



HAL
open science

Les publications portant sur le capital immatériel et évaluation des entreprises par le marché financier

Saida Dammak

► **To cite this version:**

Saida Dammak. Les publications portant sur le capital immatériel et évaluation des entreprises par le marché financier. Comptabilité, Contrôle et Audit des invisibles, de l'informel et de l'imprévisible, May 2015, Toulouse, France. pp.cd-rom. hal-01188564

HAL Id: hal-01188564

<https://hal.science/hal-01188564>

Submitted on 31 Aug 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les publications portant sur le capital immatériel et évaluation des entreprises par le marché financier

Saida DAMMAK, Docteur en Sciences Comptables, Laboratoire de recherche Gouvernance, Finance et Comptabilité, FSEG Sfax, Tunisie,
saida.dammak@laposte.net

Résumé

La pression des investisseurs et l'émergence des marchés, très exigeants sur la qualité des informations et sur l'analyse des performances des entreprises, ont conduit certains groupes à publier volontairement des informations qui décrivent la capacité du capital immatériel à générer des bénéfices futurs. Nous proposons dans ce travail de recherche de détailler et de comprendre la contribution, des publications portant sur le capital immatériel, à l'évaluation des entreprises par le marché financier.

Nous avons employé différentes méthodologies pour répondre aux besoins de notre problématique. A côté des méthodes quantitatives, nous avons utilisé des méthodologies qualitatives. Nous avons au préalable, à travers une analyse de contenu thématique, proposé une conceptualisation plus fine du capital immatériel. Ensuite, nous avons développé un instrument de mesure pour quantifier la communication d'information sur le capital immatériel en faisant appel à deux types d'outils statistiques : une analyse factorielle exploratoire et une analyse confirmatoire. Enfin, à travers une étude de cheminement, nous avons montré que les investisseurs semblent valoriser les informations qui traduisent la capacité des connaissances et des expériences de l'équipe dirigeante à générer des bénéfices futurs. Les entreprises adoptent de véritables stratégies de communication financière qui ont un impact sur le contenu des rapports annuels. Les dirigeants des entreprises de grande taille semblent réduire le contenu des rapports annuels en matière de capital immatériel afin de maintenir leurs avantages compétitifs.

Mots clefs : Offre d'informations, capital immatériel, rapports annuels, création de la valeur

Les publications portant sur le capital immatériel et évaluation des entreprises par le marché financier

1. Introduction :

L'écart qui n'a cessé de se creuser entre la valeur de marché et la valeur comptable de l'entreprise montre le déclin de la pertinence des mesures financières traditionnelles et la décroissance de l'utilité des rapports financiers pour les investisseurs (Francis et Schipper, 1999; Lev et Zarowin, 1999 et 1998; Chang, 1998; Collins et al., 1997). Plusieurs facteurs pouvant expliquer la dégradation de la pertinence des résultats et des valeurs comptables. Le premier étant le capital humain (Schultz, 1971; Becker, 1975). Celui-ci contribue le plus à l'accroissement de la productivité de l'entreprise et à l'explication de ses performances. L'accumulation du savoir, par exemple, est considérée comme étant une source de la croissance économique. Le deuxième facteur étant l'innovation (les investissements en R&D). A ce sujet, Romer (1986) et Lucas (1988) ont valorisé les opportunités technologiques et marketing au sein de l'entreprise.

Dans le cadre de l'un ou l'autre de ces facteurs, plusieurs travaux empiriques ont vu le jour. Amir et Lev (1997) montrent que les investisseurs attachent peu ou pas d'importance à l'information financière lorsqu'ils estiment que l'entreprise évolue dans un environnement en rapide mutation ou dans le cas d'une industrie à forte intensité technologique. Ils réagissent aux changements intervenant dans la vie d'une société en temps réel, ce qui se traduit positivement sur la valeur de marché de l'entreprise avant même que l'information comptable ne le reflète. De même, Lev et Zarowin (1999), à travers une étude qu'ils ont menée aux Etats-Unis et dans plusieurs pays européens, ont démontré que la décroissance constatée est vérifiée empiriquement au profit des entreprises ayant fortement investi en actifs immatériels et plus particulièrement en recherche et développement.

Constatant la capacité des immatériels qui ne sont pas transcrits à l'actif du bilan à expliquer, du moins pour une partie, la distorsion de l'information financière et la différence entre la valeur de marché et la valeur comptable de l'entreprise, plusieurs travaux encourageant la publication d'éléments non financiers (évaluation des résultats stratégiques, qualité des processus et des produits, satisfaction des consommateurs, développement dans la gestion des entreprises, innovations, etc.) et insistant sur leur contenu informatif ont été réalisées, depuis les années 90. À travers une étude portant sur les entreprises fortement engagées dans des investissements immatériels, Collins et al. (1997) et Francis et Schipper (1999) arrivent à montrer que ces entreprises sont caractérisées par une forte corrélation entre leur valeur de

marché et l'information publiée à propos de leurs composantes immatérielles. Ainsi, la capitalisation boursière est composée de la valeur des actifs matériels (valeur comptable) et d'un supplément de valeur lié aux immatériels que le marché financier reconnaît et que le bilan ignore.

Dans cet esprit, un intérêt croissant des dirigeants et des organismes professionnels en faveur de la publication d'informations portant sur le capital immatériel est constaté sur les marchés financiers. Les investisseurs déclarent l'intérêt qu'ils portent à ces informations. A ce sujet, Pierre Boucheny (Administrateur de la SFAF) déclare lors du colloque «*Capital immatériel : comment valoriser votre entreprise ?*» (2000) que «les marchés demandent unanimement plus de visibilité et une communication plus transparente, qui leur donne les éléments nécessaires pour évaluer les entreprises». Patrick Cambourg (Président Groupe MAZARS) rajoute : «...communiquer sur le capital immatériel à l'extérieur de l'entreprise, de manière cohérente et permanente donne un avantage compétitif qui ne crée pas de la valeur, mais l'exprime mieux». Ainsi, une réflexion menée actuellement consisterait à promouvoir un rapport spécifique sur le capital immatériel. L'évolution est marquée par un enrichissement progressif des annexes et du rapport de gestion (Garcia-Meca E., 2005). La pression des investisseurs et l'émergence des marchés, très exigeants sur la qualité de l'information et sur l'analyse des performances des entreprises, ont conduit certains groupes à publier volontairement des informations expliquant leurs investissements immatériels. Ces informations viennent compléter les états financiers et fournissent des éléments d'analyse pour apprécier la capacité des entreprises à créer de la valeur dans le futur et donner plus d'envergure et de crédibilité aux informations synthétisées dans les états annuels. Dans ce sens, Guthrie et al., (2001, 2002), Bejar (2007) et Wang et Chang (2008) ont montré que la publication de ces informations pourrait réduire les asymétries d'informations, lever une partie des incertitudes pesantes sur les opportunités de croissance des entreprises et aider, par conséquent, à leur évaluation d'une manière plus précise. Toutefois, aucune étude, à notre connaissance, n'a essayé de détailler et de comprendre la contribution des publications, portant sur le capital immatériel, à l'évaluation des entreprises par le marché financier.

L'intérêt que nous manifestons à cette problématique s'articule autour de deux questions. La première question est la suivante : Quelles sont les informations publiées par l'entreprise sur son capital immatériel ? La réponse à cette question n'est pas évidente. En effet, la définition du capital immatériel pose un problème complexe à la littérature parce qu'elle englobe différentes notions. D'ailleurs, on observe des incohérences dans la terminologie et dans l'appréhension des différents concepts utilisés. Il n'existe pas à l'heure actuelle une définition

très précise et communément admise. On rencontre une assez grande variété. Cette hétérogénéité engendre des complications supplémentaires qui viennent ralentir la compréhension et l'analyse des immatériels. Les rares travaux sur le sujet sont récents et s'arrêtent à une réflexion théorique (Watson et al., 2005) ou étudient une conceptualisation peu poussée (Edvinsson et Malone, 1997, 1999; Sviby, 2000). La deuxième question consiste à détailler et à comprendre la contribution des informations publiées à propos du capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier. Malgré l'adhésion et l'intérêt croissant des dirigeants et des organismes professionnels en faveur de la publication des informations non financières à l'intention des investisseurs, il est encore difficile de prouver leur rôle de signalisation.

L'objectif de ce travail est triple : d'abord, nous proposons une conceptualisation plus fine du capital immatériel. Ensuite, nous voulons construire un instrument de mesure des publications portant sur le capital immatériel. Enfin, nous souhaitons détailler et comprendre la contribution des publications à propos du capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise.

Nous avons employé différentes méthodologies pour répondre aux besoins de notre problématique. A côté des méthodes quantitatives, classiques en finance, nous avons utilisé des méthodologies qualitatives. Nous avons au préalable, à travers une analyse de contenu thématique, proposé une conceptualisation plus fine du capital immatériel. L'exploitation de ce travail qualitatif nous a amené à construire un indicateur de mesure pour quantifier l'effort de publication fourni par l'entreprise sur son capital immatériel. Par ailleurs, en utilisant des équations structurelles effectuées sous PLS-Graph, nous essayerons de détailler et de comprendre la contribution du contenu informationnel des rapports annuels en matière du capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise. Ces études sont peu représentées en finance et offrent un vaste champ de recherche, non encore suffisamment exploré.

L'apport de notre recherche se situe, selon nous, à plusieurs niveaux. Tout d'abord, à travers une étude qualitative des publications portant sur le capital immatériel, nous avons contribué à la définition de ce concept. La compréhension de la nature de l'offre d'information sur le capital immatériel permettra d'améliorer la connaissance du comportement des entreprises et d'analyser un ensemble plus large d'informations publiées sur le capital immatériel des sociétés que les dépenses de recherche et développement et de publicité. Ce travail vient alors enrichir les travaux antérieurs encore limités dans ce domaine (Williams, 2001; Abdolmohammadi, 2005; Sonnier et al., 2007; Wang et Chang, 2008).

Sur un plan pratique, notre recherche offre aux investisseurs, un moyen pour évaluer les entreprises et leurs possibilités futures de croissance. Elle met en évidence le rôle, attribué par

le marché financier, aux informations publiées à propos du capital immatériel et souligne la nécessité d'harmoniser les règles de présentation de ces publications. Cette étude peut offrir aux normalisateurs des indications pour établir des normes de communication efficaces, adaptées aux attentes des investisseurs et aux pratiques des entreprises.

Le reste de l'étude est organisée selon l'architecture suivante. La section 2 décrit le cadre théorique et le mécanisme de validation des hypothèses permettant de répondre à la problématique. La section 3 présente la méthodologie de recherche. Les principaux résultats de ce travail de recherche sont indiqués à la section 4. Une brève conclusion apparaît à la section 5.

2. Revue de la littérature:

Les publications volontaires d'informations sur le capital immatériel occupent une place de plus en plus importante. D'ailleurs, plusieurs travaux théoriques et empiriques montrent l'importance d'un ensemble de mesures non financières dans l'évaluation de l'entreprise. La majorité des travaux ont été, cependant, fondés sur la R&D et la propriété intellectuelle souvent estimée par le nombre de brevets déposés (Chan et al. 2001; Lev et Zarowin, 1998; Sougiannis, 1994; Cockburn et Griliches, 1988; Griliches, 1981). Parallèlement, d'autres études ont montré l'importance qu'accordent les investisseurs à la satisfaction du consommateur, la mise en œuvre d'un programme de qualité totale, le savoir-faire, la connaissance, la crédibilité des équipes dirigeantes, l'innovation, la part de marché, l'aptitude de l'entreprise à attirer et à maintenir des personnes qualifiées, les programmes de formation du personnel, les politiques sociales ou les projets liés au respect de l'environnement (Lev et Shevlin, 1996; Amir et Lev, 1996; Mavrincac et Siesfeld, 1997; Deng et al., 1999; Casta et Ramond, 2005). Par conséquent, la publication d'informations volontaires portant sur le capital immatériel semble contribuer à la valorisation boursière de l'entreprise. A ce niveau, nous nous posons les questions suivantes : Quel est le capital immatériel ? Quelles sont les motivations d'une divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel ? Quelles sont les tentatives de communication volontaire des indicateurs immatériels ? Dans ce qui suit nous essayerons de répondre à ces questions.

2.1. Définition du capital immatériel :

Il convient de distinguer une approche économique et une approche comptable (Marois, 2003; Belkaoui, 2003). Dans la littérature économique, la définition la plus largement citée est celle d'Edvinson et Malone (1997, p. 42): «le capital immatériel est la détention de la connaissance, l'expérience confirmée, la technologie de l'entreprise, la relation clients et la compétence

professionnelle qui procurent à une entreprise un avantage compétitif sur son marché». Une autre définition a été fréquemment utilisée est celle prononcée par Stewart (1997): «Matière immatérielle- connaissance, formation, propriété intellectuelle, expérience- qui peut être utilisée à créer de la richesse».

Quant à la démarche adoptée dans la perspective comptable, elle permet de considérer comme capital immatériel «ce qui ne figure pas dans les comptes financiers de l'entreprise, mais se retrouve dans la valorisation finale de la société» (Marois, 2003, p. 4). Le FASB (2001) tend à considérer comme capital immatériel «l'ensemble des actifs non circulants qui manquent de substance physique. Cette catégorie peut inclure des actifs spécifiquement identifiables par des noms. Les autres types manquent d'identification spécifique ... Ces actifs peuvent être acquis ou développés en interne et peuvent être acquis individuellement, en groupe ou sous la forme combinée d'une affaire». Dans le même courant d'idées, Fustec et Marois (2006) définissent le capital immatériel comme étant toute la richesse de l'entreprise qui ne se lit pas dans les états financiers. C'est ce que les marchés financiers valorisent depuis longtemps par le rapport entre la capitalisation boursière des entreprises et leur valeur comptable nette. De ce qui précède nous concluons que la majorité des études qui cherchent à fixer une définition du capital immatériel semblent s'accorder sur la présence de trois caractéristiques principales à savoir: les immatériels peuvent être sources d'avantages économiques futurs, ils ne présentent pas de substance physique et dans une certaine mesure, ils peuvent être conservés et commercialisés par une entreprise (Edvinsson et Malone, 1997; Stewart, 1997; FASB, 2001). Pour mieux identifier le capital immatériel, il serait nécessaire de revenir aux classifications retenues au niveau des études antérieures. Tout d'abord on peut signaler la typologie traditionnelle de Pierrat (1996), qui découle d'une approche plutôt comptable. Il propose une liste ouverte d'actifs immatériels classés par degrés d'immatérialité croissante: les droits et les quasi-droits, actifs incorporels possédant toutes les caractéristiques d'un actif (brevets, marques, droits, contrats, procédés), les actifs incorporels matérialisations pouvant être protégés et cessibles (logiciels, bases de données); les actifs incorporels exploitables, identifiables, générant des revenus et dont la faculté de les exploiter peut être transmise à des tiers (fichiers clients, réseaux de distribution); les structures non identifiables individuellement (les structures organisationnelles, les systèmes d'information, les réseaux de relations, la valeur de continuité) et les révélateurs d'actif incorporel symbolisant une source de valeur tels que les parts de marché qui résultent de la mise en œuvre de toutes les compétences de l'entreprise.

Une autre typologie plus générique a été proposée par Lev et Zarowin (1999). Ils identifient quatre types d'actifs immatériels: les actifs ayant traits à l'innovation dans les produits, tels que ceux qui résultent des efforts de recherche et développement d'une société; les actifs associés à la marque d'une société et qui permettent à cette entreprise de vendre ses produits et ses services plus chers que ses concurrents; les actifs structurels, c'est-à-dire des façons nouvelles et différentes de faire des affaires qui distinguent l'entreprise de ses concurrents; le monopole qui se traduit par des franchises ou par l'existence de coûts d'amortissements difficiles à compenser par un éventuel concurrent, ou encore par l'utilisation de barrières à l'entrée sur le marché.

La classification la plus répandue est celle proposée par Edvinsson et Malone en 1999 qui distingue trois composantes du capital immatériel : le capital humain qui englobe l'intelligence et la dynamique d'une organisation dans un environnement en évolution, c'est-à-dire sa créativité et sa capacité d'innovation, le capital structurel qui constitue l'expression du capital humain et son infrastructure et l'ensemble de ses systèmes d'organisation, y compris ceux utilisés pour transmettre et stocker le savoir et le capital client constitué des relations développées avec les clients principaux de l'entreprise.

La typologie proposée par Edvinsson et Malone (1999) rejoint celle développée par un autre scandinave, Sveiby (2000). Il identifie trois composantes du capital immatériel à savoir : la structure interne qui représente l'ensemble des systèmes de technologies, processus et outils qui sont spécifiques à une organisation, y compris les actifs de propriété intellectuelle et la culture de l'entreprise, la structure externe formé par l'ensemble des éléments liés à la relation de l'entreprise avec ses clients et ses fournisseurs tels que: les marques, le service après vente, la réputation, etc. et le capital humain ou les ressources humaines qui concernent l'ensemble des connaissances et des compétences en possession de chacun des membres d'une organisation y compris le savoir accumulé et développé collectivement et la capacité de l'organisation (et donc la capacité de chacun de ses membres) à apprendre, à s'adapter et à innover.

Le champ d'application des immatériels a évolué ces dernières années. Watson et al. (2005) montrent que les activités contribuant à l'innovation et à la création de valeur recouvrent un large éventail d'activités complémentaires, qui vont de la justification de la position concurrentielle dominante, en passant par les moyens que l'entreprise met en œuvre pour maintenir cette position.

Une nouvelle typologie a alors émergé. Celle-ci maintient les trois composantes identifiées par la littérature traditionnelle (Pierrat, 1996; Lev et Zarowin, 1999; Edvinsson et Malone,

1999; Sveiby, 2000) et ajoute une nouvelle catégorie qui est le capital compétitif. Celui-ci s'attache au processus de création d'un avantage compétitif soutenable sur la base de ressources internes à l'entreprise, à la différence des stratégies produits/marchés facilement imitables, qui procurent de ce fait un avantage concurrentiel durable. A travers cette conception plus générale de la notion du capital immatériel, qui vise à mettre en valeur les synergies devant exister au sein d'une organisation, nous cherchons à construire un modèle destiné à aider les entreprises à évaluer, gérer et communiquer en matière de capital immatériel.

2.2. La publication volontaire sur le capital immatériel :

Mettre en lumière les motivations de la divulgation volontaire exige le recours à deux courants de la littérature comptable à savoir la théorie d'agence et la théorie des signaux.

La théorie politico-contractuelle, développée par Jensen et Meckling (1976), considère l'entreprise comme un ensemble de contrats formels et informels entre les divers agents économiques contribuant à son fonctionnement. Elle permet de décrire et d'expliquer le comportement des producteurs et des utilisateurs de l'information comptable (Watts et Zimmerman, 1978; Tremblay et al., 1993). Pour limiter les conflits d'intérêts qui peuvent naître entre les dirigeants et les actionnaires d'une part, et entre les créanciers et les actionnaires d'autre part, on fait appel à la divulgation volontaire d'informations.

Outre la théorie d'agence, la panoplie des investigations relatives à la diffusion volontaire d'information s'est référée aux apports de la théorie des signaux. Les dirigeants possèdent de l'information privilégiée sur la firme qu'ils dirigent et si l'information privée qu'ils détiennent n'est pas publiée, le marché financier jugera en fonction de la qualité moyenne. Comme les firmes se concurrencent sur le marché des capitaux, l'information est utilisée pour réduire l'incertitude liée aux cash-flows de l'entreprise dans le but d'améliorer les décisions d'investissements. Les dirigeants sont amenés à signaler la situation financière de leur firme aux investisseurs qui cherchent à évaluer les titres.

Nous observons, en effet, sur les marchés financiers, une insatisfaction de la part des investisseurs à l'égard de la publication des entreprises qui perdent de leur efficacité en tant que signal de qualité. Les recherches récentes se sont axées sur la qualité et la nature de la publication volontaire pour différencier les entreprises sur le marché financier. Elles montrent que certaines variables liées aux spécificités immatérielles des entreprises sont considérées comme signaux de la qualité de la part des investisseurs. Ces travaux restent peu nombreux et peu exploités à l'heure actuelle. Chahine et Mathieu (2003) étudient le contenu des publications des entreprises introduites en bourse sur le nouveau marché français. Ils montrent

que l'effort informationnel des compétences technologiques et humaines pourrait caractériser les bonnes sociétés voulant se différencier des mauvaises. Une étude menée par Feranandez et al. (2000) souligne qu'en plus du capital technologique et du capital humain, d'autres ressources contribuent à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier. De leur côté, Deeds et al. (1997) soulignent l'importance des évolutions technologiques et leurs rôles dans le succès ou l'échec des entreprises de hautes technologies. Cette situation engendre un intérêt particulier de la part des investisseurs pour les informations technologiques. Cet intérêt, à son tour, conduit les dirigeants à exploiter ces informations pour signaler leur qualité au marché financier. Des travaux similaires montrent que pour les entreprises de biotechnologies et de logiciels informatiques, les dirigeants signalent la qualité de leurs entreprises à travers des variables technologiques (R&D, propriété intellectuelle...) et des variables humaines (compétences du management) (Decarolis et Deeds, 1999, Wilbon, 1999). Leur signal révèle au marché financier la capacité de l'entreprise à gérer ses ressources d'une manière optimale et en conséquence sa capacité à en tirer les meilleures performances financières. Une étude consacrée à l'industrie pharmaceutique montre que l'autorisation de mise sur le marché d'un produit par la Food and Drug Administration des États-Unis faisait monter le cours de bourse de 0.51 % lorsque aucune autre information n'est diffusée. La hausse passe à 1.13 % lorsque l'annonce est accompagnée d'informations qualitatives et elle quadruple pour atteindre 2 % lorsque des informations quantitatives sont également fournies (Lev, 2002). On constate que la capitalisation boursière des sociétés cotées réagit positivement aux dépenses annoncées de R&D. Une augmentation d'une unité de R&D se traduit par une progression légèrement moindre de la valeur boursière et la réaction du marché est plus prononcée que pour les investissements matériels (Hall et Oriani, 2004; Ballardini et al., 2005). En outre, Guo et al. (2005) mettent en évidence le pouvoir informationnel de la communication des entreprises sur l'état d'avancement de leurs produits et sur les caractéristiques de leurs droits de propriété intellectuelle.

Toutefois, Lev et Daum (2004) et Johannessen et al. (2005) montrent qu'à eux seuls, les immatériels sont incapables de générer la valeur et qu'il faut les conjuguer à d'autres facteurs de production. Par exemple, l'investissement dans la formation ne génère de valeur que lorsqu'il est combiné à d'autres facteurs comme l'amélioration des procédés opérationnels et l'existence de systèmes d'information appropriés. Sur la même voie, Jaruzelski et al. (2005) indiquent que plusieurs entreprises se sont avérées incapables de faire bénéficier le marché d'une recherche et développement réussie, alors que d'autres ont prospéré sans beaucoup de recherche et développement, mais grâce au recours méthodique à leur capital humain et à la

promotion de l'innovation au sein de leurs organisations. D'autres encore possèdent des immatériels substantiels mais ne rencontrent pas de succès commercial, tandis que certaines entreprises peuvent être chefs de file aujourd'hui mais risquent de perdre leur avantage compétitif très rapidement avec l'arrivée de concurrents qui tirent les bénéfices à la baisse et exploitent de nouvelles innovations. De ce fait, la communication d'une information reflétant la combinaison entre les composantes humaines, organisationnelles, relationnelles et concurrentielles permettra de mieux renseigner sur le capital immatériel. Nous pensons adopter cette logique pour détailler et comprendre la contribution des publications volontaires sur le capital immatériel à l'évaluation des entreprises. Aucune étude, à notre connaissance, n'a analysé cette problématique. Dans l'ensemble des travaux antérieurs, l'interaction entre les différentes composantes du capital immatériel n'a pas été discutée en tant que signal. Les auteurs n'abordent pas la contribution des publications volontaires, qui traduisent une combinaison entre les différentes composantes immatérielles, à l'évaluation de l'entreprise. Par ailleurs, l'imitation de ce signal par des entreprises de moins bonne qualité ne soit pas profitable. L'information volontaire communiquée par l'entreprise sur son capital immatériel ne peut pas correspondre à une simple énonciation des différentes composantes immatérielles. Une telle publication doit traduire la capacité des immatériels à générer des bénéfices futurs que seules les bonnes entreprises peuvent supporter. Partant de ce constat de la littérature, et de la réelle amélioration du contenu des publications des entreprises ces dernières années, nous avons construit notre axe de recherche. Nous proposons de détailler et de comprendre la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation des entreprises par le marché financier.

2.3. Analyse de la relation entre les publications portant sur le capital immatériel et la valeur de l'entreprise :

Depuis les années 90, plusieurs travaux encourageant la publication d'éléments non financiers et insistant sur leur contenu informatif ont vu le jour. Au-delà, les chercheurs affirment qu'il existe, chez les utilisateurs, un besoin accru d'informations provenant de sources immatérielles.

Collins et al. (1997), Francis et Schipper (1999), Williams (2001), Sonnier et al. (2007) et Wang (2008) arrivent à montrer que les entreprises, fortement engagées dans des investissements immatériels sont caractérisées par une forte corrélation entre leur valeur de marché et l'information produite sur leurs immatériels. En effet, une augmentation de 10% du score global en matière de communication d'informations portant sur le capital immatériel s'est traduite par une réduction de 1.5% de la volatilité du cours de l'action (Banett, 2003).

L'application de la méthodologie d'une étude d'événement par Dumay et Tull (2007) pour des entreprises australiennes, montre que les investisseurs sont sensibles aux informations qui décrivent l'ensemble des systèmes de technologies, des processus et outils spécifiques à une organisation, y compris la culture de l'entreprise. Une autre extension, est l'étude menée par Peng et al. (2007) auprès de 30 entreprises taiwanaises. Cette recherche a montré l'existence d'une forte relation positive entre le capital immatériel et la performance financière de l'entreprise. Soucieux de la même problématique, Abdolmohammadi (2005) décrit une relation significative et positive entre la divulgation d'informations sur le capital immatériel et la capitalisation boursière de 58 entreprises américaines sur la période allant de 1993 à 1997. Récemment, Wang et Chang (2008) utilisent la méthode Partial Least Squares (PLS) pour souligner la capacité de la publication volontaire sur le capital immatériel à réduire les asymétries d'informations et lever une partie des incertitudes. Nous posons alors l'hypothèse suivante :

H1: La publication des informations qui décrivent le capital immatériel a un effet direct et positif sur la valeur de l'entreprise.

Parallèlement aux travaux de recherche qui ont démontré le rôle informationnel des publications volontaires sur le capital immatériel et mesurées par un score global, pour les marchés financiers, d'autres travaux, couvrent les spécificités immatérielles des entreprises et leurs rôles dans la réduction des asymétries d'informations.

L'intérêt porté aux différentes composantes du capital immatériel, à travers la littérature théorique et empirique, n'est pas nouveau. La majorité des travaux ont été, cependant, fondés sur la R&D (Sougiannis, 1994; Lev et Zarowin, 1998; Chan et al. 2001) et la propriété intellectuelle souvent estimée par le nombre de brevets déposés (Griliches, 1981; Cockburn et Griliches, 1988). Sous cet angle, plusieurs recherches indiquent que les marchés financiers considèrent les investissements en R&D comme une activité significativement créatrice de valeur (Hirschey, 1982 ; Morck et Yeung, 1991 ; Chan et al., 1992 ; Sougiannis, 1994 ; Lev et Sougiannis, 1996 ; Lev et Zarowin, 1998 ; Aboody et Lev, 1998 ; Hall et Oriani, 2004 ; Ballardini et al., 2005). En outre, Jarell et Easton (1996), Ittner et Larcker (1996), Lev (1996) et Mavrincac et Siesfeld (1997) déclarent que les mesures de la mise en œuvre de la stratégie, la crédibilité des équipes dirigeante, l'innovation, la part de marché, l'aptitude de l'entreprise à attirer et retenir des personnes qualifiées, le savoir-faire, la connaissance, la satisfaction des clients, les opérations de qualité totale, les programmes de formation du personnel, les politiques sociales ou les projets liés au respect de l'environnement créent de la valeur et sont valorisés d'une manière sensible par les investisseurs. De même, Cockburn et Griliches

(1988), Salle (1993), Chauvin et Hirschey (1994), Sougiannis, (1994), Canibano et al. (2000) et Roos (2007) ont montré l'existence d'autres éléments du capital immatériel tels que les dépenses de publicité, les brevets, les marques, la satisfaction du client, et les ressources humaines qui peuvent avoir un impact potentiel sur la performance. Sur la même voie de recherche, Belkaoui (2003) a montré que les brevets, les frais de publicité et les dépenses de recherche et développement permettent de produire une valeur économique pour l'entreprise. Ce constat est le résultat d'une investigation auprès de 81 entreprises multinationales américaines. Ces résultats trouvent leur extension au niveau des études antérieures de Pfeffer (1994), Uzzi (1996) et Guthrie J., Steane P., Fletcher A. et Roos G. (2002) ont souligné le rôle fondamental du capital humain et du capital client au sein du processus de création de valeur. Chen et al. (2005) ont essayé de dévoiler la nature de la relation entre les différentes composantes du capital immatériel et la performance. Ils ont proposé une méthodologie d'évaluation du capital humain et du capital structurel dans une logique de création de valeur auprès de 4254 entreprises cotées sur le marché taiwanais durant la période allant de 1992 à 2002. Les résultats obtenus favorisent l'idée que le capital structurel améliore d'une manière significative la valeur ajoutée d'une entreprise. Plus récemment, Wang (2008) a identifié la structure du capital immatériel autour de quatre axes à savoir : le capital humain, le capital client, le capital innovation et le capital process. Il a montré que chaque composante immatérielle affecte significativement et positivement la valeur des entreprises électroniques pour la période allant de 1996 à 2005. Sur la base de cette revue de la littérature assez exhaustive, il est important de mentionner que l'hypothèse suivante mérite d'être posée :

H2: La publication des informations qui décrivent chaque composante du capital immatériel a un effet direct et positif sur la valeur de l'entreprise.

Actuellement, plusieurs entreprises se sont avérées incapables de faire bénéficier le marché d'une recherche et développement réussie, alors que d'autres ont prospéré sans beaucoup de recherche et développement, mais grâce au recours méthodique à leur capital humain et à la promotion de l'innovation au sein de leurs organisations (Jaruzelski et al., 2005; Wang et Chang, 2005). A notre connaissance, aucune étude n'a analysé la contribution des informations qui décrivent la capacité du capital humain à générer indirectement des bénéfices futurs. Ceci nous a incité à étudier l'impact de ce type d'informations sur la valorisation de l'entreprise.

A partir d'une recherche menée auprès de 4254 entreprises cotées sur le marché taiwanais durant la période allant de 1992 à 2002, Chen et al. (2005) déclarent qu'à lui seul, le capital humain ne crée pas de valeur et ne génère pas de croissance. Il faut le conjuguer aux

composantes organisationnelles et relationnelles. Ceci nous rappelle les recherches antérieures de Wang et Chang (2005), Meer-Kooistra et Zijlstra (2001), Stewart (1997) et Edvinsson et Sullivan (1996). Ces auteurs ont montré que le capital humain génère indirectement des bénéfices futurs pour l'entreprise et constitue le cœur du capital immatériel et la base de la création de valeur. Plus précisément, les connaissances, les compétences et les expériences des employés alimentent l'innovation qui renforce à son tour les relations avec les clients et créent des avantages concurrentiels durables.

Le modèle de création de valeur proposé par Edvinsson et Sullivan (1996) montre que le capital humain construit le capital structurel qui lui-même soutient le capital humain. Autrement dit, les compétences des salariés déterminent la qualité des systèmes d'organisations mises en œuvre ainsi que la qualité des services accordés aux clients. Le capital structurel doit inclure des systèmes d'organisations cohérents et solides qui prévoient des séminaires de formation pour les employés et fixent des stratégies de recrutement de nouvelles compétences. C'est ainsi que l'entreprise lance sur le marché des innovations durables qui répondent aux attentes des clients et concourent à la création de valeur.

Partant des apports de Zeithaml et al. (1988) et Zeithaml et Bitner (1996) stipulant que la satisfaction des clients est fonction de l'émission sur le marché des biens et services de bonne qualité, Wang et Chang (2005) ajoutent que l'entreprise est tenue de construire un «capital process», maintenue par un capital humain solide, qui améliore la qualité et augmente la satisfaction des clients. L'application de la méthode des équations structurelles effectuée sur le logiciel PLS, a permis à ces auteurs de décrire des relations de cause à effet entre les différentes composantes immatérielles (le capital humain, le capital innovation, le capital process et le capital client) et de valider, par conséquent, la capacité du capital humain à générer des bénéfices futurs. De même, Lev et Daum (2004) et Johannessen et al. (2005) montrent qu'à eux seuls, les actifs immatériels sont incapables de générer la valeur et qu'il faut les conjuguer à d'autres facteurs de production. Par exemple, l'investissement dans la formation ne génère de valeur que lorsqu'il est combiné à d'autres facteurs comme l'amélioration des procédés opérationnels et l'existence de systèmes d'information appropriés. D'autres tentatives dans cette même orientation ont été fournies par Huang et Liu (2005). Ceux-ci ont enquêté 918 entreprises taiwanaises de différents secteurs et ils ont montré que l'impact du capital immatériel sur la performance était toujours accompagné d'une corrélation entre ses différentes composantes. A travers ces études, nous pouvons tirer deux principaux constats. D'une part, le capital humain joue un rôle déterminant dans les phénomènes d'apprentissage, individuels et collectifs, dans la construction d'un avantage concurrentiel

durable, et peut constituer le coeur du processus de création de valeur. D'autre part, les éléments organisationnels, relationnels et concurrentiels constituent des facteurs inertes tant qu'ils ne sont pas activés par le facteur humain.

A ce stade, une question mérite d'être posée : est ce que la publication volontaire réussit à traduire cette importance grandissante du capital humain pour la croissance et la compétitivité? Hall et Oriani (2004) ont montré que du fait de l'absence relative de reconnaissance comptable des immatériels et de leur importance croissante dans le processus de création de valeur, les investisseurs ont besoin d'avoir une vue d'ensemble de tous les facteurs de création de valeur de l'entreprise pour mieux évaluer son potentiel et sa capacité à enregistrer des résultats viables. Les travaux empiriques de Nesta et Saviotti (2006) menés sur le secteur des biotechnologies indiquent que l'existence de liens permettant de réunir les technologies maîtrisées par une entreprise en un tout cohérent est devenu l'un des déterminants de plus en plus important de leur valeur sur le marché. Même si le socle d'actifs immatériels (stock de brevet et ampleur des efforts de recherche) est important, la façon dont les entreprises combinent leurs technologies est tout aussi précieuse pour les actionnaires. Banett (2003) a étudié le cas des petites sociétés cotées qui sont moins couvertes par les analystes. Il suggère que les entreprises peuvent atténuer ce problème en adoptant une stratégie proactive dans le cadre de leur politique de communication. Pour les entreprises dont la couverture par les analystes est inférieure au niveau médian, une augmentation de 10 % de leur score global en matière de communication s'est traduite par une réduction de 1.5 % de la volatilité du cours de l'action. Ces résultats soulignent que les marchés de capitaux récompensent les entreprises pour l'augmentation des informations qu'elles communiquent, notamment dans le cas des petites sociétés cotées. Améliorer la couverture des analystes est une préoccupation majeure pour un certain nombre de places boursières, notamment au Japon où les analystes ne couvrent que 25% des entreprises cotées. Le JASDAQ (Japon Association of Securities Dealers Automated Quotation) a lancé un outil d'auto-évaluation qui permet aux entreprises de mesurer et divulguer leurs actifs immatériels en se basant sur un questionnaire comportant 120 questions traitant huit catégories (client, marque, réseau, processus opérationnels, pratiques en matière d'organisation, gestion des salariés, ...). Cet outil évalue trois dimensions couvrant le potentiel de l'entreprise (son stock d'actifs immatériels), son utilisation (flux) et sa gestion. Grâce à cette expérience, le JASDAQ compte améliorer la diffusion d'informations sur le capital immatériel (OCDE, 2006). Le marché incite déjà vivement les entreprises à améliorer leurs pratiques de communication, mais les disparités sont fortes d'une entreprise à l'autre. A ce propos, Price Waterhouse Coopers (2005) évoque

dans son rapport annuel que certaines entreprises procèdent déjà à la déclaration d'informations non financières sur leurs actifs immatériels. L'hypothèse est qu'un surcroît de communication auprès du public permettrait d'améliorer l'efficacité du marché financier. Les études empiriques montrent que la valorisation boursière est significativement influencée par la portée et la nature des informations sur les actifs immatériels communiquées au public. A ce sujet, Lev (2002) a montré que l'autorisation de la mise sur le marché d'un nouveau produit engendre une augmentation du cours boursier de 0.51% lorsque aucune autre information n'est diffusée. La hausse passe à 1.13 % lorsque l'annonce est accompagnée d'informations qualitatives et elle atteint 2% lorsque des informations quantitatives sont également fournies. En se basant sur un référentiel d'informations développé par le *Price Waterhouse Coopers* et qui englobe un large éventail d'aspects stratégiques et de facteurs de création de valeur dépassant les normes obligatoires, Barnett (2003) montre que les entreprises qui fournissent une information conforme au référentiel *Price Waterhouse Coopers* ont un coût du capital inférieur à celui des entreprises qui s'en tiennent aux normes d'information en vigueur.

Une série de modèles ont été proposés ces dernières années pour inciter les entreprises à faire état d'évolutions intervenues dans le domaine des immatériels. La première vague a été caractérisée par la tentative de corréler le capital immatériel de manière plus explicite à l'innovation et au processus de création de valeur, par le biais de modèles comme le Value Chain Scoreboard. La deuxième vague a pris naissance au Danemark et a porté sur un format d'états plus descriptifs du capital immatériel. En 1997, un groupe pilote d'entreprises danoises a publié des rapports sur le capital immatériel conformément à une directive proposée par les autorités danoises. La troisième vague de modèles de communication tournait autour du "SCORECARD" qui permet aux entreprises de communiquer une plus grande variété d'informations liées aux différentes composantes de leur capital immatériel. Parmi ces modèles, les plus connus sont *Skandia Navigator*, *Balanced Scorecard* et *Intangible Assets Monitor*.

Ainsi, compte tenu de la capacité du capital humain à générer indirectement des bénéfices futurs et de l'amélioration continue de la communication volontaire portant sur les immatériels, nous posons l'hypothèse suivante:

H3: La publication des informations qui décrivent la capacité du capital humain à générer des bénéfices futurs a un effet indirect et positif sur la valeur de l'entreprise.

3. Méthodologie de recherche et interprétations des résultats:

L'objectif de cette étude est triple : conceptualiser plus précisément le capital immatériel, recueillir le vocabulaire utilisé au niveau des rapports annuels afin de créer un instrument de mesure et détailler et comprendre la relation entre les publications portant sur le capital immatériel et la valeur boursière de l'entreprise. Nous évoquerons successivement la méthodologie suivie et les principaux résultats.

3.1. Une typologie approfondie du capital immatériel : Approche qualitative :

La recherche d'une typologie approfondie du capital immatériel appelle la méthode de l'analyse de contenu. Cette méthode consiste à analyser à travers les mots et les chiffres exprimés, les idées émises par l'auteur de la communication. Il s'agit de ressortir les principaux thèmes traités et de les classer dans des catégories homogènes. Elle nous permet d'identifier une liste d'items sur le capital immatériel.

Le principe consiste à lire chaque corpus, fragment par fragment (mots, phrases, thèmes), à comparer les récits, à les classer en ensembles et sous-ensembles selon leur similarité pour ensuite les intégrer au sein des catégories établies au niveau de notre typologie conceptuelle. Autrement dit, cette étape, nous a permis de stocker les informations, de les qualifier et de les organiser.

L'échantillon sélectionné est constitué de sept entreprises multinationales. Ce choix était utile pour trois raisons. D'abord, les entreprises multinationales ont besoin de publier un grand nombre d'informations volontaires afin d'obtenir des ressources à moindres coûts et de répondre à des demandes d'informations plus nombreuses (Cooke, 1989; Hossain et al., 1994; Hossain et Adams, 1995; Bessieux Ollier, 2002). La part des investissements immatériels des entreprises multinationales est supérieure à celle des petites et moyennes entreprises (PME) (Castro et Lopez-Saez, 2008; Abeysekera et Guthrie, 2005; Abdolmohammadi, 2005; Das et al., 2003; Belkaoui, 2003; Escaffre, 2002). Ensuite, le phénomène de multinationalisation permet d'accentuer le transfert des démarches d'identification et de gestion du capital immatériel. Les entreprises multinationales ont développé une part importante de leur activité à l'étranger et dépendent donc de ressources autres que nationales. Elles peuvent employer des salariés étrangers, produire à l'étranger, y acquérir des actifs et également chercher des fonds sur des marchés financiers autres que nationaux. Cette spécificité des entreprises multinationales constitue un avantage concurrentiel durable permettant à la fois d'importer les technologies, les méthodes et les pratiques comptables du pays d'origine, et de faire évoluer la normalisation des pays (Scheid et Standish, 1989). Enfin, la majorité des études traitant l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel ont porté sur des échantillons d'entreprises

de grande taille (Bessieux Ollier, 2002; Castro et Lopez-Saez, 2008; Abeysekera et Guthrie, 2005; Abdolmohammadi, 2005; Das et al., 2003; Belkaoui, 2003; Escaffre, 2002).

En plus, les groupes retenus pour l'analyse qualitative présentent une grande diversité tant en terme d'activité qu'en terme d'origine géographique. Cette démarche nous permet d'éviter des effets de corrélation spécifiques à un secteur particulier, d'obtenir des résultats dépassant les spécificités réglementaires de chaque pays et d'élargir la réflexion sur l'offre d'information sur le capital immatériel à des pays qui n'ont pas les mêmes cultures d'information financière (Dammak et al., 2008; García-Meca et Martínez, 2007; Pedrini, 2007; Abdolmohammadi, 2005; Bessieux Ollier, 2002; Williams, 2001; Johanson et al., 2001).

Dans le cadre de ce travail de recherche, nous analyserons les rapports annuels publiés sur les sites web des entreprises sélectionnées. Ce choix peut être expliqué par plusieurs raisons à savoir: la primauté du rapport annuel comme source d'information des investisseurs professionnels (Campbell, 2000; Atkinson et al., 1997; Knutson, 1992), la facilité d'accès à ce document et la multiplicité de ses utilisateurs potentiels. En effet, la majorité des études antérieures, analysant l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel, se base sur les rapports annuels qui intègrent des thèmes spécifiques (Bozzolan et al., 2006; Abdolmohammadi, 2005; Abeysekera et Guthrie, 2005; Escaffre, 2002). Notons que le téléchargement des rapports annuels à partir des sites web des entreprises étudiées nous a permis de bénéficier d'une plus grande accessibilité et une plus grande rapidité.

La distinction théorique de quatre composantes du capital immatériel est retrouvée au sein des rapports annuels. De manière plus fine, nous avons identifié trois informations pour caractériser la composante humaine: les compétences des ressources humaines dans l'entreprise, la capacité de l'entreprise à attirer et maintenir les personnes de talents et la formation des ressources humaines, ainsi que deux informations pour la composantes relationnelle : le capital client et la réputation de l'entreprise. Trois informations ont été retenues par les entreprises pour communiquer sur la composante organisationnelle du capital immatériel à savoir : le capital process, le capital connaissance et R&D. La composante concurrentielle distingue deux détails informationnels : la position concurrentielle dominante et l'analyse des risques liés à l'environnement concurrentiel. Cette phase qualitative a donc permis de préciser quatre construits associés au capital immatériel. A partir de cela, un ensemble de 77 items de mesure a été généré. Le tableau 1 détaille les définitions de chacune des composantes.

Tableau 1. Items rattachés au capital immatériel

Composantes	Informations	Items identifiés
Humaine	<i>INFO 1</i>	Capitalisation du savoir faire
	Compétences des ressources humaines dans l'entreprise	Compétence Qualification professionnelle Expérience Esprit d'entreprise Esprit d'innovation Esprit d'adaptation Dirigeant Gouvernance Comité exécutif
	<i>INFO 2</i>	Annonce de recrutement
	Capacité de l'entreprise à attirer et maintenir les personnes de talents	Méthode de recrutement Critère de recrutement Participation aux objectifs Structure détaillée des effectifs Bilan social
	<i>INFO 3</i>	Formation aux langues
	Formation des ressources humaines	Formation commerciale Formation au métier Formation aux techniques de production Centre de formation
Relationnelle	<i>INFO 4</i>	Evolution du chiffre d'affaire
	Le capital client dans l'entreprise	Typologies des nouveaux clients Canaux de distribution Fonds de commerce Renouvellement des achats Service de relation client Club / cartes de fidélisation Répondre aux attentes des clients Indice de satisfaction Enquête de marché
	<i>INFO 5</i>	Charte déontologie
	La réputation de l'entreprise	Mécénat Œuvres caritatives Slogan publicitaire Cible Supports de communication Liste des enseignes du groupe

		Inscription et valorisation en comptabilité Logo des marques
organisationnelle	<i>INFO 6</i>	Contrôle qualité
	Le capital process de l'entreprise	Environnement Services après vente, Maintenance Détail du processus de production Investissements techniques de production Organigramme fonctionnel Partenariat, licence, franchise
	<i>INFO 7</i>	Communication interne
	Le capital Connaissance de l'entreprise	Système d'information Knowledge management Culture d'entreprise Philosophie managériale Processus de management E-commerce Système en réseau Relations financières
	<i>INFO 8</i>	Laboratoire de recherche
	R&D	Budget de recherche Brevets Droits d'auteurs Projet stratégique Valorisation comptable Nouveaux produits
Concurrentielle	<i>INFO 9</i>	Leader
	Position concurrentielle dominante	Position concurrentielle Number one Avantage concurrentiel Caractère distinctif
	<i>INFO 10</i>	Concurrents/ Concurrence
	Analyse des risques liés à l'environnement concurrentiel	Environnement concurrentiel Désavantage concurrentiel Capacité de compétition Recontrôler les prix Intensifier la différenciation Implantation de nouvelles pratiques

3.2. Construction et validation d'un instrument de mesure du capital immatériel :

Nous nous proposons, dans ce qui suit, de développer un instrument de mesure pour quantifier la communication d'informations sur le capital immatériel et d'autre part, à obtenir un niveau de validation suffisant pour répondre à la problématique de la recherche.

3.2.2. Sélection de l'échantillon:

Afin de tester notre instrument de mesure, et dans la lignée de l'étude qualitative, nous avons sélectionné, tout d'abord, les 100 premiers groupes multinationaux en chiffre d'affaire pour l'année 2005. Ensuite, nous avons éliminé les entreprises qui ont fait l'objet de transferts, fusions et scissions. Nous avons tenté d'obtenir les rapports annuels de ces entreprises multinationales. Nous n'avons pu obtenir que 71 rapports annuels (voir tableau 2).

Tableau 2. Procédure de sélection de l'échantillon

Caractéristiques de l'échantillon	Nombre d'entreprises
Entreprises multinationales sélectionnées	100
- Exclusion de transferts, fusions et scissions	19
- Exclusion des entreprises dont les rapports annuels ne sont pas disponibles	10
Echantillon final	71

Les groupes retenus appartiennent à des secteurs variés. Les entreprises appartenant à des secteurs d'activité traditionnels (alimentation, distribution, pétrole, automobiles, services, aéronautique, métallurgie) représentent 66,15 % de la population totale alors que les entreprises qui appartiennent aux secteurs basés sur la connaissance représentent 33,85% (Cf. tableau 3).

Tableau 3. Répartition des entreprises par rapport aux secteurs d'activités

Secteurs d'activité des entreprises	Fréquences	Pourcentage
Alimentation	3	4.22
Distribution	11	15.49
Pétrole	9	12.67
Automobiles	10	14.08
Electronique	10	14.08
Télécoms	6	8.45
Pharmacie	3	4.22
Médias	1	1.4
Informatique	2	2.8

Energie	9	12.67
Services	3	4.22
Aéronautique	1	1.4
Cosmétique	2	2.8
Métallurgie	1	1.4
Total	71	100

Les multinationales sélectionnées sont de nationalités différentes afin d'obtenir des résultats dépassant les spécificités réglementaires de chaque pays. Par conséquent, notre étude répond à l'objectif d'élargir la réflexion sur l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel à des pays qui n'ont pas les mêmes cultures de communication d'informations (Pedrini, 2007; Escaffre, 2002; Bessieux-Ollier, 2002). Cependant, cette diversité n'induit pas de biais vu que nous analysons des informations volontaires qui échappent aux obligations légales de communications financières portant sur le capital immatériel. L'étude permet de prendre en considération les pratiques de 30 entreprises européennes (42.25 %), 30 entreprises américaines (42.25 %) et 11 entreprises asiatiques (15.5 %) (Voir tableau 4).

Tableau 4. Répartition des entreprises par rapport aux pays d'origine

Pays d'origine	Fréquences	Pourcentages
Etats-Unis	29	40.84
Mexique	1	1.4
Grande Bretagne	4	5.63
Allemagne	12	16.9
France	8	11.26
Italie	2	2.8
Suisse	1	1.4
Hollande	1	1.4
Espagne	2	2.8
Japon	9	12.67
Chine	1	1.4
South Korea	1	1.4
Total	71	100

3.2.3. Collecte de données:

La procédure de collecte de données consiste en la recherche et le dénombrement d'éléments dans les rapports annuels des entreprises. Cette technique a été souvent utilisée en finance (Rogers et Grant, 1997; Breton et Taffler, 2001). L'application de cette méthodologie de mesure issue de la littérature, consiste à établir préalablement une liste d'items qui oriente la recherche d'informations et qui permet de recenser les informations diffusées pour chaque item afin de calculer, en plus des fréquences de diffusion des items, un score de diffusion global (Bozzolan et al., 2006; Abdolmohammadi, 2005; Aberg et Edvinsson, 2001; Brennan, 2001; Williams, 2001). Cette liste constitue alors un guide de lecture du rapport annuel. Or, selon ce point de vue, c'est la quantité d'information qui est la plus représentative. Dans ce cas l'auteur effectue donc des choix, essentiellement sur l'unité d'évaluation permettant de classer le contenu de l'information diffusée: Lynn (1992) privilégie la page, Gray et al. (1995) et Brown et Deegam (1998) préfèrent le mot. L'intérêt du mot sur la page, comme unité d'analyse, réside dans le fait que c'est la plus petite unité possible et donc elle réduit la possibilité d'erreur en calculant la quantité d'informations diffusée (Michailescu et Sranon-Boiteau, 2003).

En pratique, une grille de notation a été conçue pour procéder à l'analyse de chaque rapport annuel. Cette grille reprend les items retenus du tableau 1. Notre étude repose sur des variables booléennes dites variables d'absence/présence identifiées numériquement et respectivement par 0 et 1. Zéro constate l'absence de mot définissant une classe typologique du capital immatériel et 1 la présence d'un mot correspondant à la définition d'une catégorie typologique de l'immatériel. Il s'agit donc de faire un comptage de mots contenus dans les rapports annuels des entreprises sélectionnées. Lorsque les mots ou expressions attendues apparaissent plusieurs fois dans le même rapport, ces apparitions sont agrégées les unes aux autres. Il s'agit ici de respecter un principe d'objectivité pour permettre la reproduction de l'analyse quelle que soit la personne qui l'effectue (Kippendorff, 1980; Milne et Adler, 1999). L'application de cette méthodologie de mesure manuellement, peut entraîner une sur (ou sous) estimation de l'étendue de diffusion à propos du capital immatériel. En effet, une augmentation (diminution) de la valeur d'une information entraîne une augmentation (diminution) de la valeur de l'effort global de publication. Pour contourner cette limite, nous avons utilisé un logiciel de concordance qui permet de formuler un profil lexical, de retrouver tous les endroits dans le corpus qui correspondent à ce profil et de les présenter avec leur contexte immédiat (dans notre cas, un profil qui savait capter les endroits de publication portant sur le capital immatériel). Dans une deuxième étape, nous avons dû trier les occurrences trouvées par le profil par ce que certaines étaient inaptées à notre étude, et

finalement, nous avons codé les occurrences valides dans une base de données. La première étape n'a posé que des problèmes mineurs, mais la deuxième fait un véritable défi. Même si la démarche est purement quantitative, elle nécessite un effort d'appréciation important pour identifier et caractériser les informations de chaque rapport annuel par rapport à la liste d'items rattachée au capital immatériel. Par conséquent, la difficulté de cette procédure d'analyse de contenu explique pourquoi les études antérieures optant pour l'analyse de contenu des rapports annuels travaillent sur des échantillons de faible taille (Moscarola et al., 2002; Abdolmohammadi, 2005). Par exemples, Williams (2001) a analysé les rapports annuels de 40 entreprises et Bozzolan et al. (2006) ont travaillé sur un échantillon de 60 entreprises. De plus, Castro et Lopez Saez (2008) ont mené leur analyse de contenu sur 49 entreprises espagnoles. Egalement, les travaux de Abeysekera et Guthrie (2005), Abdolmohammadi (2005), Brennan (2001) et Aberg et Edvinsson (2001) sont basés respectivement sur 30, 58, 11 et 43 entreprises. Dans le cadre de ce travail de recherche, la taille de l'échantillon (71 entreprises) paraît acceptable.

3.2.4. Validation de l'instrument de mesure

Le processus de validation mis en œuvre est fondé d'une part, sur une analyse factorielle exploratoire effectuée sur le logiciel SPSS, et d'autre part, sur une analyse confirmatoire effectuée sur le logiciel PLS-GRAPH.

L'analyse factorielle exploratoire:

Pour raffiner l'étude des variables, la méthode de l'analyse factorielle est fortement recommandée (Castro et Lopez-Saez, 2008). En se basant sur la démarche présentée ci-dessus, nos données se composent de 72 variables applicables sur les rapports annuels de 71 entreprises multinationales, soit un total de (72×71) 5112 observations recensées. Empiriquement, il est plus aisé de résumer ces informations en remplaçant les variables initiales par un nombre plus petit de variables appelées facteurs. Ces derniers offrent alors une image multivariée de la structure de l'offre d'information sur le capital immatériel. Avant d'engager le traitement des données, il convient de s'interroger sur la nature factorisable des variables (c'est-à-dire si elles forment un ensemble). Deux tests sont disponibles à cet effet : le test de sphéricité de Barlett et le test MSA (Measure of Sampling adequacy) de Kaiser-Meyer-Olkin. Dans le cadre de ce travail, on a constaté que les tests confirment le caractère factorisable des données puisque le diagramme de dispersion des variables présente à chaque fois des directions privilégiées, d'une part et le KMO de chaque composante est supérieure à 0.5 d'autre part.

Tableau 5. Test de KMO et Test de Barlett

Construits	Test de KMO	Test de Barlett		
		Khi-deux	Ddl	Signification
Capital humain	0.803	610.204	91	0
Capital relationnel	0.670	249.902	136	0
Capital organisationnel	0.697	595.955	171	0
Capital compétitif	0.691	70.654	21	0

Le choix de l'analyse en composantes principales (ACP) correspond au besoin de simplifier l'observation des données pour faire émerger une structure explicative en établissant des liens entre les variables. Selon Evrard et al. (2003), cette méthode permet, d'une part, de structurer les variables initiales pour construire un résumé de l'information apportée par l'ensemble de ces variables. D'autre part, elle permet de découvrir, lorsqu'elles existent, les variables latentes sous jacentes aux variables initiales et de les interpréter. Il ressort de cette analyse qu'aucune composante du capital immatériel n'a quitté la base. Les quatre variables définissant l'immatériel sont retenues pour le reste de l'étude empirique. Mais, il faut souligner qu'un nombre assez important d'items est écarté pour donner plus de fiabilité aux résultats. Après cette purification de données, nous pouvons actuellement présenter la structure finale du modèle de l'offre d'information sur le capital immatériel en terme de variables latentes et d'items. Le tableau ci-dessous récapitule et résume l'architecture du capital immatériel.

Tableau 6. Liste des Variables latentes et des Items Retenus

Variables latentes du capital immatériel	Items retenus
Capital humain	Formation aux produits
	Formation aux techniques de production
	Annonce de recrutement
	Critères de recrutement
Capital relationnel	Renouvellement des achats
	Inscription et valorisation de la marque
Capital organisationnel	Philosophie managériale
	Culture de l'entreprise
	Contrôle qualité
	Environnement
	Processus de management
	Knowledge management

	Présentation du paysage concurrentielle
	Description des avantages que l'entreprise possède
Capital compétitif	Suivie et analyse des mouvements stratégiques des concurrents
	Description des avantages et bénéfices éventuels

L'analyse factorielle confirmatoire:

Arrivant à cette phase, la structure des construits a été identifiée, il convient à présent d'effectuer une analyse factorielle confirmatoire permettant de tester la qualité d'ajustement du modèle de mesure. En d'autres termes, il s'agit du choix d'une procédure de calcul pour vérifier si la structure des échelles de mesures telle que proposée par le modèle exploratoire reproduit au mieux la réalité. Le choix va opposer principalement deux approches : l'approche LISREL (Linear Structural Relationships) basée sur la structure de covariance (Jöreskog, 1970) et l'approche PLS (Partial Least Square) basée sur la variance (Wold, 1985). Compte tenu de la taille de notre échantillon (71 entreprises multinationales), il n'est pas possible d'utiliser un modèle d'optimisation fondé sur les Méthodes d'Equations Structurelles (Chin 1998; Hulland 1999). On peut néanmoins employer une méthode non paramétrique de modélisation causale (Barclay et al., 1995) qui permet d'évaluer la force prédictive du modèle suivant la technique d'optimisation des Moindres Carrés Partiels (PLS). Cette méthode fondée sur la régression des variables latentes ou factorielles n'exige pas les mêmes pré-requis que les méthodes d'équations structurelles en terme du taille de l'échantillon, de normalité des données, d'harmonie et de validation des échelles de mesure (Chin, 1998, 2000).

En utilisant le PLS, la fiabilité des items est examinée par les «loadings» (ou une simple corrélation) des indicateurs de mesures en respectant leurs construits théoriques. En se référant à Chin (1998), les loadings standardisés doivent être supérieurs à 0.707. Si nous considérons que les loadings sont des corrélations, cela implique qu'il y a plus de 50 % de la variance dans la variable observée qui est due au construit. Ainsi, Falk et Miller (1992) relâchent un peu ce seuil et le portent à 0.55. Pour l'ensemble des construits formant notre modèle de mesure, tous les items possèdent un seuil de loadings raisonnable. La majorité est au-dessus de 0.8. Donc la fiabilité des items est démontrée (voir tableau 7).

La validité convergente de chaque construit est assurée si les items de la même variable latente sont fortement corrélées avec celle-ci (Hulland, 1999). Elle consiste à calculer la variance moyenne partagée entre un construit et ses items. On parle alors de la fiabilité du construit ou fiabilité composée. Les chercheurs utilisant le PLS recourent aux mesures suivantes de la validité convergente: alpha de cronback ou la consistance interne développés

par Fornell et Larcker (1981), T de Student, et la variance moyenne extraite (AVE). L'interprétation des valeurs obtenues d'alpha de cronback ou de la consistance interne est similaire. Par conséquent, la directive offerte par Nunnally (1978) peut être adoptée. Il a considéré le seuil de 0.7 comme un record pour une fiabilité composée "modeste" (composite reliability). En calculant la consistance interne, nous nous focalisons sur les valeurs de fiabilité composée développés par Werts et al. (1974). Les mesures de la fiabilité composée fournissent un support additionnel à la fiabilité et à la validité convergente (Khalifa et Cheng, 2002). Après la génération du Bootstrap, toutes les fiabilités composées pour chaque construit sont au dessus de 0.70. Ainsi, tous les construits remplissent la condition de Nunnally (1978). De plus, les valeurs significatives du T de Student de la relation entre la variable observée et le construit assurent la convergence (Anderson et Gerbing, 1988). Suite à un bootstrapping, nous pourrions observer que tous les indicateurs présentent un T de Student significatif ($T > 1.96$). La validité convergente représente la variance commune entre les indicateurs et leur construit. Elle est mesurée par la variance moyenne extraite (AVE) et le seuil acceptable doit être supérieur à 0.5 (Fornell et Larker, 1981). Dans notre modèle, nous remarquons que tous les construits possèdent une valeur de la variance moyenne extraite (AVE) significative. Notons que pour le construit "informations sur les concurrents" nous avons éliminé l'item "interviews" pour dégager un AVE supérieur à la norme. Nous concluons alors la validité convergente de chaque facteur utilisé dans le modèle (voir tableau 8).

Tableau 7: Validité convergente

Construits	Items	Loadings	T de Student	Fiabilité Composée	AVE
Capital formation	Formation aux produits	0.9597	7.7547	0.959	0.921
	Formation aux techniques de production	0.9597	7.3474		
Capital recrutement	Annonce de recrutement	0.9433	19.2600	0.942	0.890
	Critères de recrutement	0.9433	19.2600		
Capital relationnel	Renouvellement des achats	0.8294	21.8070	0.815	0.688
	Inscription et valorisation de la marque	0.8294	21.8070		
Capital process	Philosophie managériale	0.9297	38.3473	0.927	0.864
	Culture de l'entreprise	0.9297	38.3473		
Capital connaissance	Contrôle qualité	0.8493	12.9358	0.825	0.546
	Environnement	0.8099	12.1428		
	Processus de management	0.6112	3.5257		
	Knowledge management	0.6578	4.0801		
Capital	Présentation du paysage concurrentielle	0.7866	3.1369	0.802	0.575

information sur les concurrents	Description des avantages que l'entreprise possède	0.7563	17.3632
	Suivie et analyse des mouvements stratégiques des concurrents	0.7316	5.9370

Le complément méthodologique traditionnel à la validité convergente est celui de la validité discriminante. Il représente l'étendu par lequel les indicateurs de mesure attribués aux variables latentes diffèrent-ils aux autres mesures des autres construits du modèle. La validité discriminante consiste à prouver que la variance partagée entre un construit et ses mesures (AVE) est supérieure à la variance partagée entre deux construits (r^2_{ij}). Dans le contexte du PLS, le seul critère adéquat à la validité discriminante est que le construit doit plutôt partager la plus grande variance avec ses indicateurs de mesure qu'avec les autres construits du modèle donné (Hulland J. 1999). Pour appliquer la validité discriminante, Fornell et Larcker (1981) suggèrent l'utilisation de la variance moyenne extraite (AVE). Cette mesure doit être plus grande que la variance partagée entre le construit et les autres construits du modèle. Ceci peut être démontré dans la matrice de corrélation qui inclue les corrélations entre les construits dans les éléments de la partie gauche inférieure de la diagonale de la matrice, et les valeurs de la racine carrée de l'AVE calculée pour chaque construit tout au long de la diagonale. Pour avoir une validité discriminante adéquate, les valeurs présentées dans la diagonale de la matrice doivent être significativement plus grandes que les éléments en dehors de la diagonale correspondant aux lignes et aux colonnes (Hulland, 1999). Nous présentons la racine carrée de l'AVE et les corrélations entre les construits dans le tableau 8. Ainsi, nous concluons que les données suggèrent qu'il existe une validité discriminante entre les quatre construits.

Tableau 8. Validité discriminante des construits

	Capital formation	Capital recrutement	Capital relationnel	Capital process	Capital connaissance	Capital concurrent
Capital formation	0.959					
Capital recrutement	0.070	0.943				
Capital relationnel	-0.011	0.018	0.829			
Capital process	0.518	0.104	0.429	0.929		
Capital connaissance	0.480	0.634	0.123	0.416	0.739	
Capital concurrent	0.012	0.260	0.427	0.407	0.250	0.758

3.3. Contribution des publications, portant sur le capital immatériel, à l'évaluation des entreprises par le marché financier

Dans ce qui suit, nous essayerons de détailler et comprendre la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation des entreprises multinationales. Pour développer ce travail, nous exposerons les variables qui serviront de base pour la construction de nos modèles empiriques et nous décrivons les données de notre échantillon.

3.3.1. Les données de l'échantillon :

Pour détailler et comprendre la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier et compte tenue de la diversité en terme de pays d'origine sur laquelle repose notre échantillon, nous avons choisi de travailler sur les entreprises multinationales cotées sur le marché britannique. À notre connaissance, aucune étude n'a analysé la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation des entreprises par le marché britannique. Les chercheurs se sont intéressés aux marchés français, américain et taiwanais (Williams, 2003; Bejar, 2007; Sionnier et al., 2007; Wang et Chang, 2008). Notre échantillon est constitué de 71 entreprises multinationales (échantillon déjà étudié pour la construction et la validation d'un instrument de mesure de l'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel) dont 52 sont cotées sur le marché britannique. Nous n'avons pu obtenir que les capitalisations boursières de 41 entreprises multinationales à la fin du mois d'avril 2006. En effet, il convient d'obtenir les capitalisations boursières des entreprises multinationales à la fin du mois d'avril puisque la majorité des rapports annuels des entreprises ne sont pas publiés avant cette date et l'impact de la publication fournie par l'entreprise sur son capital immatériel est, par conséquent, mis en valeur par les investisseurs à la fin du mois d'avril (Wang et Chang, 2008).

Les données boursières des cours sur le marché britannique ont été extraites à partir de la base de données : THOMSON ONE BANKER. Les données comptables ont été extraites des rapports annuels des entreprises pour l'année 2005. Or, les données sur le contenu informationnel des rapports annuels en matière de capital immatériel sont celles obtenues suite à l'application de l'indicateur de mesure et le protocole de validation définis ci-dessous.

3.3.2. Méthodes d'analyse:

Les hypothèses de recherche nous ramènent à proposer trois modèles conceptuels à savoir: le premier modèle permet de vérifier l'impact d'un score global de la publication en matière de capital immatériel sur la perception des investisseurs, le deuxième modèle teste la contribution de la communication sur chaque composante immatérielle à réduire les

asymétries d'informations, lever une partie des incertitudes pesantes sur les opportunités de croissance des entreprises et aider, par conséquent, à leur évaluation d'une manière plus précise et le troisième modèle vérifie la contribution d'une information qui décrit le rôle joué indirectement par le capital humain pour générer des bénéfices futurs dans l'évaluation de l'entreprise par le marché financier.

Pour tester ces modèles, nous avons opté pour une méthodologie quantitative à travers les méthodes d'équations structurelles (MES). Trois catégories de difficultés doivent être résolues au niveau de l'établissement de relations entre les variables.

- Les interactions entre les variables rendent souvent souhaitable de disposer de méthodes permettant de prendre en compte des relations plus complexes que l'explication linéaire d'une variable par un ensemble d'autres (traitée en analyse des données par la régression, ou l'analyse de variance dans le cas de variables explicatives qualitatives) (Wang et Chang, 2005).
- La nature des relations entre les variables : la compréhension de la réalité étudiée rend souhaitable de pouvoir disposer d'interprétation en terme de causalité ou tout au moins de direction de l'influence ; l'analyse statistique ne fournit que des mesures d'association qui seront utilisées pour tester des hypothèses causales pré-établies.
- L'interprétation causale doit se situer au niveau conceptuel des variables latentes et non au niveau empirique des mesures.

Les modèles structurels ont pour objet de représenter des relations complexes au sein d'un ensemble de variables. Sous leur forme traditionnelle (équations simultanées, ou path analysis), ils permettent de résoudre les deux premiers problèmes. Ils contribuent ainsi à la compréhension de la réalité représentée. Deux types de modèles d'équations structurelles existent: l'approche LISREL (Linear Structural Relationships) basée sur la structure de covariance (Jöreskog, 1970) et l'approche PLS (Partial Least Square) basée sur la variance (Wold, 1985). L'approche la plus utilisée est LISREL. En revanche, PLS, moins connue, présente une série d'avantages que nous avons présentés dans la première partie par rapport à la première. Dans le cadre de cette analyse, nous avons recouru à la méthode PLS vu la taille de notre échantillon.

3.3.4. Les résultats des équations structurelles :

Dans le modèle 1, seul le construit «SCORE», qui mesure la publication globale fournie par l'entreprise sur son capital immatériel est utilisé. Le modèle explique 54,5 % de la variance. Le pouvoir explicatif du modèle est amélioré avec l'incorporation du construit mesurant le contenu des rapports annuels en informations qui décrivent les immatériels. L'analyse des

équations structurelles nous permet de vérifier l'impact de la performance comptable sur la valeur boursière de l'entreprise. En effet, l'examen de la relation causale montre que le coefficient associé au lien entre la performance comptable de l'entreprise et sa valeur sur le marché financier britannique est statistiquement significatif à un seuil de significativité 5 % (la valeur du test T DE STUDENT associée à la performance comptable dans le modèle est de 2,3162). L'examen des tests T DE STUDENT nous permet aussi de conclure que ni le secteur d'activité auquel appartient l'entreprise, ni la dimension internationale, ni la zone géographique, ni la taille, ni l'endettement n'influence la valeur des entreprises sur le marché britannique.

Par ailleurs, les résultats obtenus affirment le rôle joué par la publication sur le capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise sur le marché financier ($T = 2,2772 > 1,96$). De plus, l'examen des relations causales montre que le coefficient associé au lien entre la publication sur le capital immatériel et la valeur de l'entreprise est statistiquement significatif. Le pouvoir explicatif du modèle semble acceptable. En effet, les informations fournies par l'entreprise sur son capital immatériel et sa performance comptable expliquent 54,5 % de sa valeur sur le marché financier. Ces résultats obtenus, par l'intermédiaire du logiciel PLS-Graph 3.0 sur un échantillon d'entreprises cotées sur le marché britannique, nous permettent de valider l'hypothèse H1. Nos résultats réaffirment que l'écart qui n'a cessé de se creuser entre la valeur de marché et la valeur comptable montre l'impertinence croissante de l'information financière et encourage les entreprises à améliorer leurs publications non financières en matière de ressources immatérielles (Sveiby, 2000; Lev et Zarowin, 1999; Edvinsson et Malone, 1997). Ceci nous rappelle les apports de Collins et al. (1997), Francis et Schipper (1999) et Wang et Chang (2008). Ils montrent que la communication fournie par l'entreprise sur son capital immatériel permet de réduire les asymétries d'informations, lever une partie des incertitudes pesantes sur les opportunités de croissance des entreprises et aider, par conséquent, à son évaluation d'une manière plus précise

Par ailleurs, le lien de la relation entre la publication sur le capital immatériel et l'évaluation de l'entreprise sur le marché financier apparaît négatif et significatif. Ce signe est contraire à nos attentes mais peut tout de même être expliqué. A notre connaissance, seules les études de Williams (2001) et Sonnier et al. (2007) ont analysé cette relation négative. Sur un échantillon de 31 entreprises cotées sur le marché américain durant la période allant de 1996 à 2000, Williams (2001) stipule que la plus value estimée par les investisseurs diminue suite à une communication d'informations sur les efforts d'innovations et de recherche et développement au sein de l'entreprise. Une telle communication d'information dévoile alors les avantages

compétitifs d'une entreprise ainsi que les démarches mises en œuvre par l'entreprise pour contourner la concurrence. Les apports de Williams (2001) ont été aussi vérifiés par Sionnier et al. (2007). Selon ces auteurs, les dirigeants des entreprises de grande taille semblent réduire le contenu des rapports annuels en matière de capital immatériel afin de maintenir leurs avantages compétitifs. Ceci nous rappelle les constats de Desbrières (1998) et Martory (1998). Ils soulignent qu'il ne peut y avoir de création durable de valeur que si l'entreprise possède un avantage compétitif difficilement imitable par les concurrents. Dans ce sens, les entreprises n'auront pas intérêt à publier les informations qui dévoilent leur politique de différenciation et qui constituent une composante importante de leur capital immatériel.

Les résultats obtenus, dans ce paragraphe, montrent que la communication, dans les rapports annuels d'informations sur le capital immatériel, contribue à l'évaluation des entreprises multinationales sur le marché britannique. Nous avons voulu vérifier cette idée avant tout préalable. Nous pensons, en effet, que si la valeur de l'entreprise sur le marché est influencée par la publication sur le capital immatériel, il serait possible de détailler et comprendre cette influence. En conséquence, l'affirmation de l'hypothèse 1 nous conforte dans les hypothèses 2 et 3. Dans ce qui suit et à travers des équations structurelles, nous essayerons de vérifier ces hypothèses.

Dans le modèle 2, les construits «Comp-hum», «Comp-rela», «Comp-org» et «Comp-conc» qui mesurent les publications portant sur chaque composante du capital immatériel sont utilisées. Ce modèle explique 64,8 % de la variance. L'examen des relations causales montre que le coefficient associé au lien entre la performance comptable de l'entreprise et sa valeur sur le marché financier britannique est statistiquement significatif à un seuil de significativité 5 % (les valeurs des T DE STUDENT associés à la performance comptable est de 2,6005). La revalidation de cette relation, nous permet de conclure à l'importance du rôle joué par la variable performance comptable lors de l'évaluation de l'entreprise. De plus, l'analyse des équations structurelles nous permet de montrer que les investisseurs tiennent compte du niveau d'endettement pour évaluer les entreprises multinationales cotées sur le marché britannique ($\beta = 0.396$; $T = 1.6792$).

Par ailleurs, dans le modèle 2, nous remarquons que seul le construit "Comp-Conc" est significatif au taux $\alpha = 0,05$. Autrement dit, la publication portant sur le capital humain, le capital organisationnel et le capital relationnel ne contribuent pas à l'évaluation de l'entreprise sur le marché britannique. Ainsi, à elle seule la publication des informations qui décrivent les compétences, les connaissances, les expériences des dirigeants n'est pas valorisée par les investisseurs sur le marché britannique. De même, une entreprise qui fournit des informations

sur les éléments liés à la relation de l'entreprise avec ses clients, ne permet pas à ses investisseurs de l'évaluer d'une manière précise. Dans ce sens, Chan et Chang (2005) montre que les bénéfices futurs d'une entreprise ne peuvent être générés, seulement, suite aux processus et outils spécifiques à une organisation et à la culture de l'entreprise. Aussi, à travers cette recherche, nous avons pu montrer que la publication des informations sur le capital organisationnel n'arrive pas seule à répondre aux attentes des investisseurs. En effet, plusieurs entreprises se sont avérées incapables de faire bénéficier le marché d'une recherche et développement réussis, alors que d'autres ont prospéré sans beaucoup de recherche et développement, mais grâce au recours méthodique à leur capital humain et à la promotion de l'innovation au sein de leur organisation (Jaruzelski et al., 2005 ; Wang et Chang, 2005).

Toutefois, la contribution des informations susceptibles d'être publiées par l'entreprise et qui renseignent sur le capital concurrentiel à l'évaluation de l'entreprise est vérifiée ($\beta = 0,458$; $T = 2,5676$). Ce résultat pourrait être expliqué par le fait qu'une publication sur le capital concurrentiel présente les avantages qu'une entreprise possède par rapport à ses concurrents, les moyens mis en œuvre pour contrer la concurrence et maintenir une position concurrentielle dominante (Watson et al., 2005 ; Rothberg et Erickson, 2002). Or, l'entreprise ne serait capable de mettre en valeur cette conception de la notion du capital immatériel, qui vise à dévoiler les synergies devant exister au sein d'une organisation, que lorsqu'elle met en œuvre une bonne gestion de ses éléments humains et organisationnels y compris ses relations avec les clients (Porter, 1985 ; Caby et al., 1996; Teller, 1999 ; Albouy, 1999). En effet, Porter (1985) déclare que c'est par le moyen des activités qu'une entreprise accomplit pour concevoir, fabriquer, commercialiser, distribuer et soutenir son produit qu'elle crée son avantage concurrentiel et ses sources de différenciations et maîtrise, par conséquent, le comportement des coûts.

Certes les informations publiées sur chaque composante du capital immatériel contribuent à l'évaluation de l'entreprise sur le marché financier, toutefois cette contribution ne pourra être valorisée par les investisseurs que lorsqu'elle est créatrice de richesse. Par exemple, les connaissances, les compétences et les expériences des employés ne seront valorisées par les investisseurs que si l'entreprise fournit des informations traduisant leur capacité à améliorer les stratégies managériales et à alimenter l'innovation qui renforce à son tour les relations avec les clients. Ces résultats s'alignent avec les apports de Wang et Chang (2005). Ils ont montré qu'à lui seul le capital humain ne permet pas de créer une richesse et qu'il faut le conjuguer avec les autres éléments immatériels. Ces auteurs ont étudié l'impact direct de chaque composante du capital immatériel (le capital humain, le capital organisationnel, le capital

client et le capital innovation) sur la performance. Ils ont montré que toutes les composantes, à l'exception du capital humain semble avoir un impact direct positif.

Nos résultats expliquent alors le cas de plusieurs entreprises qui possèdent la compétence, le savoirs-faire et l'expérience mais n'arrivent pas à dégager des valeurs ajoutées. Face à de telle situation, les investisseurs ne semblent pas valoriser ce type de communication sur le capital immatériel. Ceci montre la nécessité pour une entreprise de fournir une information qui traduit la capacité du capital humain à construire les éléments organisationnels, relationnels et concurrentiels. En conséquence, nous avons eu la volonté d'étudier la contribution des informations, qui décrivent la capacité du capital humain à générer indirectement des bénéfices futurs, à l'évaluation de l'entreprise.

Dans le paragraphe suivant, nous essayerons de vérifier si l'entreprise est entrain de fournir des informations qui valorisent son processus de création de valeur. A notre connaissance, cette problématique de recherche reste peu représentée et offre un champ de recherche non encore suffisamment exploré. Par ce travail, nous contribuons à l'établissement des normes de communication efficaces, adaptées aux attentes des investisseurs et aux pratiques des entreprises.

Pour vérifier nos hypothèses, nous avons utilisé une approche de l'analyse de cheminement, par l'intermédiaire du logiciel PLS-Graph (version 3.0). Selon Duncan (1966), l'analyse de cheminement est une technique de décomposition des corrélations. Elle est généralement utilisée pour tester des relations des causes à effets. En effet, le troisième modèle que nous espérons étudier dans la partie empirique de ce travail de recherche présente les relations cause à effet entre les publications sur les différentes composantes du capital immatériel. Il est utile de souligner que tous les chemins sont inclus dans la figure (il n'existe pas de chemin de retour), la seule variable exogène est la variable "publication fournie par l'entreprise sur son capital humain" (COMP-HUM), le modèle conceptuel est composé de quatre variables endogènes (la publication portant sur le capital organisationnel, la publication portant sur le capital relationnel, la publication portant sur le capital concurrentiel et la valeur de l'entreprise), chaque variable endogène est expliquée par une ou plusieurs variables. Autrement dit, une variable endogène peut être la cause d'une autre variable endogène, la première variable n'est pas expliquée par d'autres variables du modèle, les relations linéaires entre les variables sont additives. Plutôt qu'une liste de critères d'approches et de résultats, notre modèle constitue un système, c'est-à-dire un ensemble d'éléments qui sont liés entre eux par des relations de cause à effet et qui interagissent dans le temps. La prise en compte de cet

aspect systémique constitue un gage de compréhension des interactions nécessaires entre les différentes approches afin de parvenir à un résultat donné.

En effet, l'atteinte d'une diffusion d'informations pertinentes sur le capital immatériel, du point de vue de la création de valeur ne résultera pas seulement des seuls efforts de chaque composante du capital immatériel, mais sera le fruit d'un ensemble organisé d'actions qui met en valeur la contribution des connaissances et des compétences en possession de chacun des membres d'une organisation ainsi que la capacité de chacun de ses membres à apprendre, à s'adapter et à innover (Edvinsson et Sullivan, 1996; Edvinsson et Malone, 1997, 1999; Bernheim, 1999; Sveiby, 2000; Michaïlesco et Boiteau, 2003).

Le modèle 3 explique 59,9 % de la variance. L'analyse des équations structurelles montre que la dimension internationale, la taille et la performance comptable d'une entreprise sont valorisées par les investisseurs sur le marché britannique.

Pour notre travail de recherche, l'analyse des T DE STUDENT nous a permis de montrer que les entreprises multinationales ne publient pas dans leurs rapports annuels des informations qui décrivent leurs sources de différenciation. L'application d'une telle stratégie permet à l'entreprise de maintenir ses avantages concurrentiels difficilement imitables (Desbrières, 1998; Martory, 1998). Par exemple, la publication des informations sur les efforts d'innovations et de R&D au sein de l'entreprise dévoile les avantages compétitifs d'une entreprise aux yeux de ses concurrents. Par contre, les résultats obtenus (Tableau 11) nous permettent de conclure que les entreprises multinationales publient dans leurs rapports annuels des informations qui:

- décrivent la capacité des connaissances et des compétences en possession de chacun des membres d'une organisation à construire des systèmes de technologies, processus et outils qui sont spécifiques à une organisation, et la culture de l'entreprise,
- mettent en valeur l'ensemble des éléments liés à la relation de l'entreprise avec ses clients (les marques, le service après vente, la réputation) et qui émanent des compétences, savoirs faire et expériences de son personnel,
- valorisent la capacité des systèmes et philosophies managériales à répondre aux attentes des clients et à en attirer de nouveaux.

Les aspects fondamentaux de cette communication d'informations vont de pair avec la gestion des immatériels pour améliorer les décisions d'affectation des ressources et gérer les risques, d'une part et l'identification des compétences, savoirs faire, connaissances et expériences avec des outils de mesure non financière afin de mieux indiquer leur contribution à la création de valeur et à l'exécution de la stratégie, d'autre part. Dans ce sens, Jarell et Easton (1996), Ittner

et Larcker (1996), Lev (1996) et Mavrinac et Siesfeld (1997) déclarent que les mesures de la mise en œuvre de la stratégie, la crédibilité des équipes dirigeante, l'innovation, la part de marché, l'aptitude de l'entreprise à attirer et retenir des personnes qualifiées, le savoir-faire, la connaissance, la satisfaction des clients, les opérations de qualité totale, les programmes de formation du personnel, les politiques sociales ou les projets liés au respect de l'environnement créent de la valeur et sont valorisés d'une manière sensible par les investisseurs.

D'après les résultats obtenus dans le Tableau 10, nous pouvons conclure que les informations publiées par l'entreprise et qui décrivent l'ensemble des connaissances et des compétences en possession de chacun des membres d'une organisation ainsi que la capacité de chacun de ses membres à apprendre, à s'adapter et à innover puisse contribuer à mieux évaluer l'entreprise. Les apports de Meer-Kooistra et Zijlstra (2001), Wang et Chang (2005) et Chen et al. (2005) fournissent un support concis pour ce résultat. Selon ces auteurs, le capital humain constitue le cœur du capital immatériel et la base de la création de valeur. Ils précisent que les connaissances, les compétences et les expériences des employés améliorent les stratégies managériales et alimentent l'innovation qui renforce à son tour les relations avec les clients. Ceci montre qu'à lui seul, le capital humain ne crée pas de valeur et ne génère pas de croissance. Il faut le conjuguer à d'autres facteurs tels que le processus managériale, les stratégies, les laboratoires de recherche et développement, etc. Par exemple, l'investissement dans la formation ne génère de valeur que lorsqu'il est combiné à d'autres facteurs comme l'amélioration des procédés opérationnels et l'existence de systèmes d'information appropriés (Lev et Daum, 2004). A ce sujet, Albouy (1999, p. 86) déclare que « créer de la valeur pour les actionnaires nécessite d'avoir toujours plus de clients satisfaits avec de bons produits, développés par les employés motivés et de qualité, en liaison avec les meilleurs fournisseurs et sous-traitants possibles, tout en respectant les réglementations édictées par les pouvoirs publics. Recruter et retenir les meilleurs ingénieurs ou commerciaux est indispensable pour créer de la valeur. Pour pouvoir y arriver, il convient de leur donner des rémunérations et des conditions de travail attractives. Quant aux clients, inutile de rappeler combien l'entreprise doit être à leur écoute dans une économie de concurrence mondialisée ». De même, Charreaux et Desbrières (1998) et Martory (1998) stipulent qu'il ne peut y avoir de création durable de valeur que si l'entreprise possède un avantage compétitif difficilement imitable par ses concurrents et qui trouve son origine dans les ressources de l'entreprise autres que financières, celles retranscrites dans deux catégories du capital immatériel à savoir: humain (salariés, dirigeants) et relationnel (clients, fournisseurs, etc.). Ils ajoutent que la principale ressource

est celle des hommes car les ressources les plus difficilement reproductibles sont liées au capital humain et aux arrangements organisationnels qui permettent d'instaurer une coopération et un apprentissage organisationnel efficaces: «si une entreprise crée de la valeur, c'est qu'elle est à même de disposer des compétences clefs non facilement imitables, par exemple, d'un savoir-faire spécifique qui trouve sa source dans le capital» (Charreaux, 1998, p. 53).

Par ailleurs, le pouvoir explicatif du troisième modèle ($R^2=59,9\%$) est inférieur au pouvoir explicatif du deuxième modèle ($R^2=64,8\%$). La faiblesse du pouvoir explicatif est, à notre avis, dû au fait que les investisseurs n'arrivent pas à saisir d'une manière précise la capacité des immatériels à générer des bénéfices futurs, dans les rapports annuels des entreprises. Deux cas de figures se présentent : soit que le capital immatériel est mal géré et il n'arrive pas alors à générer des bénéfices futurs, soit que l'entreprise est réticente à la publication des informations qui dévoilent ses opportunités de croissance, ses sources de différences et ses avantages concurrentiels (Williams, 2001; Sionnier et al., 2007).

Tableau 10. Résultats des équations structurelles

		Variable dépendante VAL					
		Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
Hypothèses		β	T	β	T	β	T
SCORE →	VAL	-0,349	2,2772*	-	-	-	-
Comp-hum →	VAL	-	-	0,185	0,7680	-	-
Comp-rel →	VAL	-	-	0,150	0,9036	-	-
Comp-org →	VAL	-	-	-0,371	1,6212	-	-
Comp-conc →	VAL	-	-	0,458	2,567*	-	-
Comp-hum →	Comp-org	-	-	-	-	0,788	8,2081*
Comp-hum →	Comp-rel	-	-	-	-	-0,604	1,762**
Comp-org →	Comp-conc	-	-	-	-	-0,156	1,5024
Comp-rel →	Comp-conc	-	-	-	-	0,064	0,3428
Comp-org →	Comp-rel	-	-	-	-	1,027	3,6781*
Comp-conc →	VAL	-	-	-	-	0,420	1,782**
Secteur d'activité →	VAL	0,107	0,5510	0,035	0,1671	0,123	0,6900
Internationalisation →	VAL	0,201	1,5623	0,201	1,2555	0,246	1,723**
Zone géographique →	VAL	0,090	0,5044	0,152	0,8400	0,105	0,5996
Taille →	VAL	0,298	1,5110	0,298	1,3620	0,347	1,712**
Perf comptable →	VAL	0,254	2,3162*	0,297	2,600*	0,309	2,2605

Endettement → VAL	0,400	1,5766	0,396	1,679**	0,376	1,4824
R ² (Comp-org)	-	-	-	-	0,621	
R ² (Comp-rel)	-	-	-	-	0,399	
R ² (Comp-conc)	-	-	-	-	0,021	
R ² (VAL)	0,545		0,648		0,599	

* Pour $p < 0.05$ basé sur la distribution de Student.

** Pour $p < 0.1$ basé sur la distribution de Student.

VAL, Variable dépendante représentant la valeur de l'entreprise sur le marché financier ; Comp-hum, construit représentant l'étendue de la publication sur le capital humain en 2005 ; Comp-rel, construit représentant l'étendue de la publication sur le capital relationnel en 2005 ; Comp-org, construit représentant l'étendue de la publication sur le capital organisationnel en 2005 ; Comp-conc, construit représentant l'étendue de la publication sur le capital concurrentiel en 2005 ; Sect, variable dichotomique prenant la valeur « 1 » pour les entreprises dont leur activité est basée sur la connaissance et « 0 » sinon ; Dimension internationale, variable de contrôle représentant le nombre de pays d'implantation ; Zone géographique, variable de contrôle prenant la valeur « 0 » pour les entreprises américaines, la valeur « 1 » pour les entreprises européennes et la valeur « 2 » pour les entreprises asiatiques ; Taille, variable de contrôle représentant le total actif de l'entreprise ; Perf Comptable, variable de contrôle représentant le ratio ROA ; Endettement, variable de contrôle représentant le ratio Total des dettes/Stackeholders Equity.

4. Conclusion générale:

L'objectif de la recherche consiste à apprécier le rôle que peut jouer le contenu informationnel fourni par les entreprises multinationales sur leur capital immatériel. Nous avons, en particulier, essayé de détailler et comprendre la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation des entreprises par le marché financier. La démarche suivie pour argumenter cette thèse nous a conduits, dans une première partie, à justifier notre positionnement théorique et à développer nos hypothèses de recherche. Cette première étape nous a orientés vers l'analyse des concepts qui entourent le capital immatériel et l'étude du processus de création de valeur par les composantes du capital immatériel et les théories qui motivent sa publication. La vérification empirique de cette problématique nécessite une définition approfondie des différentes composantes du capital immatériel et la quantification de celui-ci pour pouvoir construire et valider un instrument de mesure et en conséquence apprécier statistiquement sa contribution à l'évaluation de l'entreprise.

L'approfondissement des composantes du capital immatériel fait appel à une méthodologie qualitative pour rendre compte des pratiques des entreprises en matière de communication sur le capital immatériel. Nos résultats à ce niveau nous ont permis de proposer de manière définitive une typologie conceptuelle du capital immatériel pour entreprendre un recueil des données nécessaires à la construction du cadre d'analyse de la recherche. Nous avons voulu

confirmer la liste d'items proposés à une plus grande échelle et explorer le contenu des rapports annuels de 71 entreprises multinationales. Pour garantir un niveau satisfaisant d'objectivité, il nous a semblé préférable d'utiliser un logiciel de concordance.

La méthodologie de validation de l'indice est fondée, dans un premier temps, sur une analyse factorielle exploratoire effectuée sur le logiciel SPSS 11. Dans un second temps, une analyse confirmatoire sera mise en œuvre moyennant le logiciel PLS-Graph pour nous assurer de la structure des mesures proposées par l'analyse factorielle exploratoire, de la fiabilité des échelles et des validités (convergente et discriminante). Ces étapes méthodologiques nous ont amenés à définir un indice de mesure qui identifie la structure de la publication fournie par les entreprises multinationales sur leur capital immatériel autour de quatre branches à savoir : le capital humain composé par le capital formation et le capital recrutement, le capital organisationnel formé par le capital process et le capital connaissance, le capital relationnel, et le capital concurrentiel.

Enfin, nous avons essayé de détailler et comprendre la contribution des publications sur le capital immatériel à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier. Nous avons prouvé, au préalable, que la publication fournie par l'entreprise sur son capital immatériel semble être informative pour le marché financier. Elle semblerait donc limiter les asymétries d'informations et réduire les incertitudes sur la valeur de l'entreprise. Les entreprises adoptent de véritables stratégies de communication financière qui ont un impact sur le contenu des rapports annuels. Les dirigeants des entreprises de grande taille semblent réduire le contenu des rapports annuels en matière de capital immatériel afin de maintenir leurs avantages compétitifs. De même, nous avons apprécié la contribution des informations qui décrivent la capacité des avantages concurrentiels et des démarches de l'entreprise pour contrer les risques concurrentiels et se différencier des autres entreprises du même secteur, à l'évaluation de l'entreprise par le marché financier. Egalement, nous avons montré, à travers une étude de cheminement, que les investisseurs semblent valoriser les informations qui traduisent la capacité des connaissances et des expériences de l'équipe dirigeante à générer des bénéfices futurs. Ainsi, les informations sur les connaissances, les compétences et les expériences des employés ne seront valorisées par les investisseurs que s'ils améliorent les stratégies managériales et alimentent l'innovation qui renforce à son tour les relations avec les clients.

Ces résultats contribuent à plusieurs niveaux aux précédents travaux de la littérature. Ils offrent une conceptualisation du capital immatériel qui émane de la capacité des immatériels à générer des bénéfices futurs. Ils enrichissent les définitions présentes dans la littérature et offrent une nouvelle approche. De plus, le développement d'une mesure de l'étendue de la

publication sur le capital immatériel, dans le cinquième chapitre, contribue à enrichir la littérature abondante des indices de divulgation. Notre travail explique empiriquement l'utilité des informations publiées dans les rapports annuels et qui décrivent la capacité du capital humain à générer des bénéfices futurs pour l'évaluation de l'entreprise. A notre connaissance, aucune étude empirique n'a testé cette hypothèse de signalisation. Ce document apporte aux investisseurs, un moyen pour évaluer les entreprises et leurs possibilités futures de croissance. Il met en évidence le rôle, attribué par le marché financier, aux publications sur le capital immatériel.

Malgré les apports mentionnés, notre recherche présente des limites tant au niveau méthodologique qu'au niveau empirique. Ces limites ouvrent de nouvelles perspectives de recherche. Premièrement, la quantification de la publication fournie par l'entreprise sur son capital immatériel fait appel à une certaine subjectivité. En effet, la notation des entreprises a été effectuée par une analyse de contenu qui nécessite un effort d'appréciation important pour identifier et caractériser les informations publiées par les entreprises. Bien que nous avons, rigoureusement, précisé la méthode de notation des entreprises et tenu compte des impératifs pratiques, l'effet d'apprentissage peut influencer notre appréciation. Une deuxième notation peut être effectuée ultérieurement pour vérifier la stabilité de l'échelle dans le temps. Deuxièmement, nous avons effectué nos analyses empiriques sur un échantillon d'entreprises réduit. L'indisponibilité de certains rapports annuels et la difficulté de la mise en œuvre de la méthode d'analyse de contenu nous ont imposé ce choix. Troisièmement, l'étendue informationnelle des rapports annuels en matière de capital immatériel a seulement été étudiée chez des entreprises matures. Il serait intéressant d'apprécier son pouvoir informationnel pour des entreprises moins matures. Les interrogations et les attentes des investisseurs et plus généralement de l'ensemble des parties prenantes ne peuvent qu'encourager et qu'accentuer ces développements.

Références bibliographiques

- Abdolmohammadi, M. (2005). Intellectual capital disclosure and market capitalization. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), 397-416.
- Abeyskera, I. & Guthrie, J. (2005). An empirical investigation of annual reporting trends of intellectual capital in Sri Lanka. *Critical Perspectives on Accounting*, 16, 151-163.
- Albouy, M. (1999). Théorie, application et Limites de la mesure de la création de valeur. *Revue Française de Gestion*, janvier- février, 81-90.
- Atkinson, Waterhouse & Wells. (1997). A stakeholder Approach to Strategic Performance Measurement. *Sloan Management Review*.
- Bardin, L. (1977). *L'analyse de contenu*. PUF.
- Barnett, B. (2003). *Corporate Disclosure Practices and Stock Price Performance*. London Business School.
- Belkaoui, A. (2003). Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: a study of the resource-based and stakeholder views. *Journal of Intellectual Capital*, 4, (2), 2215-2226.
- Bessieux-Ollier, C. (2002). Les déterminants culturels des choix comptables: le cas des éléments incorporels. Thèse de Doctorat, Cotutelle Université de Genève et Université Paris Dauphine.
- Bozzolan, S., O'Reganm P. & Ricceri, F. (2006). Intellectual capital disclosure (ICD): a comparison of Italy and UK. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10 (2), 92-113.
- Deegam C. & Brown, N. (1998). The public disclosure of environmental performance information: a dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 29 (1), 21-41.
- Castro, G. M. & Lopew-Saez, P. (2008). Intellectual capital in high-tech firms: the case of Spain. *Journal of Intellectual Capital*, 9 (1), 25-36.
- Chen, M. C. & Cheng, S. J. & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (2), 159-176.
- Chin, W. (1998). The Partial Least Squares Approach For Structural Equation Modeling. In Marcoulides, G. A. *Modern Methods for Business Research*, (ed.) Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 295-336.
- Collins, D. & Maydew, E. & Weiss, I. (1997). Changes in the value- Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. *Journal of accounting and Economics*, 24 (1), 39-67.
- Decarolis, D. M. & Deeds, D. L. (1999). The impact of stocks and flows of organizational knowledge on firm performance: An empirical investigation of the biotechnology industry . *Strategic Management Journal*, 20, 953-968.

- Deeds, D. L. & Decarolis, D. M. & Coombs, J. E. (1997). The impact of firm-specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: Evidence from the biotechnology industry. *Journal of Business Venturing*, 12, 31-46.
- Dumay, J. & Tull, J. (2007). Intellectual capital disclosure and price-sensitive Australian Stock Exchange announcements. *Journal of Intellectual Capital*, 8 (2), 236-255.
- Edvinson, L. & Malone, M. (1997). *Intellectual capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*. New York: Harper Business.
- Edvinson, L. & Sullivan, P. (1996). Developing a model for managing intellectual capital. *European Management Journal*, 4 (août), 356-364.
- Escaffre, L. (2002). Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre d'information sur le capital intellectuel. Thèse Université Paris Dauphine.
- Evrard, Y. et al. (2003). *Market: Etudes et Recherche en Marketing*. Les Editions Dunod, Paris.
- Falk, R.F. & Miller, N.B. (1992). A Primer on Soft Modeling, Akron, OH. *The University of Akron Press*.
- Fornell, C. & Larcker, D.F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18, 39-50.
- Fustec, A. & Marois, B. (2006). *Valoriser le capital immatériel de l'entreprise*. Editions. Organisation, Collection. Finance.
- Garcia-Meca, E. (2005). Bridging the gap between disclosure and use of intellectual Capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), 427-440.
- Guthrie, J. & Petty, R. & Johanson, U. (2001). Sunrise in the knowledge economy: Managing, Measuring and reporting intellectual capital. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14 (4), 365-382.
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31 (1-3).
- Hossain, M. & Adams, M. (1995). Voluntary financial disclosures by Australian listed companies. *Australian accounting Review*, 5 (2), 45-55.
- Hulland, J. (1999). Use of Partial Least Squares (PLS) in Strategic Management Research: A Review of Four Recent Studies. *Strategic Management Journal*, 20 (2), 195-204.
- Johannessen, J-A. & Olsen, B. & Olaisen, J. (2005). Intellectual capital as a holistic management philosophy: a theoretical perspective. *International Journal of Information Management*, 25, 151-171.
- Lev, B. & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting and Economics*, 97-108.
- Lev, B. & Daum, J. (2004). The dominance of intangible assets: consequences for enterprise management and corporate reporting. *Measuring Business Excellence*, 8.
- Marois, B. (2003). Le capital immatériel: Application au secteur bancaire français. Recherche préliminaire, Groupe HEC, CR 771/ 2003, ISBN: 2- 85418-771-7.

- Martory, B. (1998). Identification et évaluation des incorporels: principes, constats et pistes de solutions. Dans Performances et comptabilité, Actes du XIX^{ème} congrès de l'AFC, tome 1.
- Mazars & Guérard. (2000). Création de valeur et capital immatériel. Les études du club finance internationale, n° 45, Groupe HEC, novembre.
- Michailescu, C. & Boiteau, C. (2003). La stratégie de communication financière des entreprises: le cas de la diffusion d'information sur le capital immatériel. Papier de recherche.
- Nesta, L. & Saviotti, P. (2006). Firm knowledge and market value in biotechnology. *Industrial and Corporate Change*, 15 (4).
- Peng, T. & Pike, S. & Roos, G. (2007). Intellectual capital and performance Indicators: Taiwanese healthcare sector. *Journal of Intellectual Capital*, 8 (3), 538-556.
- Pierrat, Ch. (2000). *Immatériels et comptabilité*. Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit, Economica.
- Rothberg, H.N. & Erickson, G.S. (2002). Competitive capital: a fourth pillar of intellectual capital?. In Bontis, N. *World Congress on Intellectual Capital Readings*. (ed.), Butterworth Heineman, Woburn.
- Sonnier, B. & Carson, K. & Carson, P. (2007). Accounting for intellectual capital: the relationship between profitability and disclosure. *The Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 12 (2), 3-14.
- Stewart, T. A. (1997). *Intellectual capital: the new wealth of organizations*. New York: Currency/Doubleday.
- Sveiby, K. E. (2000). *Knowledge Management- La nouvelle richesse des entreprises- savoir tirer profit des actifs immatériels de sa société*. Maxima Laurent du Mesnil éditeur.
- Tarondeau, J.C. (2000). Les stratégies fondées sur les savoirs. *L'Art de la stratégie*, 5, 2- 4.
- Wang, J. (2008). Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. *Journal of Intellectual Capital*, 9 (4), 546-563.
- Wang, W. & Chang, C. (2008). The effect of disclosure of intellectual capital and accounting performance on market valuation: evidence from Taiwan's semiconductor industry. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 5 (3/4), 264-278.
- Wang, W.Y. & Chang, C. (2005). Intellectual Capital and performance in causal models: Evidence from the information technology industry in Taiwan. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (2), 222-236.
- Watson, A. & al. (2005). Article in press. *Retailing and Consumer Services*, 12, 25-34.
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, VIII, Janvier.
- Wilbon, A. (1999). An empirical investigation of technology strategy in computer software initial public offering. *Journal of Engineering and Technology Management*, 16, 147-169.
- Williams, S. M. (2001). Is intellectual capital performance and disclosure practices related?. *Journal of Intellectual Capital*, 2 (3), 192-203.