième (de type « multipolaire »), est encore marginale : elle perçoit le processus comme un ensemble d'interactions croisées entre de multiples parties prenantes, faisant l'objet d'approches alternativement fondamentaliste, stratégique et conventionnaliste.

4. CONCLUSION : LA PORTEE ET LES LIMITES DE LA RECHERCHE

Ces observations revêtent un caractère encore exploratoire, mais elles ne mettent pas moins clairement en lumière l'intérêt d'une approche constructionniste de la démarche d'évaluation, assimilable à une « convention d'effort ». Au plan scientifique, elles relativisent l'importance des recherches sur la « technologie de la valeur » (notamment, les multiples modèles de calcul de la VF), soulignent l'importance des réflexions sur les stratégies et sur les conventions des différents réseaux sociaux (groupes fonctionnels, instances institutionnelles, communautés de pratiques) engagés dans l'évaluation, et sur la logique de son processus. La reconnaissance du caractère « co-construit » de la valeur d'une entreprise entraîne logiquement une certaine « déconstruction » de la notion même de valeur fondamentale. Elles dévoilent ainsi l'effet d'hystérésis dont souffre le champ conceptuel de l'évaluation financière – qui semble encore peu ouvert aux nouvelles théories de la firme -, notamment en raison de la barrière à l'entrée de ce domaine érigée par les mathématiciens financiers. Au plan professionnel, elles cernent les limites de certains modèles courants de valorisation, éclairent certaines pratiques des réseaux socio-professionnels participant à l'évaluation et montrent le caractère incrémental (par « tâtonnements » selon la formule de Latour, 2006) de l'ensemble de la démarche.

Cette recherche comporte toutefois des insuffisances, qui en limitent la fiabilité et la validité. Elles résident notamment dans l'étroitesse de l'échantillon interrogé (15 réponses), dans sa représentativité difficilement testable en raison de l'hétérogénéité de la population de référence, dans les divers biais perçus dans la relation entre les 2 enquêteurs et les 15 enquêtés (notamment, les biais de disponibilité, de conservatisme, d'ancrage, d'expérience, d'asymétrie cognitive...). La perception de ces limites constitue une incitation à poursuivre les recherches sur l'application des théories néo-institutionnalistes à la problématique de la valorisation de l'entreprise.

REFERENCES

- Argyris Chris and Schön Donald**, 1978, *Organizational Learning*, Addison – Wesley.
- Arnold John and Moizer Peter**, 1984, "A survey of the Methods used by U.K. Analysts to appraise Investments in Ordinary Shares", *Accounting and Business Research* 14(55): 113-124.
- Aswath Damodaran**, 2005, "The value of Control: Implications for Control Premium, Minority Discounts and Voting Share Differentials ", Stern School of Business, working paper, June.
- Barker Richard**, 1999, "The Role of Dividends in Valuation Models used by Analysts and Fund Managers", *The European Accounting Review* 8(2): 195-218.
- Berger Peter and Luckman Thomas**, 1967, *La construction sociale de la réalité*, Klincksieck.
- Black Andrew, Wright Philip and Bachman John**, 1997, *Search of Shareholder Value*, Financial Time management-PWC.
- Block Stanley**, 1999, "A Study of Financial Analysts: Practice and Theory", *Financial Analysts Journal* (July/August): 86-95.
- Bollecker Marc and Mathieu Pierre**, 2008, "Vers des systèmes de mesure des performances sociétales : l'apport des conventions", *Revue Française de Gestion*, 180 : 89-102.
- Callon Michel and Muniesa Fabian**, 2005, "Economic Markets as Calculative Collective Devices", *Organization Studies*, 26(8) : 1229-50
- Chapelle (de la) Philippe**, 2002, *L'évaluation des entreprises*, Economica.
- Copeland Tom, Koller Tim and Murrin Jack**, 1990, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons inc.
- Demirakos Efthimios, Strong Norman and Walker Martin**, 2002, "The Valuation Methodologies of Financial Analysts", Working paper, University of Manchester.
- Demirakos Efthimios, Strong Norman and Walker Martin**, 2004, "What Valuation Models Do Analysts Use? ", *Accounting Horizons*, 18(4).
- Dupuy Jean-Pierre, 1992, *Introduction aux sciences sociales: logique des phénomènes collectifs*, Ellipses.
- Fama Eugene**, 1965, "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Favereau Olivier**, 1989, "Marchés internes, marchés externes", *Revue économique*,

40(2): 294-315

Fox Stephen, 2000, "Communities of Practice, Foucault and Actor-network Theory", *Journal of Management Studies*, 37(6).

Freeman Edward, 1985, *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pittman Publishing Inc.

Froidevaux Pascal, 2004, Fundamental Equity Valuation Stock Selection based on Discounted Cash Flows, PhD thesis.

Goleman Daniel, 1995, *Emotional Intelligence*, ed. Bantam.

Gomez Pierre-Yves, 1994, *Qualité et théorie des conventions*, Economica.

Granovetter Mark, 1985, "Economic Action and Social Structure: the Problem of Embeddedness", *American Journal of sociology*, 91(3).

Higgs Malcolm and Dulewicz Victor, 2002, *Making Sense of Emotional Intelligence*, Addison – Wesley.

Hirigoyen Gérard and Caby Jérôme, 2005, *Création de valeur et gouvernance de l'entreprise*, Economica.

Huault Isabelle, 2002, *la construction sociale de l'entreprise*, EMS.

Jensen Michael and Ruback Richard, 1983, "the Market for Corporate Control, the Scientific Evidence ", *Journal of Financial Economics*, 11:5-50.

Latour Bruno, 2006, *Petites leçons de sociologie*, Ellipses.

March James and Olsen Johan, 1976, *Ambiguity and Choice*, Universitets Forlaget.

Maystre Lucien Yves, Pictet Jacques and Simos Jean, 1994, *Méthodes multicritères ELECTRE*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, Lausanne.

Mercer Christopher, 2001, *Quantifying Marketability Discounts*, Memphis: Peabody publishing.

Montmorillon (de) Bernard, 1999, " Théorie des conventions, rationalité mimétique et gestion de l'entreprise ", in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle, Koenig (ed), Economica.

Nath Eric, 1990, "Control Premiums and Minority Interest Discounts in Private Companies", *Business Valuation Review*, 9(2).

Nguyen V. (2009), " Le mythe de la valeur intrinsèque ", *revue Echanges (DFCG)*, mars.

Nonaka Ikujiro and Takeuchi Hirotaka, 1997, *La connaissance créatrice*, De Boeck.

O'Byrne Stephen, 1996, "EVATM and market Value", *Journal of Applied Corporate*

Finance, 9(1), p116-125.

Orlean Andre, 1994, *Analyse économique des conventions*, PUF.

Palepu Krishna, Healy Paul, and Bernard Victor, 2000, *Business Analysis and Valuation*. Cincinnati, South Western publishing.

Pene Didier, 1984, "Modèles d'évaluation des entreprises et modèles stratégiques", *Analyse financière*, 58.

Penman Stephen, 2000, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York, McGraw-Hill International Edition.

Pike Richard, Meerjanssen Johannes and Chadwick Leslie, 1993, "The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in United Kingdom and Germany", *Accounting and Business Research*, 23(92): 489-499.

Pluchart Jean-Jacques, 2009, *Master stratégie*, Eska.

Rappaport Alfred, 1986, *Creating Shareholder Value: the New Standard for Business Performance*, Free Press Mac Milan.

Rerolle Jean-Florent, 1996, "Evaluation d'entreprises : principes et méthodes", *RF comptable*, 223.

Roy Bernard, Bouyssou Denis, 1993, *Aide multicritère à la décision : Méthodes et cas*, Economica, Paris.

Senge Peter, 1960, *The Fifth Discipline: Five Practices of the Learning Organization*, Doubleday Currency.

Sharlig Alain, 1996, *Pratiquer Electre et Prométhée : Un complément à Décider sur plusieurs critères*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, Lausanne.

Sharpe William, 1964, "Capital Asset Price: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19(3): 425-442.

Starbuck William, 1983, "Organizations as Action Generators", *American Sociological Review*, 48(1): 91-102

Stewart Bennett, 1991, *The Quest for Value*, Harper & Collins, New York.

Tchemeni Emmanuel, 1993, *L'évaluation des entreprises*, Economica.

Thaler Richard, Tversky Amos, Kahneman Daniel and Schwartz Alan, 1994, "The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking; an Experimental Test", *Quarterly Journal of Economics*, 112(2): 647-661

Tversky Amos and Kahneman Daniel, 1973, "Availability: a Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 5: 207-232.

Tversky Amos and Kahneman Daniel, 1974, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 185(4157): 1124 – 1131.

Tversky Amos and Kahneman Daniel, 1981, "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science*, 211(4481): 453-458.

Vardavaki Anastasia and Mylonakis John, 2007, "Empirical Evidence on Retail Firms' Equity Valuation Models", *International Research Journal of Finance and Economics*, (17):104-119.

Walter Christian and Brian Eric, 2007, *Critique de la valeur fondamentale*, Springer.

Weick Karl, 1995, *Sensemaking in Organizations*, Thousand Oaks: Sage.

Annexe
Traitement quantitatif des réponses au questionnaire

Grille des questions

<i>Hypothèses questions</i>	<i>questions</i>	<i>représentation « bipolaire »</i>	<i>représentation « tri-polaire »</i>	<i>Représentation « multipolaire »</i>
H1-Q1	Nombre de séquences du processus	2	3	4+
H1-Q2	Nombre de finalités attribuées au processus	2	3	4+
H2-Q3	Nombre de familles d'acteurs impliquées dans le processus	2	3	4+
H2-Q4	Nombre de modes différents de régulation du processus	1	2	3+
H3-Q5	Nombre d'approches influençant directement le processus	1	2	3+
H3-Q6	Nombre de facteurs de contingence des approches du processus	1	2	3+

Grille des réponses

<i>Hypothèses-questions</i>	<i>représentation « bipolaire »</i>	<i>représentation « tri-polaire »</i>	<i>Représentation « multipolaire »</i>	<i>Ecart-types σ</i>
H1-Q1	18	13	17	3,61
H1-Q2	22	16	10	6,00
H2-Q3	18	21	9	6,24
H2-Q4	28	12	8	5,03
H3-Q5	25	15	8	8,54
H3-Q6	22	13	13	5,20
<i>moyennes</i>	21,3	14,6	10,5	5,45
<i>Ecart-types σ</i>	2,34	2,29	2,89	

La représentation « bipolaire » (R1), correspondant à une perception stylisée du processus, est dominante et donne lieu à des réponses relativement homogènes. La représentation « tripolaire » (R2), sous-tendue par une vision moins schématique du processus, est minoritaire mais homogène. La représentation « multipolaire » (R3), dont le schème de représentation est plus complexe, est marginale et dispersée.

Coefficients de corrélation linéaire ρ

R1/R2 : -0,418; R1/R3 : -0,353 ; R2/R3 : -0,702 Les positions ne sont pas colinéaires.

Q1/Q2 : 0,693 ; Q1/Q3 : 0,466 ; Q1/Q4 : 0,891 ; Q1/Q5 : 0,763 ; Q1/Q6 : 0,961 ;
Q2/Q3 : 0,961 ; Q2/Q4 : 0,817 ; Q2/Q5 : 0,995 ; Q2/Q6 : 0,866 ; Q3/Q4 : 0,817 ;
Q3/Q5 : 0,973 ; Q3/Q6 : 0,693 ; Q4/Q5 : 0,973 ; Q4/Q6 : 0,981 ; Q5/Q6 : 0,912

Les réponses aux questions 1/3 et 3/6 sont les plus faiblement corrélées.