

« SMALL & MID CAPS »  
LE ROLE DU CAPITAL HUMAIN DANS LA CREATION DE VALEUR

**Auteurs : Edouard Chastenet et Claire Boucherand**, Ernst & Young Transaction Advisory Services, Valuation & Business Modelling

*La valeur des entreprises est de plus en plus immatérielle : marques, technologies, réseaux, constituent autant d'actifs incorporels valorisés par le marché. La création et le développement de ces actifs nécessitant la combinaison de ressources de plus en plus importantes, l'objectif de notre étude, réalisée sur le marché français, est d'analyser si la taille constitue un facteur déterminant dans la création de valeur immatérielle. Il ressort que le poids des incorporels dans les capitaux à long terme mobilisés par les « Small & Mid Cap » : (i) est prépondérant, (ii) de plus en plus important, (iii) et atteint des niveaux proches de ceux qui peuvent être observés dans les plus grands groupes. Si les actifs incorporels apparaissent comme une composante majeure de la valeur des entreprises, grandes ou moyennes, ces dernières se concentrent davantage sur des niches sectorielles et mobilisent davantage de capital humain, toutes choses égales par ailleurs..*

Cette étude exploratoire vise à répondre à deux questions principales : (i) existe-t-il un effet « taille » dans la création de valeur immatérielle par les entreprises ? (ii) existe-t-il un effet de « niche » permettant aux plus petites entreprises de valoriser des actifs incorporels plus spécifiques ? Couvrant la période 2003-2006, cette analyse porte sur un échantillon de 510 entreprises françaises cotées en bourse, réparties selon cinq panels, représentatifs des « Small, Mid et Large Cap ». La méthodologie d'analyse retenue repose sur la comparaison du poids relatif accordé par le marché aux actifs incorporels dans les capitaux à long terme mobilisés par les entreprises.

\*\*\*

### **Présentation de la problématique**

#### **1. La capacité à mobiliser des ressources dans un univers de plus en plus concurrentiel**

Dans un univers de plus en plus compétitif et mondialisé, la création d'actifs incorporels (marques, technologies, réseaux, ...) nécessite la mobilisation de ressources de plus en plus importantes, affectées à des projets de plus en plus risqués. L'effet « taille », permettant la combinaison et la diversification de ces ressources devrait apparaître comme un facteur déterminant dans la création de valeur immatérielle, et par conséquent être l'apanage des plus grands groupes.

Les « Small & Mid Caps », ayant quant à elles un accès aux ressources beaucoup plus limité (tant commerciales, technologiques que financières), et une capacité de résistance plus faible (concurrence des plus grands groupes, obsolescence de plus en plus rapide des technologies, ...), devraient présenter des niveaux de performance plus faible en matière de création, de développement et de pérennisation de leurs actifs incorporels.

*Proposition 1 : les entreprises moyennes devraient extérioriser un taux d'actifs incorporels plus faible que les plus grandes capitalisations boursières*

#### **2. La capacité à identifier des opportunités sur des niches spécifiques**

Inversement, la capacité de mobilisation de ressources par les grands groupes devrait les éloigner de projets de taille réduite, ou de niches sectorielles trop spécifiques, et par conséquent les concentrer sur les secteurs de consommation de masse (qu'ils s'agissent de biens ou de services, ou industriels). Cette focalisation sur le « mass market », source d'économies d'échelle ou de synergies, devrait orienter les grands groupes vers des actifs incorporels de plus en plus homogènes et universels (marques, réseaux<sup>1</sup>, etc.), et de moins en moins spécifiques, au détriment, sans doute, de la dimension humaine, où les individualités seraient davantage fondues au sein de l'organisation<sup>2</sup>.

Les entreprises moyennes, disposant de moins de ressources, devraient en revanche s'orienter vers des projets de moindre envergure, et plus particulièrement sur des niches, en s'appuyant, par opposition à l'effet de masse, sur des ressources plus spécifiques.

---

<sup>1</sup> Le maillage d'actifs incorporels homogènes, tels que des autorisations administratives (comme dans le secteur de la grande distribution ou des maisons de retraite) permet de constituer des réseaux.

<sup>2</sup> Au sein de cette organisation qui correspond toutefois à la juxtaposition d'unités opérationnelles de taille plus réduite, des projets spécifiques ou des individualités peuvent néanmoins être source d'innovations.

*Proposition 2 : les entreprises moyennes devraient mobiliser leurs ressources sur des niches sectorielles et des actifs incorporels plus spécifiques.*

### **Méthodologie d'analyse**

Pour tester ces deux propositions, notre méthodologie d'analyse a reposé sur la comparaison d'indicateurs de création de valeur immatérielle pour un échantillon de cinq panels représentatifs des « Small, Mid et Large Cap ».

#### **1. Présentation de l'échantillon**

Notre étude a été réalisée à partir de l'analyse des données disponibles pour un échantillon de 510 entreprises françaises cotées sur la période 2003-2006. Cet échantillon concerne l'ensemble des entreprises cotées en France après élimination des institutions financières, des compagnies d'assurance, des sociétés immobilières et des entreprises pour lesquelles les données étudiées n'étaient pas disponibles.

L'échantillon a été divisé en cinq panels. Le premier panel regroupe les entreprises représentatives des « Large Cap », et les quatre autres, les entreprises représentatives des « Small et Mid Cap ».

EUR'000 000	Effectif moyen (nombre)	Chiffre d'affaires moyen (MEUR)				Capitalisation boursière moyenne (M EUR)			
		2003-2006	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005
Quintile 1 (Large Cap)	49 833	9 979	9 439	10 099	10 467	8644	10 510	13 827	14 089
Quintile 2	3 981	471	484	518	550	221	260	367	399
Quintile 3	967	114	116	122	128	52	59	25	94
Quintile 4	489	55	54	53	53	16	18	25	27
Quintile 5	270	26	22	20	19	6	5	6	7
Quintile 2-5 (Small & Mid Cap)	1 410	166	169	178	187	74	86	106	132

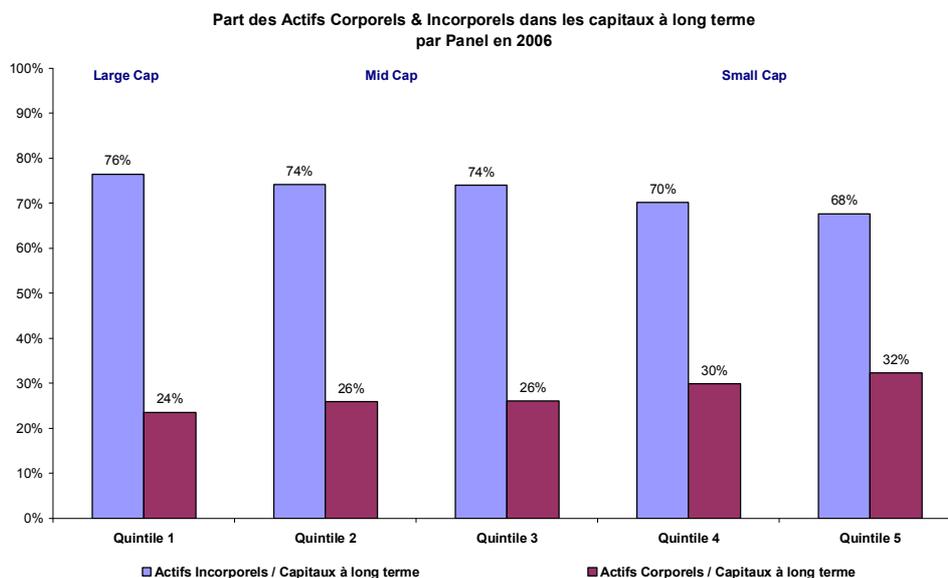
#### **2. Présentation de la méthodologie**

L'approche retenue pour mesurer le poids du capital immatériel dans les actifs des entreprises s'est fondée sur la mesure du ratio actifs incorporels / capitaux à long terme mobilisés par l'entreprise, ces derniers correspondant à la somme des actifs corporels et incorporels. Pour chaque entreprise, la valeur des actifs incorporels a été mesurée en valeur de marché par différence entre leur capitalisation boursière et leur situation nette, hors actifs incorporels et goodwill déjà comptabilisés à l'actif. Cette approche constitue une approximation dans la mesure où cela revient à considérer que l'intégralité de l'écart entre valeur boursière et valeur comptable des entreprises correspond à la valeur de leurs actifs incorporels. Cela revient notamment à considérer que les éléments de revalorisation liés aux autres types d'actifs (notamment les actifs corporels) sont non-significatifs. Cette considération est toutefois acceptable et ne modifierait pas les conclusions de notre étude. Cette approche permet de tenir compte des actifs incorporels qu'ils soient ou non comptabilisés.

Les données comptables des entreprises de l'échantillon ont été extraites de la base de données Amadeus pour les exercices 2002 à 2005. La capitalisation boursière de chaque entreprise a été déterminée au 30 septembre des exercices 2003 à 2006.

## Résultats de l'analyse

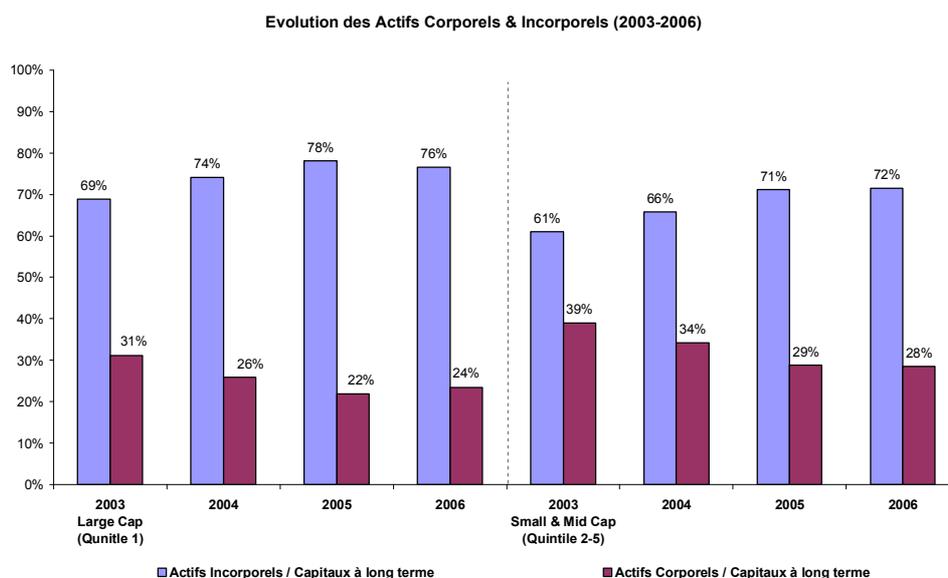
### 1. Une validation de l'effet taille sur la création de valeur immatérielle, toutefois modérée



Le taux d'actifs incorporels sur les capitaux à long terme mobilisés par les entreprises, apparaît d'autant plus élevé que la taille de celles-ci est importante. En 2006, ce taux s'établit à 76% pour les « Large Cap », contre 68% à 74% sur les « Small & Mid Cap ».

L'effet taille apparaît ainsi comme un des facteurs de la création de valeur immatérielle, sans toutefois apparaître prédominant : le poids des incorporels dans les capitaux à long terme mobilisés par les « Small & Mid Cap » atteint en définitive des niveaux assez proches de ceux qui peuvent être observés dans les plus grands groupes.

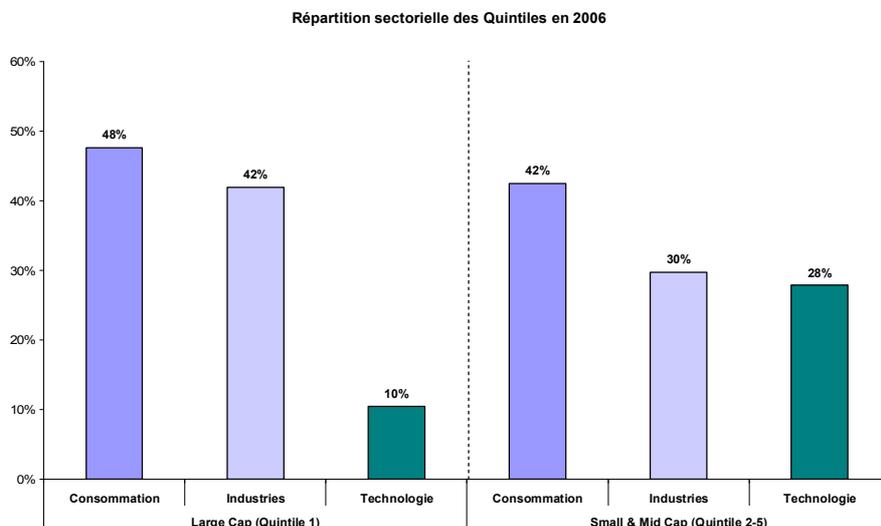
Les entreprises moyennes ont en outre démontré leur capacité, non seulement à faire subsister, mais surtout à développer leurs actifs incorporels sur la période 2003-2006, avec un taux de croissance moyen compris entre 11% et 26% (contre 16 % pour les plus grandes capitalisations boursières).



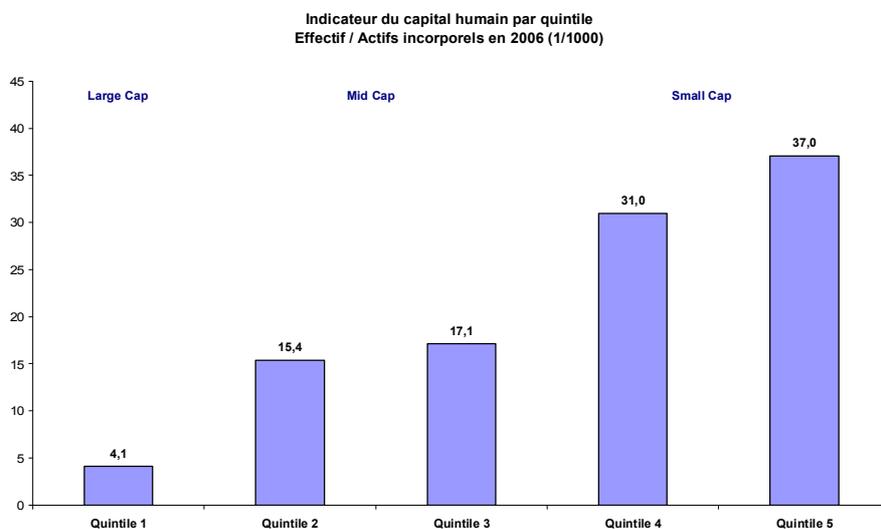
### 2. Un effet de niche caractérisant les entreprises moyennes, qui mobilisent par ailleurs davantage de capital humain

Les résultats de l'analyse font ressortir deux caractéristiques principales : (i) les entreprises moyennes sont davantage positionnées sur des niches sectorielles, et (ii) mobilisent par ailleurs des actifs plus spécifiques.

Sur les panels déterminés, la répartition sectorielle des sociétés fait se caractériser par un nombre beaucoup plus élevé de valeurs dites « technologiques » sur le segment « Mid & Small Cap » (entre que 20 et 38%) que sur le segment « Large Cap » (10%). Cet effet est d'autant plus marquant que la taille des entreprises est réduite. Inversement, les secteurs du « mass market » (produits et services aux consommateurs, santé, utilitaires,...) apparaissent nettement sous-représentés sur le segment « Mid & Small Cap ».



Sur un autre plan, l'étude réalisée montre que le coefficient de capital humain (mesuré par le ratio effectif / actifs incorporels) dans les entreprises moyennes apparaît très largement supérieur à celui des plus grands groupes, signe que les premières mobilisent davantage de « ressources » humaines pour créer de la valeur immatérielle.



\*\*\*

Notre étude met en évidence un effet taille dans la création de valeur immatérielle. Cet effet reste néanmoins modéré. Contrairement aux hypothèses qui pourraient être formulées du fait de la plus grande capacité de mobilisation des ressources des grands groupes, le taux d'incorporels des entreprises moyennes apparaît aussi très important.

Les entreprises moyennes sont davantage positionnées sur des niches, et plus particulièrement sur des niches technologiques pour près de 30% d'entre elles. Elles s'appuient en outre sur leur capital humain qui constitue une part relative beaucoup plus significative de leurs ressources que les grandes capitalisations boursières.

Par opposition aux grandes entreprises caractérisées par leur capacité à mobiliser en masse des ressources autour d'actifs incorporels universels (marques, technologies, réseaux,...), le marché valorise ainsi la capacité des entreprises moyennes à développer des activités spécifiques (technologiques ou autres), en s'appuyant sur leur ressources propres et plus particulièrement leur capital humain.

Tant pour les grands groupes que pour les entreprises moyennes, l'analyse de la création de valeur par les sociétés nécessite, non seulement le suivi d'indicateurs financiers traditionnels fondés sur la rentabilité et la croissance, mais aussi celui d'indicateurs de mesure du capital immatériel, source de différenciation et d'avantages concurrentiels pour les entreprises. Pour les dirigeants, la définition de ces indicateurs peut apparaître comme un atout pour optimiser la gestion, la protection et le développement de ce capital. Vis-à-vis des investisseurs et du marché, ces indicateurs peuvent devenir des vecteurs de communication, avec pour objectif d'appréhender au mieux la capacité des entreprises à créer durablement de la valeur (cf. encart).

Si le capital humain apparaît comme une ressource particulièrement importante pour les entreprises moyennes, force est de constater qu'il existe aujourd'hui très peu d'outils de mesure, et encore moins de méthodes d'évaluation consensuelles de ce capital.

Toutefois l'importance croissante accordée au capital humain, en lien avec la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) et l'Investissement Socialement Responsable (ISR), a rendu peu à peu nécessaire la mise au point de nouveaux outils d'analyse et de mesure objectifs.

Dernier exemple en date la création d'un label de responsabilité sociale, dans le secteur des centres d'appels, qui tend notamment à communiquer sur la qualité des prestations sociales délivrées, l'aspect innovant de certaines pratiques managériales, les perspectives de carrières qu'offre la filière métiers, le degré de professionnalisation des acteurs, ou encore l'implication des entreprises sur des sujets sociétaux majeurs (intégration des personnels handicapés, non discrimination, égalité professionnelle, embauche des personnes seniors ou jeunes en difficultés, ...).

Le capital humain de l'entreprise ainsi que le capital organisationnel, managérial et stratégique sont analysés et évalués au regard de normes sectorielles, permettant ainsi l'attribution ou non de ce label.

Cette approche qui mixe tant des compétences RH, financières, économiques, juridiques, qu'organisationnelles et stratégiques, permet autant de valoriser le coût des risques afférents au capital humain quels qu'ils soient (réputation, sociaux, juridiques...) que de valoriser les coûts d'opportunités inhérents à l'obtention du label de responsabilité sociale (clauses résolutoires liées à l'obtention du label intégrées dans les contrats commerciaux, image, ...).

**Jérôme Menesguen**, Ernst & Young Société d'Avocats, Responsable du projet « Label de Responsabilité Sociale ».