



HAL
open science

Communication financière volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel et sa perception par le marché

Malgorzata Galuszewska Guyot

► **To cite this version:**

Malgorzata Galuszewska Guyot. Communication financière volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel et sa perception par le marché. Gestion et management. Institut National des Télécommunications, 2010. Français. NNT : 2010TELE0005 . tel-00843590

HAL Id: tel-00843590

<https://theses.hal.science/tel-00843590>

Submitted on 11 Jul 2013

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.



**Thèse de doctorat de TELECOM & Management SudParis
dans le cadre de l'école doctorale SDS en co-accréditation avec
l' UNIVERSITE D'EVRY-VAL D'ESSONNE**

**Spécialité :
Sciences de Gestion**

**Thèse présentée pour l'obtention du grade de Docteur
de TELECOM & Management SudParis**

**Par
Malgorzata GUYOT**

**COMMUNICATION FINANCIERE VOLONTAIRE DES SOCIETES
FRANCAISES SUR L'ACTIF IMMATERIEL ET SA PERCEPTION PAR LE
MARCHÉ**

Soutenue le 07.04.2010 devant le jury composé de :

Bernard COLASSE, Professeur des universités, Université Paris Dauphine, Président

Serge EVRAERT, Professeur des universités, Université Bordeaux IV, Rapporteur

Jacques RICHARD, Professeur des universités, Université Paris Dauphine, Rapporteur

Philippe ZARLOWSKI, Professeur à ESCP Europe, Suffragant

Emmanuel HUYNH, Associé NewCap, Suffragant

Madeleine BESSON, Professeure, TELECOM & Management SudParis, Directrice de thèse

Nihel CHABRAK, Maîtresse de conférences, TELECOM & Management SudParis, encadrante

Thèse n° 2010TELE0005

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier :

- ma Directrice de thèse Madame la Professeure Madeleine BESSON pour sa confiance, son soutien, ses conseils et ses encouragements. Sans elle, ce travail n'aurait pas eu lieu.
- mon Encadrante Mademoiselle la Maîtresse de conférences Nihel CHABRAK pour sa grande disponibilité et la qualité de ses réflexions qui m'ont toujours stimulé à aller plus loin.

Mes remerciements s'adressent également aux Messieurs les Professeurs Bernard COLASSE et Jacques RICHARD de l'Université de Dauphine, Serge EVRAERT de l'Université Bordeaux IV et Philippe ZARLOWSKI de l'ESCP Europe qui se sont intéressés à mon travail de recherche et ont accepté de participer au Jury.

Je souhaite également remercier Monsieur Emmanuel HUYNH, Associé de la société NewCap, qui m'a guidé dans mes réflexions dès le début de cette thèse et qui m'a aidé à comprendre les enjeux de mon travail du point de vue d'un professionnel. Je le remercie aussi d'avoir accepté de participer à l'évaluation de cette thèse.

Je tiens également à remercier Loïc MORVAN et Diane BRUNO, Analystes Financiers de la banque Natixis, qui ont pris leur temps pour me former et pour répondre à mes interrogations.

Je souhaite associer à cette thèse Monsieur Eric ROPERT et Mademoiselle Anita LELLU, respectivement Associé et Manager de la société KPMG, qui se sont intéressés à mon travail de recherche et qui ont continué à m'encourager. Leur attention m'a aidé à achever ce travail malgré les contraintes de temps.

Je ne peux pas ne pas mentionner Monsieur Alain MARTEL, à l'époque Directeur des Relations Emetteurs de Nyse Euronext, qui s'est montré très disponible et très ouvert, et qui m'a également aidé à orienter la problématique de thèse au tout début de ce projet.

Enfin, je souhaite remercier ma famille :

- mes parents pour leurs mots d'encouragement et leur confiance,
- ma sœur pour sa bonne humeur et son optimisme,
- mon mari pour son soutien et sa patience tout au long de ces années partagées entre la thèse, le travail, les enfants et le peu de temps qui restait pour lui,
- mes enfants pour les moments de bonheur et de détente entre les chapitres mais aussi pour les moments pendant lesquels elles savaient que « la maman était occupée ».

TABLE DES MATIERES

TABLE DES ILLUSTRATIONS	7
INTRODUCTION	10
1^{ERE} PARTIE : LES PROBLEMATIQUES DE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET DE L'ACTIF IMMATERIEL DANS LA LITTERATURE	15
Chapitre 1 : Définition, caractéristiques et rôle de la communication financière pour les sociétés cotées	16
Section 1 : Communication financière : Définition, caractéristiques et organisation	18
1. Histoire de la communication financière	18
2. Définition de la communication financière	19
3. Organisation de la communication financière	21
4. Interlocuteurs des responsables de Relations Investisseurs	24
5. Rôle des analystes financiers dans la chaîne de communication financière	28
6. Caractéristiques de la communication	29
7. Formes de communication	31
8. Communication financière et Internet	33
Section 2 : Définition et rôle de la communication volontaire	35
1. Communication obligatoire vs communication volontaire	35
2. Définition de la communication volontaire	37
3. Compréhension de la communication volontaire par les partisans de la HME	38
4. Théorie du signal et transparence du marché	38
5. Rôle de la communication volontaire	40
6. Contenu de la communication volontaire	42
7. Associations des professionnels de communication financière	43
8. Utilité en termes de calcul économique	44
9. Pratiques actuelles de communication financière	45
Synthèse	48
Chapitre 2 : Richesse immatérielle : difficultés de définition, de classification et de mesure	51
Section 1 : Histoire, définition et reconnaissance de la richesse immatérielle	52

1.	Histoire de l'actif immatériel	52
2.	Rôle de l'actif immatériel	54
3.	Perception des dirigeants	55
4.	Actif immatériel comme créateur de valeur et facteur de réussite	57
5.	Impact sur le cours boursier	60
6.	Approche comptable de la définition et de la reconnaissance de l'actif immatériel	61
7.	Limites des définitions comptables	71
8.	Définitions non comptables	73
9.	Actif immatériel ou la différence entre valeur comptable et valeur boursière	75
10.	Comparaison des définitions comptables et non comptables	78
	Section 2 : Classification de l'actif immatériel	80
1.	Approches comptables : PCG, IFRS et US GAAP	80
2.	Classifications non comptables	82
3.	Divergences entre les classifications comptables et non comptables	86
	Section 3 : Problèmes de mesure de l'actif immatériel	89
1.	Approches comptables à la mesure de l'actif incorporel	89
2.	Limites de l'approche comptable	92
3.	Approches non comptables	93
4.	Limites des approches non comptables	101
	Synthèse	102
	Chapitre 3 : Importance de la communication financière sur l'actif immatériel et pratiques actuelles des sociétés cotées	104
	Section 1 : Rôle de la communication financière sur l'actif immatériel	105
1.	Vision des sociétés	106
2.	Vision du marché	109
3.	Impact sur le cours boursier : sur-évaluations et sous-évaluations	112
	Section 2 : Pratiques actuelles de communication sur l'actif immatériel	116
1.	Niveau de communication sur actif immatériel	116
2.	Contenu de la communication	117
3.	Facteurs déterminants	120
	Synthèse relative à la communication financière des entreprises sur l'actif immatériel	123

**2EME PARTIE : ETUDES EMPIRIQUES DE LA COMMUNICATION VOLONTAIRE
SUR L'ACTIF IMMATERIEL ET DE SA PERCEPTION PAR LE MARCHE 129**

Chapitre 1 : Thèmes de communication financière volontaire et évolution dans le temps	
: Analyse de contenu	130
Section 1 : Méthodologie de l'étude	132
1. Etude qualitative : analyse de contenu des communiqués de presse	132
2. Terrain de recherche	135
3. Source des données	137
4. Période d'analyse	137
5. Echantillon	138
6. Règles de lecture	140
7. Classification des messages	142
8. Fiabilité de l'analyse	148
Section 2 : Résultats et discussion	149
1. Résultats préliminaires	149
2. Premières observations	150
3. Synthèse préliminaire	161
4. Analyse de l'intensité de communication par facteurs déterminants	162
5. Evolution de la communication dans le temps (2001 – 2005)	169
Synthèse de l'analyse descriptive des communiqués financiers	173
Chapitre 2 : Facteurs déterminants de la communication sur la richesse immatérielle :	
Analyse Factorielle de Correspondances	175
Section 1 : Objectif et méthodologie de l'étude	175
1. Objectif de l'étude	175
2. Variables d'analyse	176
Section 2 : Résultats et discussion	178
1. Relation entre la communication et le secteur d'activité	178
2. Relation entre la communication et la taille	186
Synthèse des analyses factorielles	195
Chapitre 3 : Perception de la communication par les analystes financiers : l'observation participante	197
Section 1 : Méthodologie de l'étude	199

1. Types de l'observation participante	199
2. Rôle du chercheur et terrain de recherche	202
3. Sources de données	203
4. Période d'analyse	204
5. Limites de l'étude	204
Section 2 : Résultats et discussion	206
1. Fonctionnement du pôle et métier d'analyste financier	207
2. Premières impressions	208
3. Journée d'un analyste financier	209
4. Attentes des traders et gérants de portefeuille	211
5. Rôle de l'actif immatériel dans le travail de l'analyste financière	212
Synthèse de l'observation participante	222
CONCLUSION GENERALE	224
Annexe 1 : Exemple des bonnes, neutres et mauvaises nouvelles	229
Annexe 2 : Description des indicateurs de performance immatérielle	242
Bibliographie	246

TABLE DES ILLUSTRATIONS

Figure 1 :Destinataires de la communication financière	22
Figure 2 : Fréquence des échanges entre les responsables des RI et leurs interlocuteurs	24
Figure 3 : Importance de la communication en fonction de sa forme	32
Figure 4 : Facteurs de création de valeur selon les dirigeants	56
Figure 5 : Illustration graphique de la conception de la valeur boursière	77
Figure 6 : Evolution des Paradigmes de Valeur	94
Figure 7 : Modèles de mesure de l'actif immatériel	95
Figure 8 : Structure type d'un communiqué financier	150
Figure 9 : Nature des messages publiées dans le temps	157
Figure 10 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 1 et 2)	181
Figure 11 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 1 et 3)	182
Figure 12 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 2 et 3)	183
Figure 13 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 1 et 2)	189
Figure 14 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 1 et 3)	190
Figure 15 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 2 et 3)	191
Tableau 1 : Immobilisations incorporelles reconnues comme des actifs selon les référentiels américain et européen	81
Tableau 2 :Classification de l'actif immatériel par Sveiby (1986)	83
Tableau 3 : Classification de l'actif immatériel par Edvinsson (1991)	84
Tableau 4 : Classification de l'actif immatériel par Roos (1997)	85
Tableau 5 : Comparaison des classifications comptable et non comptable de l'actif immatériel	86
Tableau 6 : Méthodes d'évaluation de l'actif immatériel	97
Tableau 7 : Indicateurs de la richesse immatérielle dans le modèle IC-index de Roos	97
Tableau 8 : Indicateurs de la richesse immatérielle dans le modèle Skandia Navigator	98

Tableau 9 : Domaines d'analyse de la richesse immatérielle dans le modèle Technology Broker	99
Tableau 10 : Messages immatériels retenus dans l'analyse de contenu	143
Tableau 11 : Nombre de communiqués analysés par année	149
Tableau 12 : Nombre de messages immatériels et financiers par année	153
Tableau 13 : Fréquence des messages sur l'actif immatériel identifiés lors de la lecture	154
Tableau 14 : Répartition des nouvelles publiées en fonction de leur nature	155
Tableau 15 : Nature des nouvelles publiées par année	157
Tableau 16 : Publication des indicateurs quantitatifs de la richesse immatérielle	158
Tableau 17 : Longueur de communiqués en fonction de leur nature	160
Tableau 18 : Longueur de communiqués en fonction de la nature de messages	161
Tableau 19 : Répartition de l'échantillon par taille	165
Tableau 20 : Répartition de l'échantillon par secteur d'activité	165
Tableau 21 : Répartition de l'échantillon en fonction de la cotation à l'étranger	165
Tableau 22 : Nombre moyen de communiqués par société selon sa taille	166
Tableau 23 : Leaders de communication (nombre de communiqués sur la période d'analyse)	167
Tableau 24 : Nombre moyen de communiqués par société selon son secteur d'activité	168
Tableau 25 : Nombre moyen de communiqués par société en fonction de sa cotation à l'étranger	169
Tableau 26 : Evolution des thèmes de communication dans le temps	170
Tableau 27 : Codification des messages	176
Tableau 28 : Codification des secteurs d'activité	177
Tableau 29 : Codification des compartiments de taille	177
Tableau 30 : Tableau de contingence : message – secteur d'activité	178
Tableau 31 : Valeurs propres et % de variance : message – secteur d'activité	179
Tableau 32 : Contribution des points-lignes : message – secteur d'activité	179
Tableau 33 : Contribution des points-colonnes : message – secteur d'activité	180
Tableau 34 : Tableau de contingence : message - taille	186
Tableau 35 : Valeurs propres et % de variance : message - taille	187
Tableau 36 : Contribution des points-lignes : message - taille	187
Tableau 37 : Contribution des points-colonnes : message - taille	188
Équation 1 : Calcul de l'Economic Value Added selon Stern Stewart & Co	100

INTRODUCTION

La communication financière sur l'actif immatériel est un sujet très complexe que l'on peut situer à la frontière de la finance, de la communication et de la psychologie. Une bonne communication sur ce thème demande la connaissance des indicateurs financiers, la compréhension du fonctionnement du marché boursier, la conscience du rôle de la richesse immatérielle et enfin la maîtrise de techniques de communication. Le message transmis au marché financier doit être non seulement clairement formulé et parlant mais aussi il doit porter un contenu qui attire l'intérêt de la communauté financière.

Nous avons décidé d'étudier cette problématique dans toute sa complexité en essayant de comprendre d'une part comment les sociétés communiquent et d'autre part comment le marché perçoit cette communication. Pour bien comprendre les enjeux de ces activités de communication sur l'actif immatériel, il faut tout d'abord se familiariser séparément avec les notions de la communication financière et de l'actif immatériel.

La littérature définit la communication financière comme un échange d'informations entre l'entreprise et les publics concernés - externes et internes-, c'est-à-dire les actionnaires, les partenaires commerciaux, les créanciers, les employés et les clients. L'essentiel de la communication financière destiné au marché financier dont les principaux participants sont les banques, les actionnaires, les investisseurs, les médias et les analystes financiers. Ces derniers jouent un rôle privilégié sur le marché car ils sont des intermédiaires entre les sociétés et les investisseurs.

Dans les activités de communication, nous pouvons distinguer celles imposées par la loi et celles qui expriment la volonté de l'entreprise. Ce deuxième type de communication, appelé communication volontaire, a pour objectif d'assurer plus de transparence. Les partisans de la théorie du signal attribuent à cette communication un rôle primordial dans les efforts de diminution de l'asymétrie informationnelle inévitable sur le marché financier. Les chercheurs (Barry et Brown, 1986 ; Dumontier et Raffournier, 1998 ; Martinez et Saboly, 2003) constatent qu'une bonne communication financière permet de diminuer les coûts d'agence, préserver la confiance du marché et décourager les concurrents potentiels.

Rose et Thomsen (2004) évoquent l'argument du calcul économique qui doit constituer la base pour les décisions concernant la communication volontaire. Le contenu des messages

doit être adapté aux besoins du marché pour que ces activités rapportent des bénéfices au moins égaux aux dépenses engagées.

La revue de littérature permet de constater que les sociétés actuelles sont conscientes du rôle primordial d'une bonne communication financière (Mavrinac et Blitz, 1998). Cependant, des lacunes dans l'organisation interne empêchent parfois d'assurer un dialogue permanent et transparent (Mottis et Zarlowski, 2003).

La deuxième notion, l'actif immatériel, est défini dans la littérature comme une source d'avantages futurs qui n'a pas de forme matérielle (Lev et al., 2001). Cette richesse immatérielle a fait l'objet de textes comptables et d'études non comptables. Les définitions, classifications et approches de la mesure comptable apportent des réponses standardisées et comparables entre les sociétés. Cependant, ces méthodes ne permettent pas d'inclure tous les éléments immatériels, tels que le capital humain, la réputation ou le savoir-faire. En revanche, les approches non comptables présentent des solutions très complexes et adaptées à la nature de l'actif immatériel. Néanmoins, leur lourdeur de mise en œuvre a découragé la plupart des sociétés de les mettre en œuvre. Ainsi, la comparabilité des données entre les entreprises n'est pas leur point fort.

Malgré tous ces problèmes de mesure, le marché déclare reconnaître la richesse immatérielle comme une source non négligeable de création de valeur (Arthur, 1997 ; Michalisin et Whyte, 2000 ; Sveiby, 2001). En parallèle, de nombreux travaux de recherche démontrent un impact significatif et positif de l'intensité de l'actif immatériel au sein de la société sur les performances boursières (Hirschey, 1982 ; Siesfield, 1997 ; Rindova et Kotha, 2001). Cette conscience du rôle important de l'actif immatériel perçu par le marché boursier incite les entreprises à communiquer sur ce thème.

De nombreuses études ont abordé le thème de la communication financière sur l'actif immatériel. Les sociétés y voient plusieurs avantages, tels que la confiance du marché tellement déséquilibrée après les scandales financiers de l'année 2000 (Mir et Khanchel, 2003). Afin de pouvoir fournir des données plus détaillées sur la richesse immatérielle, certaines sociétés ont mis en place des systèmes de reporting et de gestion adaptés tels que Future Oriented Reporting ou Value Based Management. Le marché déclare apprécier ces efforts de communication volontaire sur l'actif immatériel et en exprime le besoin (Deegan et Rankin, 1997 ; Ittner et Kalafut, 2000 ; Bolton, 2003).

En revanche, les études sur les pratiques actuelles de communication sur l'actif immatériel démontrent que les sociétés ne sont pas toujours prêtes à fournir les données demandées. Michailesco (1999) concluent que les sociétés se limitent souvent à un contenu qualitatif et positif dans leurs messages. Cela remet en cause la transparence du discours et ne permet pas au marché de valoriser les actifs de manière précise. D'autre part, les travaux de recherche démontrent également que le marché reste fidèle aux ratios traditionnels d'analyse de performance tels que l'EBIT, le BFR et le ROE. Ces indicateurs ne permettent pas d'intégrer les données sur la richesse immatérielle.

En revanche, les recherches sur l'intensité de communication permettent de conclure que la communication sur l'actif immatériel varie en fonction de la taille et du secteur d'activité des sociétés (Raffournier, 1995 ; Entwistle, 1999 ; Lang et al, 2003 ; Chavent et al, 2004).

Les résultats de ces études et les problématiques qui en ressortent nous incitent à entreprendre ce projet de recherche qui vise à mieux comprendre la communication financière des sociétés sur l'actif immatériel.

Nous souhaitons analyser la communication volontaire car c'est ce type de communication qui est essentiellement consacrée à la richesse immatérielle. Ce choix nous incite à nous focaliser sur les communiqués de presse qui, contrairement aux rapports annuels, sont la preuve d'une volonté de la part des sociétés. Puisque la structure de communiqués de presse n'est pas réglementée et délibérée, à notre connaissance, ce terrain n'a jamais été étudié dans la littérature, nous optons pour une étude exploratoire qui nous permettra de mieux visualiser cette communication dans toute sa complexité.

Grâce à une analyse de contenu, nous allons identifier les thèmes qui sont présents dans la communication des sociétés françaises. Nous allons également essayer de confirmer la thèse de la dominance d'un contenu qualitatif et positif. Ensuite, nous allons confirmer les résultats de cette étude exploratoire grâce à une analyse quantitative des facteurs déterminants la communication. Pour cela, une analyse factorielle des correspondances nous permettra de constater si le contenu de la communication sur l'actif immatériel varie entre les sociétés de tailles différentes et provenant de divers secteurs d'activité. Cette partie complétera les recherches existantes concernant les relations entre les caractéristiques de sociétés et l'intensité de communication.

Enfin, nous souhaitons analyser la question du côté non pas de l'entreprise mais de celui du marché. Une expérience professionnelle dans un bureau d'analystes financiers au sein d'une grande banque d'investissement nous permet, grâce à la méthode d'observation participante, de comprendre comment les analystes perçoivent la communication des sociétés et si celle-ci correspond à leurs besoins.

Ainsi, la thèse est organisée en deux parties. La première sera consacrée à la revue de littérature et la formulation de la problématique. La deuxième partie aura pour objectif de présenter la méthodologie et les résultats de nos différentes études empiriques.

La première partie est composée de trois chapitres. Dans le premier chapitre, nous présentons la notion de communication financière. La première section est consacrée à l'exposé du contexte historique de ces activités et à la définition de l'organisation de la communication financière au sein des sociétés. Ensuite, nous présentons les interlocuteurs et le rôle des responsables de la communication ainsi que les caractéristiques de la communication financière et ses formes. La deuxième section aura pour objectif d'introduire la notion de la communication volontaire. Nous présentons son rôle et son utilité selon les partisans de la théorie du signal. Dans ce cadre, une revue de littérature concernant le rôle de la communication volontaire, son utilité en termes de calcul économique et les pratiques actuelles des sociétés cotées est exposée.

Le deuxième chapitre présente l'histoire de l'actif immatériel et aborde la problématique de son rôle. Nous présentons à cet effet, la perception de cette richesse immatérielle par les dirigeants et par le marché et abordons de façon succincte son impact sur la valorisation boursière. Ensuite, nous exposons les problèmes liés à la définition, la classification et la mesure de l'actif immatériel et comparons les approches comptables et non comptables.

Le troisième chapitre a pour objectif d'analyser la question de la communication financière sur l'actif immatériel. Une première revue de littérature sur le rôle de la communication financière sur l'actif immatériel permet d'analyser par la suite l'impact de cette communication sur les performances boursières. Elle est suivie par une deuxième revue de littérature concernant les pratiques actuelles des sociétés cotées. Dans ce cadre, nous abordons les notions d'intensité de communication et de contenu. Enfin, nous présentons une réflexion

à partir des recherches existantes sur les facteurs déterminants l'intensité de communication. Ce travail conduit à formuler la problématique de notre étude

La deuxième partie porte sur l'étude empirique et ses résultats. Elle est subdivisée en trois chapitres.

Le premier chapitre présente la première étude consacrée à l'analyse de contenu des communiqués de presse des sociétés. Le deuxième chapitre présente l'analyse factorielle des correspondances. Le dernier chapitre présente nos observations réalisées lors du stage dans le bureau d'analystes financiers. Dans chaque chapitre, nous présentons d'abord la méthodologie, notre terrain de recherche, la nature et les sources des données exploitées ainsi que la période d'analyse. Ensuite, nous présentons les résultats, les conclusions et les éventuelles pistes de prolongement.

**1^{ERE} PARTIE : LES PROBLEMATIQUES DE LA COMMUNICATION FINANCIERE ET
DE L'ACTIF IMMATERIEL DANS LA LITTERATURE**

Chapitre 1 : Définition, caractéristiques et rôle de la communication financière pour les sociétés cotées

L'histoire de la communication financière commence au début du XIX siècle. Au début elle porte principalement sur des données financières. Avec le temps, son contenu s'enrichit et les relations avec les destinataires de cette communication deviennent de plus en plus importantes.

A la fin du XX siècle, la communication financière est destinée à plusieurs publics tels que les clients, les fournisseurs, les banques et le marché boursier. Ce dernier reste le destinataire privilégié car il a un impact non négligeable sur les performances boursières de l'entreprise et par là-même sur sa création de valeur. Parmi les différents acteurs du marché boursier, les analystes forment un groupe particulièrement important car avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans les années 90, leurs analyses influencent de plus en plus les comportements du marché.

Les analystes suivent attentivement la communication des sociétés cotées quelle que soit sa forme. Ils apprécient particulièrement les présentations, les rapports annuels et les communiqués de presse. Ils y recherchent des données précises et chiffrées sur les performances des sociétés. Plus ces données sont fiables et transparentes, plus leurs prévisions sont justes.

Afin de satisfaire les besoins des analystes financiers, les sociétés cherchent à dépasser le cadre obligatoire de la communication. Cette communication volontaire a pour objectif de fournir des données complémentaires nécessaires pour formuler des prévisions, préserver la crédibilité du management, renforcer l'image de la société et ainsi baisser le coût du capital. Cependant, l'utilité de la communication financière est perçue différemment par deux théories qui sont abordées dans notre travail. Les partisans de l'Hypothèse de Marché Efficient suggèrent que le marché est totalement transparent et tout effort de communication est inutile car toutes les données sont déjà accessibles sur le marché. Cette approche est, en revanche, critiquée par les partisans de la théorie du signal qui croient dans l'asymétrie informationnelle entre le management et le marché. Les dirigeants tentent de réduire cette asymétrie en émettant des signaux sur la performance de la société, c'est-à-dire en assurant une communication financière de bonne qualité. Le fonctionnement actuel du marché semble

privilégier cette deuxième théorie. De nombreuses études ont démontré que la communication volontaire a des impacts significatifs et positifs sur l'image et la performance de la société. Ainsi, afin de développer les meilleures pratiques de communication, les entreprises concentrent des efforts et fondent de nombreuses associations de professionnels de la communication financière. Cependant, selon la logique économique, ces efforts et les coûts engagés dans la communication doivent se justifier par les avantages attendus suite à cette communication. Par conséquent, les sociétés devraient estimer les coûts et les bénéfices et bien comprendre quelle information est déjà disponible. Afin de ne pas engager des coûts inutiles, la communication doit viser les domaines où il existe réellement une asymétrie sur le marché.

Toutes ces réflexions théoriques amènent à s'interroger sur l'état actuel de la communication financière. Est-ce que les sociétés présentes sur le marché sont conscientes de ce rôle important de la communication financière ? Est-ce qu'elles connaissent les besoins des destinataires de cette communication ? Et enfin, est-ce qu'elles sont en mesure de répondre à ces besoins ? Pour répondre à ces questions, nous tentons dans ce chapitre de mieux comprendre la communication financière, ses enjeux ainsi que son rôle.

La première section est consacrée à la définition et l'organisation de la communication financière. Nous rappelons le contexte historique de la communication pour ensuite la définir dans son état actuel. Nous présentons l'organisation de la communication financière au sein de la société, des publics auxquels elle est destinée avec une attention particulière portée aux analystes financiers. Enfin, nous exposons les caractéristiques et formes de la communication.

La deuxième section a pour objectif de montrer la différence entre la communication obligatoire et la communication volontaire qui fera l'objet de notre étude. Nous exposons les deux théories qui traitent le problème de l'utilité de la communication : la théorie des marchés efficients et la théorie du signal. Ensuite, nous expliquons le positionnement de notre travail. A cet effet, nous présentons les résultats des travaux antérieurs analysant le rôle de la communication volontaire. Après une brève description des associations réunissant les professionnels de la communication financière, nous nous interrogeons sur son utilité. Enfin, nous exposons l'état actuel de la communication et cette revue de littérature nous permettra de donner quelques réponses aux questions listées ci-dessus.

SECTION 1 : COMMUNICATION FINANCIERE : DEFINITION, CARACTERISTIQUES ET ORGANISATION

1. Histoire de la communication financière

Au début du XIX siècle, la presse financière est l'un des principaux supports d'information financière. L'ensemble des données réglementées est regroupé sous le terme de publicité financière. Elles restent sommaires et se limitent généralement aux cours de bourse. L'emploi du terme publicité financière n'a pas le même sens que l'on rencontre aujourd'hui.

Le verbe *publier* est emprunté au latin *publicare*, dérivé lui même de *publicus* qui signifie "rendre (quelque chose) propriété de l'Etat" et "rendre public". Ce n'est que plus tard qu'il désigne le "fait d'exercer une action sur le public à des fins commerciales". La publicité financière avait un rôle purement informationnel, et non commercial comme pourrait le faire croire l'utilisation du terme publicité. Au début du XIX siècle ce transfert d'information n'a pas été réglementé. Cependant, avec le temps, le partage d'informations par les entreprises est devenu générateur de conflits. D'un côté, les associés exigeaient la transparence. De l'autre, la concurrence saisissait chaque information pour en tirer des avantages (Boizard et Parléani, 1995). Par conséquent, le 24 juillet 1867 la première loi sur la diffusion de l'information financière a été créée.

Avec le temps la publicité financière s'est transformé en "marketing financier" qui mettait l'accent sur l'aspect relationnel de l'activité. Le verbe *communiquer*, quant à lui, a été emprunté au latin *communicare* qui signifie d'abord "avoir part, partager", et se rapproche donc du sens présent du verbe communiquer à savoir "être en relation avec". La relation devient donc une composante clé de la communication financière.

A partir du 24 juillet 1966, le droit de l'information des associés et des actionnaires se développe considérablement dans les textes de la loi. Le passage de la simple publicité financière (faire le strict minimum en termes de diffusion d'informations financières) à la communication financière au milieu des années quatre-vingt, se traduit par un changement de la nature des informations diffusées par les sociétés.

Ainsi, à partir du milieu des années 1980, l'utilisation de l'expression de communication financière se généralise, venant se substituer à celle de publicité financière, le rôle de l'aspect relationnel se renforce davantage.

Dès le début des années 90, l'environnement économique a fortement stimulé le développement de la communication financière. L'importance de cette communication s'est renforcée les dernières années avec la montée en puissance des fonds d'investissement dans les capitaux d'entreprises (Davis, Thompson, 1994). Les raisons de cette évolution sur le marché de capitaux ont été multiples :

- libéralisation et globalisation des marchés,
- privatisation massive dans la plupart des pays,
- évolution démographique conduisant à la constitution d'une épargne retraite privée,
- création d'organismes de placement collectif, etc.

Suite à ces évolutions, les rôles des différents acteurs du marché financier ont été redéfinis. L'attention des entreprises s'est réorientée vers l'actionnaire institutionnel ce qui a conduit aux échanges d'information plus détaillés et plus précis. Les analystes financiers sont devenus de véritables intermédiaires dans ce processus informationnel. Au milieu des années 1980, nous avons vu émerger la fonction Relations Investisseurs, d'abord aux Etats-Unis et ensuite en France dans les années 1990. Ces cellules sont aujourd'hui responsables de la communication avec les investisseurs, les analystes, la presse et tout tiers intéressé par l'activité de la société.

D'une façon générale, depuis quelques années, l'information communiquée au marché par les sociétés cotées françaises et étrangères est plus fréquente et plus riche. La nouvelle réglementation comptable (et notamment les normes IFRS) oblige les sociétés cotées à faire des efforts considérables en matière d'information financière. Cette évolution illustre la quête contemporaine de transparence. On parle aujourd'hui de la transparence fiscale, transparence bancaire, transparence politique, transparence environnementale, transparence de gestion et enfin transparence financière, c'est-à-dire de la communication financière des entreprises ou plus globalement transparence des marchés financiers.

2. Définition de la communication financière

Aujourd'hui, le terme omniprésent de communication financière est le plus souvent associé au transfert d'informations de la société vers la communauté financière, c'est-à-dire, les analystes et les actionnaires. Cependant, est-ce que cela représente le vrai rôle de la communication financière ?

Dans les publications et les discussions sur la communication financière, on rencontre trois termes différents :

- Reporting,
- Communication Financière,
- Relations Investisseurs.

Le point commun de ces trois termes est le transfert de données. Cependant, il ne s'agit pas uniquement de transférer l'information vers le marché. Une communication réussie consiste également à échanger les données en interne et à demander le retour sur l'information publiée.

Le **reporting** est un processus de transfert de données financières et non financières au sein de l'entreprise et vers l'extérieur.

Le reporting est habituellement basé sur les procédures préalablement définies et les informations sont présentées sous la forme d'indicateurs ou de tableaux de bord. L'ensemble des données concernées potentiellement par les procédures de reporting est très vaste. Par exemple, le reporting peut comprendre le transfert des données confidentielles entre les départements de vente ou de marketing. Les bonnes pratiques de reporting interne contribuent fortement aux résultats de la société. La société consciente de ses performances à tous les niveaux d'activité est potentiellement plus capable d'améliorer ses résultats qu'une société avec des échanges de données en interne plus limités. Une bonne qualité de reporting interne constitue une base solide pour une communication externe performante.

La **communication financière** est un processus interactif qui vise l'échange d'information entre l'entreprise et les publics concernés : externes et internes, c'est-à-dire, les actionnaires, les partenaires commerciaux, les créanciers, les employés et les clients.

Contrairement à l'interprétation très fréquente du terme « communication financière », cet échange d'information est destiné non seulement aux actionnaires mais aussi aux banques et autres organismes de financement, aux fournisseurs, aux clients actuels et futurs, aux lobbies et aux organisations environnementales. La communication financière est également destinée aux employés qui souhaitent s'informer sur la performance de la société pour laquelle ils travaillent. Une bonne communication interne avec les employés a souvent un effet stimulant car elle donne au personnel la possibilité de participer à l'activité de la société.

Malgré le terme « communication financière », ce processus ne devrait pas être limité uniquement aux flux de données financières. Aujourd'hui, l'information non financière est

très appréciée par le marché. Une communication riche aide à renforcer l'image et la crédibilité de la société auprès des participants du marché. Elle impacte également la performance boursière de la société, ses relations avec les banques, ses capacités d'endettement, sa réputation auprès des clients, ses ventes et, enfin, ses relations avec les fournisseurs en déterminant son pouvoir de négociation de contrats.

Relations Investisseurs est un terme plus précis. Il décrit la partie de la communication financière destinée aux actionnaires, aux analystes et à la presse financière. C'est une partie extrêmement importante car sa qualité détermine la perception de la société par les actionnaires et les autres observateurs du marché financier. Par conséquent, elle impacte fortement sa valorisation boursière. Puisque la création de valeur pour les actionnaires est un objectif majeur de chaque société, la fonction Relations Investisseurs doit être confiée aux personnes compétentes ayant une bonne connaissance de l'activité de la société, de son historique et de sa situation financière.

Le terme Relations Investisseurs correspond donc à la signification la plus souvent évoquée de la communication financière, c'est-à-dire, les échanges de données avec les actionnaires et les analystes et c'est sur cette partie de la communication financière que nous allons nous concentrer dans cette étude.

3. Organisation de la communication financière

Le processus de communication financière commence au sein de l'entreprise. Des échanges permanents d'information en interne permettent d'obtenir des données fiables et précises sur la performance de l'entreprise et d'informer les employés sur les résultats passés et la stratégie future. La source et le facteur clef de succès de la communication financière est donc la qualité de la communication interne. L'approche de partage d'information au sein de la société permet d'améliorer les performances en interne et de renforcer l'image auprès des observateurs externes.

Les coopérations entre les départements et les échanges de données devraient être standardisés et intégrés dans le travail quotidien. Cela est particulièrement important dans le cas de la communication sur l'actif immatériel. Par exemple, la société qui ne transmet pas de données entre le département des ressources humaines et le département financier ne pourra pas inclure les indicateurs concernant les efforts de formation ou l'ancienneté du personnel

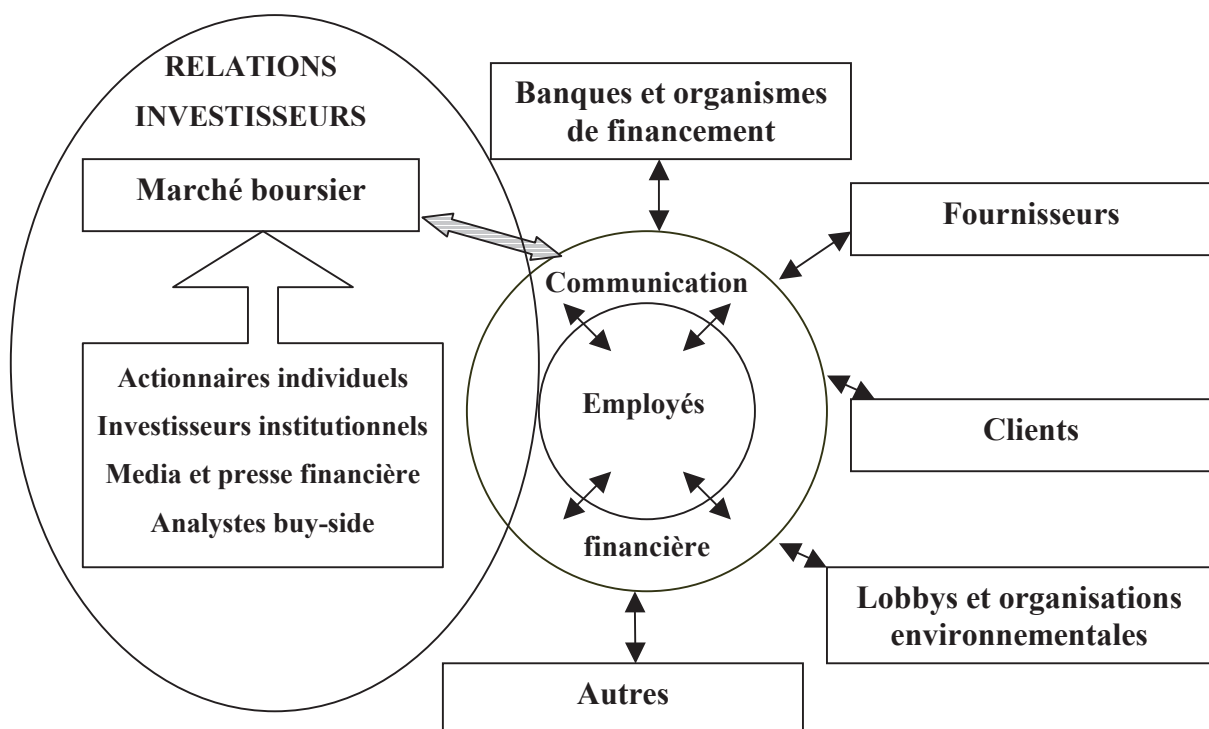
dans le rapport annuel. En outre, une entreprise qui ne centralise pas de données internes a moins de chances de faire participer les employés à l'activité de l'entreprise. Le personnel qui n'est pas informé sur les réussites, les échecs, les forces et les faiblesses de sa société sera moins motivé et moins fidèle vis-à-vis de son employeur. Beaucoup d'études ont démontré que l'esprit de participation renforce la motivation des employés.

Ainsi, les pratiques de communication devraient être acceptées à tous les niveaux de l'organisation. Les données ne devraient pas être uniquement sollicitées par la direction (mécanisme pull) mais aussi fournies volontairement par les employés opérationnels (mécanisme push).

Plus intenses sont les interactions internes, plus complète est l'information fournie au marché.

La Figure 1 présente l'organisation de la communication financière et les publics concernés par ces échanges.

Figure 1 : Destinataires de la communication financière



Atkinson et al, (2003) soulignent la nécessité pour l'entreprise de comprendre, d'évaluer et de gérer simultanément ses relations avec les parties prenantes (fournisseurs, clients, employés) afin d'atteindre ses objectifs globaux de performance.

Selon l'étude de Lopater et Burel (2001), les publics les plus intéressés par les données diffusées sont :

- les investisseurs et les actionnaires - 80%,
- les banquiers - 60%,
- les salariés - 51%,
- les clients et les fournisseurs - 22%,
- les collectivités publiques - 9%.

Les interactions avec les banques et les organismes de financement permettent de négocier plus facilement les conditions de financement. Les fournisseurs sont prêts à signer des contrats plus avantageux pour l'entreprise s'ils ont une vision claire de son activité, de sa santé financière, de sa performance et de ses perspectives. Les clients sont incités à payer plus pour des produits d'une société renommée même si la qualité n'est pas supérieure à la moyenne sur le marché. Aujourd'hui, on observe aussi une tendance des entreprises à s'orienter vers la gestion socialement responsable. Il est de plus en plus fréquent que les responsables de communication financière soient en contact avec les lobbies, communautés locales et organisations environnementales.

Une fois l'information fournie, l'entreprise devrait solliciter un feedback (une opinion sur le travail effectué) de la part de ses interlocuteurs. Cet élément extrêmement important permet de comprendre si le choix de données fournies correspond aux besoins du marché et si le contenu de messages est en ligne avec ses attentes. Malheureusement, cette phase est souvent ignorée par les entreprises. Ittner et Kalafut dans leur article « *Measuring the future. The value creation index* » (2000) démontrent qu'il existe un décalage entre les attentes du marché et le contenu des messages publiés. Si les responsables de communication financière ne sont pas suffisamment informés des besoins du marché, la communication est moins efficace.

Comme nous l'avons indiqué dans le paragraphe précédent, le marché financier est le destinataire privilégié de la communication financière car une bonne perception de cette

communication par les acteurs du marché aide les entreprises à maximiser leurs performances boursières. Ces interactions nous intéressent particulièrement dans notre étude.

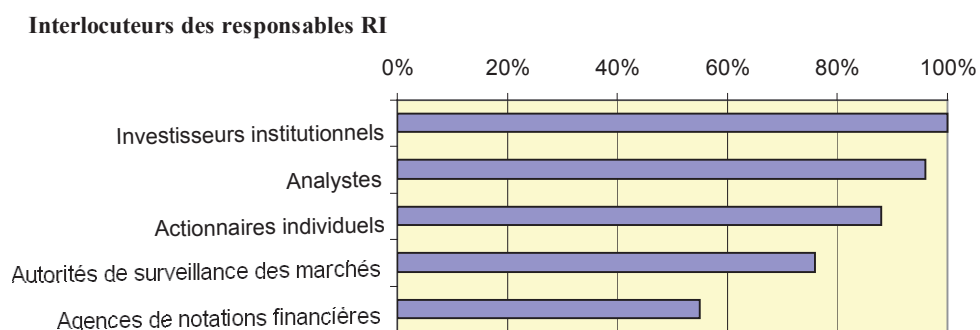
4. Interlocuteurs des responsables de Relations Investisseurs

Les départements de Relations Investisseurs sont confrontés aux publics suivants :

- Actionnaires individuels et actionnariat salarial,
- Investisseurs institutionnels,
- Media et presse financière,
- Management, Etat etc,
- Analystes financiers.

La Figure 2 représente les résultats de l'étude de Mottis et Zarlowski (2003) qui porte sur la fréquence des interactions de responsables de Relations Investisseurs avec les différents groupes d'interlocuteurs.

Figure 2 : Fréquence des échanges entre les responsables des RI et leurs interlocuteurs



Nous allons maintenant nous interroger sur les attentes et les caractéristiques de chaque groupe d'interlocuteurs.

4.1. Actionnaires individuels

Les actionnaires individuels sont parfois appelés les petits porteurs car le volume de leur investissement est relativement bas. Ce type d'actionnaires fonde ses opinions sur les communiqués de presse, les rapports annuels et toute autre information accessible au public,

aujourd'hui disponible aussi sur Internet. Ils ne demandent pas de contact régulier avec l'entreprise. En revanche, ils participent à des « roadshows » qui leur sont destinés et sont souvent très fidèles vis-à-vis l'entreprise.

L'étude de NASDAQ menée en 1997 sur le marché américain démontre que le nombre d'actionnaires individuels a augmenté de manière importante dans les années 90. Avec l'accès de plus en plus vaste aux sources électroniques d'information financière, ces actionnaires font leurs décisions d'investissement tous seuls. En même temps, l'étude démontre qu'une grande partie d'actionnaires individuels n'a pas de compétences de base en finance et en gestion. En moyenne, leur expérience en analyse de données financières est relativement faible par rapport à celle des analystes. Ils apprécient les prévisions de bénéfices et des perspectives.

Certains actionnaires individuels confient parfois leur portefeuille à un courtier. Les entreprises dont la part des actionnaires individuels est significative essaient d'assurer de très fortes relations avec les courtiers et ainsi de renforcer la stabilité de ce groupe d'actionnaires. Les comportements des actionnaires individuels indépendants peuvent être parfois irrationnels.

L'entreprise peut également développer l'actionnariat salarial en encourageant ses employés à acheter les actions. Dans ce cas là, la communication doit être également orientée vers les aspects sociaux de l'entreprise.

La communication visant les actionnaires individuels est habituellement plus chère et nécessite plus de temps. En revanche, l'actionnariat individuel bien développé prouve que l'entreprise adopte une approche amicale vis-à-vis de ses investisseurs et fait beaucoup d'efforts afin de satisfaire leurs besoins.

4.2. Investisseurs institutionnels (buy-side)

La puissance d'un investisseur institutionnel correspond en moyenne à la puissance de plusieurs milliers d'actionnaires individuels. Ainsi, les investisseurs institutionnels s'intéressent plutôt aux grandes entreprises car le niveau de liquidité des petites sociétés n'est pas suffisant pour leurs portefeuilles.

Ce sont surtout les professionnels des institutions financières, telles que les assurances vie, les fonds de retraite ou les fonds d'investissement. Ces investisseurs sont souvent accueillis lors de rendez-vous individuels. Les responsables des Relations Investisseurs doivent assurer la

communication régulière auprès des principaux investisseurs et les mettre en relation avec les dirigeants aux moments décisifs. La communication avec les investisseurs institutionnels doit être personnalisée selon leur profil (investisseurs actifs, passifs). Cela permet de leur fournir les données qu'ils attendent et en même temps à leur témoigner de l'intérêt.

Parmi ces actionnaires, on note les investisseurs des organismes de placement collectif qui utilisent les produits dérivés (hedge funds). Dans la mesure où ils ont accès à toute l'information disponible sur le marché et possèdent de grandes compétences en mathématiques et en finance, ils peuvent jouer contre le marché.

Les grandes entreprises séparent souvent le service de communication avec les actionnaires individuels et avec les investisseurs institutionnels. Les compétences et les attentes des deux groupes sont différentes et la spécialisation permet de mieux satisfaire leurs besoins.

Les investisseurs institutionnels demandent beaucoup de données purement financières. Par conséquent, les rapports annuels des entreprises avec un actionnariat institutionnel développé sont souvent très brefs et ne contiennent pas beaucoup d'information sur l'actif immatériel.

4.3. Media et presse financière

De bons contacts avec les journalistes financiers sont très importants pour une bonne communication financière. Certaines entreprises demandent des conseils auprès des consultants en relations publiques afin d'assurer la publication fréquente des articles consacrés à leur activité. Cela permet de mieux faire connaître l'entreprise ainsi que de renforcer son image.

La presse est un groupe intermédiaire qui possède plus de compétences professionnelles en finance que les actionnaires individuels mais moins que les institutionnels. Selon Ettredge et al, (2002), les journalistes sont les plus fréquents utilisateurs de l'Internet et sont particulièrement intéressés par les rapports annuels, les dernières nouvelles et les interviews. Ils cherchent les informations sur les prévisions de bénéfices et les facteurs déterminant la situation actuelle. Leur demande en explications est plus forte que celle des actionnaires individuels.

La presse est également intéressée par tous les messages destinés aux actionnaires. De plus, les journalistes apprécient toute sorte de discours de management écrits ou filmés.

4.4. Autres participants

Parmi les autres participants du marché, on peut distinguer :

- Consultants en corporate finance (notamment en fusions et acquisitions)
- Maisons de courtage

Les contacts avec les maisons de courtage permettent de gagner de nouveaux investisseurs. Il est préférable d'être en contact avec plusieurs maisons car certaines institutions ne se concentrent que sur la base de clients déjà existante. Cela est particulièrement important pour les petites sociétés.

- Consultants en Relations Investisseurs

Les consultants aident les entreprises à communiquer et à renforcer leur image notamment lors d'une crise ou d'une fusion. Ils donnent également des conseils sur le positionnement stratégique, l'application de nouvelles technologies dans les processus de communication ainsi que sur l'activité quotidienne. Dans certains pays comme le Royaume Uni, ce rôle est confié aux courtiers.

- Enregistreurs

Les enregistreurs suivent les changements dans l'actionnariat, comptent les votes lors des assemblées générales et fournissent le service logistique nécessaire pour assurer le suivi quotidien d'activité.

- Concepteurs et imprimeurs des rapports annuels et de la littérature financière de la société

- Auditeurs

Les auditeurs certifient les comptes et s'assurent de l'exactitude de l'information financière transmise au marché.

- Consultants en loi

- Fournisseurs d'information

Sur le marché britannique, des fournisseurs primaires d'information sont censés obtenir toute information importante de la part de l'entreprise concernée et la transmettre aux fournisseurs secondaires, tels que Bloomberg ou Reuters.

- Etat
- Analystes financiers

Le rôle de ce groupe d'interlocuteurs est devenu plus important avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels et leur demande d'informations. Dans le paragraphe suivant, nous allons décrire le statut particulier des analystes financiers sur le marché boursier.

5. Rôle des analystes financiers dans la chaîne de communication financière

Avec la montée en puissance des investisseurs institutionnels, les analystes financiers ont commencé à avoir un impact non négligeable sur l'information transmise au marché. Leurs interprétations et leurs analyses des données publiées par les sociétés déterminent les décisions des investisseurs, notamment professionnels, qui représentent une forte majorité en valeur sur les marchés de capitaux.

La communauté des analystes est composée des deux groupes : analystes buy-side et analystes sell-side. Les analystes sell-side sont rattachés aux banques d'investissement et les analystes buy-side aux institutions gérant de portefeuille. Les analystes sell-side sont plus nombreux et attendent beaucoup d'attention de la part des responsables des Relations Investisseurs. Une grande entreprise a habituellement environ une vingtaine d'analystes qui s'intéressent à son activité alors qu'une petite société peut avoir du mal à en trouver un. Les opinions exprimées par les analystes sell-side sont susceptibles de fortement influencer les décisions de certains actionnaires individuels et surtout des investisseurs institutionnels. Par conséquent, la satisfaction des besoins des analystes en matière d'information est dans l'intérêt de chaque société.

Les analystes buy-side jouent un rôle moins important puisque leurs opinions ont moins d'impact sur les réactions du marché. Ils sont engagés par une institution et leurs commentaires n'influencent que les décisions de cet établissement.

Les analystes sont spécialisés en fonction du secteur d'activité et de la taille des sociétés. La plupart des analystes se concentre sur les grandes sociétés car elles attirent plus d'investisseurs. Certains analystes se spécialisent toutefois dans les PME (small/mid caps). Parfois, les petites entreprises peuvent également profiter de l'intérêt de la part des autres analystes sell-side, quand, par exemple, leur secteur d'activité est à la mode.

Les analystes sell-side communiquent avec les traders et les gérants de portefeuille afin de leur présenter les résultats des analyses et les recommandations d'achat ou de vente suite aux événements survenus sur le marché (publication de résultats, nouvelles concernant la société suivie, mauvais climat sur le marché etc.). Les analystes buy-side et les gérants de portefeuille visent le long terme et leurs recommandations changent moins souvent.

Les contacts de l'entreprise avec les analystes sell-side visent à rapprocher le consensus de marché et les résultats trimestriels, semestriels ou annuels. Cela permet d'éviter la publication de profit warnings qui sont souvent mal perçus par le marché.

La confiance entre l'entreprise et les analystes sell-side est très importante pour la qualité des prévisions et la transparence de l'entreprise sur le marché. Parfois, même avant de publier les prévisions, les analystes comparent leurs pronostics avec les prévisions de la société. Cette pratique n'est pas tout à fait correcte du point de vue réglementaire car la loi insiste sur l'égalité d'accès à l'information. Cependant, elle permet de diminuer la volatilité des cours boursiers due aux erreurs de jugement de la part des analystes. Cela est surtout valable pour les petites sociétés.

Les analystes apprécient également toute sorte de renseignement pratique, tel que le numéro de téléphone ou la date de conférence. Puisque la rapidité d'accès aux données est un élément crucial dans leur travail ils souhaitent être avertis par mail de toute nouveauté. En revanche, ils sont prêts à consacrer beaucoup de temps aux analyses approfondies. L'information qui leur est destinée devrait être objective et chiffrée.

De manière générale, les interactions des sociétés avec les analystes doivent être régulières et suffisamment fréquentes. En revanche, lors des échanges très intenses, il est parfois difficile de garder la cohérence du discours. Néanmoins, Marvac (2002) a démontré que les publications plus fréquentes ne sont pas perçues comme une menace à la crédibilité si le discours est cohérent avec la stratégie à long terme. Par conséquent, les entreprises essaient d'aligner leurs publications périodiques avec leurs objectifs stratégiques à long terme. Cette cohérence est très importante pour les investisseurs et permet de renforcer la transparence de la société.

6. Caractéristiques de la communication

Nous avons remarqué dans les paragraphes précédents que chaque groupe d'interlocuteurs a son besoin en matière de communication. Et, nous nous sommes donc interrogés sur les caractéristiques d'une communication compréhensible et utile et avons effectué une première recherche parmi les études existantes. Malheureusement, nous n'avons pas pu trouver d'études qui nous aideraient à récapituler les caractéristiques d'une communication efficace.

Par conséquent, nous avons décidé de partir à la recherche des informations sur le terrain et nous avons interrogé des professionnels de la communication financière et de la finance de marché sur leur perception de la communication financière. Nous avons pu rencontrer huit professionnels de la finance qui ont accepté d'échanger avec nous sur le sujet de l'actif immatériel:

- deux directeurs du service Relations Investisseurs (banque, société de service IT),
- deux consultants en communication financière,
- deux experts en évaluation,
- un gérant de portefeuille,
- un responsable Relations Emetteurs.

Les entretiens ont eu un caractère très ouvert et très libre. Les entretiens semi-directifs étaient organisés autour des thèmes suivants :

- Niveau de communication de la part de sociétés,
- Formes de présentation des données,
- Organisation interne au sein de sociétés (pour les besoins de communication financière),
- Perception de données par la communauté financière.

Les entretiens se sont déroulés entre octobre 2004 et octobre 2005.

L'ensemble de la communauté financière déclare que l'information transmise au marché doit être claire, honnête et pertinente. Ces trois caractéristiques ont été communes pour tous les discours et semblent cruciales pour assurer la transparence et une juste valorisation de sociétés.

Les interlocuteurs interviewés ont, par ailleurs, évoqué les facteurs suivants d'une communication efficace :

- pertinence de l'historique
- prévisibilité,
- évolution lisse et « long-termiste »,
- disponibilité et contacts réguliers,
- dialogue et compréhension,
- écoute des besoins des investisseurs.
- données chiffrées,
- brièveté mais exhaustivité.

L'exhaustivité de l'information augmente la transparence de la société et protège le marché de l'impact négatif des éventuelles rumeurs. La concurrence très agressive expose chaque entreprise à des rumeurs qui, selon leur importance, peuvent mener à des pertes plus ou moins significatives. Par ailleurs, l'adoption de bonnes pratiques de communication permet de prévenir des éventuelles crises.

La communication de crise constitue une partie significative du travail des responsables des Relations Investisseur. Chaque société est exposée à un nombre important de facteurs externes qui ne peuvent pas être maîtrisés.

Une crise peut survenir suite à un scandale, une rumeur ou bien à des circonstances inattendues qui ne dépendent pas de l'entreprise. La préparation et la capacité à réagir permettent de prévenir des pertes significatives en termes de valeur mais aussi en termes d'image et de réputation.

Nous avons pu observer lors des dernières années, à quel point une crise peut être néfaste pour les entreprises. Une réaction immédiate et le pouvoir d'explication peuvent atténuer les répercussions d'une crise. En revanche, un manque de compétences en gestion de situations imprévues a déjà mis plusieurs entreprises en faillite.

Aujourd'hui, lorsque l'économie est très dynamique et l'environnement extrêmement hostile, la richesse des entreprises réside dans leur capacités à gérer des situations imprévues.

Une société perçue comme stable, crédible et transparente aura plus de chances de survivre à une crise car le marché restera plus confiant dans son discours. Ainsi, le travail quotidien de communication claire et honnête est une première étape dans la gestion d'une crise éventuelle.

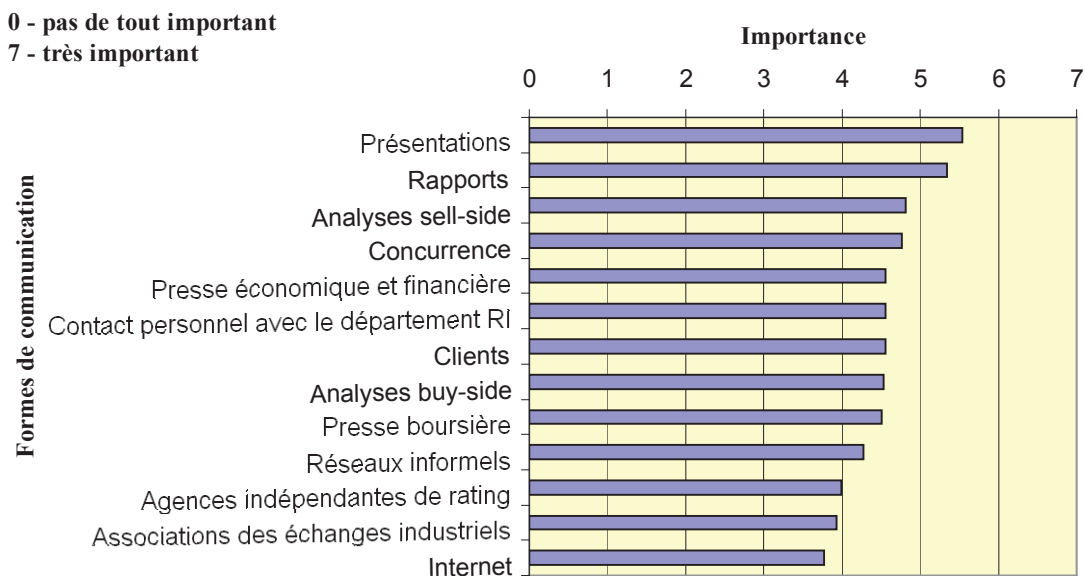
7. Formes de communication

Après la réflexion sur les caractéristiques d'une bonne communication financière, nous nous sommes interrogés sur ses formes. La revue de littérature nous a permis de constater que les messages peuvent être transmis sous différentes formes. Selon le type d'actionnaire et ses attentes, les données sont fournies par l'intermédiaire de :

- Présentations préliminaires (prévisions des résultats et des perspectives),
- Assemblées générales,
- Réunions avec les analystes et investisseurs,
- Communiqués de presse,
- Réunions locales avec les actionnaires,
- Roadshows (présentations dans des régions différentes pour les courtiers et les actionnaires individuels),
- Rapports annuels,
- Sites RI et communication électronique,
- Conférences téléphoniques.

Selon l'étude d'Ernst&Young (1998) sur les sources d'information, les actionnaires accordent plus ou moins d'importances aux messages selon la forme de communication. La Figure 3 présente les résultats de cette analyse

Figure 3 : Importance de la communication en fonction de sa forme



Les résultats de cette étude démontrent clairement que les présentations constituent la source la plus appréciée par la communauté financière. Le rapport annuel ressort en deuxième position.

Les rapports annuels sont habituellement assez volumineux. Les analystes et les investisseurs privilégient les formes plus abrégées qui abordent les points principaux de l'activité et des perspectives à venir communiqués dans le rapport annuel. Le rapport annuel joue souvent un rôle de support pour retrouver des informations spécifiques non incluses dans les présentations de sociétés.

Le rôle du rapport annuel est cependant très important. On peut y retrouver toute sorte d'information sur l'activité et les perspectives de la société. Puisque les états financiers ne fournissent pas de données suffisantes pour estimer la valeur de l'entreprise, le rapport annuel complète les résultats chiffrés par des données qualitatives. Le contenu du rapport annuel peut

varier en fonction des sociétés mais son cadre est pré-établi. Certaines sociétés produisent des rapports très brefs dont la partie la plus vaste est toujours consacrée aux résultats financiers. Selon une enquête de PricewaterhouseCoopers (2002), seulement 63% des sociétés sont prêtes à fournir l'information sur les risques encourus et uniquement 36% le font actuellement.

L'étude d'Ernst & Young met également en évidence le rôle de la presse économique et financière. Dans la presse, nous retrouvons les articles des journalistes mais aussi les communiqués de presse publiés par les sociétés elles-mêmes. Les communiqués de presse sont souvent publiés à l'occasion de différents événements que la société veut faire connaître au marché. Les thèmes abordés concernent fréquemment l'actif immatériel.

En dehors du volume, la principale différence entre un rapport annuel et un communiqué de presse est liée à l'aspect volontaire de la publication. Chaque société cotée est obligée de publier un rapport annuel. Selon ses objectifs, elle peut enrichir son contenu avec des données non obligatoires. En revanche, la décision de publier un communiqué de presse est toujours volontaire et démontre la motivation de la société à transmettre plus de données au marché. Par ailleurs, le coût lié à la publication doit, a priori, se justifier par les avantages attendus du fait de cette communication. En suivant la logique économique, nous pouvons supposer que les sociétés qui publient les communiqués de presse souhaitent satisfaire les besoins du marché en données non financières et non obligatoires.

Aujourd'hui, tous les communiqués de presse et rapports annuels sont accessibles sur Internet. Cette évolution des modes de transmission de données financières a engendré des débats quant à l'accessibilité de l'information. Nous allons discuter de cette problématique dans le paragraphe suivant.

8. Communication financière et Internet

Dans les années 1990 et 2000, les professionnels et les chercheurs évoquaient la notion de la discrimination des investisseurs non équipés d'une connexion Internet. L'enquête menée en 1998 auprès des investisseurs américains a démontré que 96% de répondants étaient connectés au réseau ou espéraient l'être dans l'avenir proche et 86% l'utilisaient pour trouver des informations financières. Aujourd'hui, le problème d'accessibilité est pratiquement inexistant.

Ettredge et al. (2002) constatent que l'Internet est un outil très précieux pour la communication financière qui permet de transmettre des données sous une variété de formats,

tels que les communiqués de presse, les graphiques, les discours ou les films à un coût peu élevé. L'envoi de rapports annuels sous format électronique permet de baisser considérablement les coûts d'impression et d'affranchissement ainsi que le temps que les responsables de communication passent au téléphone en répondant aux questions répétitives de la part des investisseurs.

Dans la littérature et presse professionnelle, on évoque toujours quelques problèmes liés à la communication en ligne :

- la facilité du site et du contenu (rapidité de la recherche),
- la fiabilité des données (cohérence, précision),
- l'exhaustivité (données brutes, profondeur de l'historique),
- la praticité (ergonomie, présentation claire, données imprimables et téléchargeables).

Cependant, avec plus de 10 ans d'expérience dans le domaine, les sociétés commencent à bien gérer ces problèmes et les données en ligne sont la source la plus pratique pour la grande majorité d'investisseurs et d'analystes. Tous les communiqués sont disponibles sur Internet et ainsi le coût de cette forme de communication volontaire a considérablement baissé.

Dans la deuxième section, nous allons nous focaliser sur la définition et le rôle de cette communication volontaire ainsi que sur son état actuel.

SECTION 2 : DEFINITION ET ROLE DE LA COMMUNICATION VOLONTAIRE

1. Communication obligatoire vs communication volontaire

Tout d'abord, nous allons parcourir le cadre réglementaire de la communication financière pour mieux comprendre quel type d'information doit obligatoirement être communiqué au marché.

La source principale des informations concernant la communication obligatoire des sociétés cotées est le Règlement Général de l'AMF. L'article 221-5 de l'Arrêté du 1^{er} septembre 2005 de ce règlement précise les obligations de publication suivantes:

- bilan,
- compte de résultat,
- un tableau indiquant les variations des capitaux propres,
- un tableau des flux de trésorerie,
- une annexe.

Il est également précisé que le tableau de variations des capitaux propres doit comprendre les éléments suivants :

- résultat net,
- nouvelles émissions, cessions, retraits d'actions (mouvement sur capital),
- acquisitions d'actions propres (rachat d'actions),
- dividendes,
- variations de change.

Depuis l'année 2002, de nouvelles obligations de communication ont été imposées aux sociétés cotées. En 2002, les marchés financiers ont été fortement affectés par la création aux Etats-Unis de la loi Sarbanes-Oxley. Cette loi concerne la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et la protection des investisseurs. Il s'agit d'une loi fédérale imposant de nouvelles règles sur la comptabilité et la transparence financière. Elle fait suite aux différents scandales financiers révélés dans le pays aux débuts des années 2000, tels qu'Enron et Worldcom. Le texte est couramment appelée loi Sarbanes-Oxley, du nom de ses promoteurs les sénateurs Paul Sarbanes et Mike Oxley. Ce nom peut être abrégé en SOX, Sarbox, ou SOA.

Cette loi a été à l'origine d'une réflexion européenne sur les obligations de communication en matière de gouvernement d'entreprises et de contrôle interne. Les règles de cette communication ont été renforcées pour les sociétés cotées qui sont désormais obligées de publier un rapport du président du conseil d'administration ou de surveillance sur le contrôle interne. Ce rapport doit notamment décrire les procédures de contrôle interne et de « gestion des risques » mises en place par la société en détaillant notamment celles qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière pour les comptes sociaux et, le cas échéant, pour les comptes consolidés. L'objectif de ce rapport est donc de rassurer les actionnaires quant à la fiabilité de l'information financière produite par la société.

En dehors de cette communication régulière, l'article 4 du Règlement 98-07 produit par la COB (devenue AMF) précise que *« tout émetteur doit, le plus tôt possible, porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative : sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier, ou sur le cours du contrat à terme ou de l'instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé mentionnés à l'article 1er. Toutefois, il peut prendre la responsabilité de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité »*.

Cela signifie que l'entreprise doit communiquer toute information 'prix-sensitive' et cette communication ne peut pas être sélective.

Pour assurer une bonne diffusion des informations communiquées, l'AMF précise dans l'article 222-10 que toute information doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué dont l'auteur s'assure de la diffusion effective et intégrale et que l'AMF doit recevoir au plus tard au moment de sa publication. Il existe une base de communiqués créée par l'AMF, disponible sur Internet, où sont publiés tous les communiqués reçus par l'AMF.

La revue des textes publiés par l'AMF, nous permet de constater que la loi encourage surtout la publication des données financières. Les documents obligatoires sont les états financiers, le tableau de variation des capitaux propres, les annexes (qui précisent notamment les choix et méthodes comptables), les informations concernant les mouvements des titres (acquisitions, cessions, nouvelles émissions) et enfin le rapport sur le contrôle interne, ce dernier ayant pour

objectif de démontrer que le traitement des données financières au sein de la société est fiable. Les textes introduisent également la notion de l'information « prix-sensitive » qui n'est pas définie de manière précise laissant uniquement entendre qu'il s'agit des données ayant un impact significatif sur le cours boursier.

Cependant, dans tous les textes analysés, nous ne trouvons pas de paragraphes concernant les données sur l'actif immatériel. Le cadre réglementaire à aucun moment ne fait référence aux avantages des bonnes pratiques de communication sur la richesse immatérielle.

Par conséquent, la communication volontaire vient compléter ce cadre réglementaire et concerne notamment les données non exigées par les autorités du marché financier. La communication volontaire a donc pour objectif d'enrichir les données disponibles sur le marché. Il s'agit souvent de données non financières et notamment celles liées à l'actif immatériel. Dans le paragraphe suivant, nous allons essayer de définir cette communication volontaire à travers les résultats de quelques études.

2. Définition de la communication volontaire

Guimard (2007) constate : « ... la communication financière est un des reflets de la culture de l'entreprise dans la mesure où elle dépasse les seules données objectives obligatoires en choisissant de mettre en avant certains thèmes plutôt que d'autres. Ce faisant, la société poursuit des objectifs précis, qui ne peuvent que s'inscrire dans une perspective à long terme, mais qui peuvent aussi évoluer avec le temps. »

Selon Farragher et al, (1994), les responsables des Relations Investisseurs dans des entreprises définissent leur travail comme la livraison au bon moment de l'information exacte et complète. L'information porte sur les fondements de l'entreprise et ses perspectives pour l'avenir. Ils constatent que la qualité des prévisions faites par les analystes est déterminée par la qualité de la communication de la part des sociétés.

Michaïlesco et Sranon-Boiteau (2001) expliquent le processus de communication. L'information diffusée est l'intersection entre la demande externe, la volonté de la société et l'organisation interne d'échange d'informations. Les contraintes des structures internes sont matérialisées par l'organisation comptable (Gibbins et al, 1992). Ensuite, l'information à diffuser aux tiers fait l'objet d'une certification par le cabinet d'audit et d'une approbation par l'assemblée des actionnaires. Les responsables RI peuvent également contribuer à l'éducation

des dirigeants et de l'ensemble des employés et à la création d'une culture de communication interne.

Nous pouvons donc conclure que la communication volontaire est perçue par les chercheurs comme une partie de la culture de la société et comme un processus complexe de transmission de données importantes au marché. Cependant, la littérature nous propose deux approches à l'interprétation du rôle de cette communication. D'une part, il faut mentionner les partisans de l'Hypothèse de Marché Efficient qui considèrent tout effort de communication comme inutile. D'autre part, nous avons les partisans de la théorie du signal qui retrouvent dans la communication financière la volonté du management de réduire l'asymétrie informationnelle, inévitable sur le marché boursier. Nous allons nous focaliser sur ces deux approches dans les paragraphes suivants.

3. Compréhension de la communication volontaire par les partisans de la HME

Selon l'Hypothèse de Marché Efficient (HME) développée par Fama (1965), dans un marché suffisamment large où la dissémination de l'information est immédiate, comme c'est le cas du marché boursier, les acteurs du marché ont toutes les données nécessaires pour prendre des décisions raisonnables et justes.

En essayant de défendre cette hypothèse, Kim et Farragher (1981) explique que la communication volontaire réalisé dans le cadre du travail de service des Relations Investisseurs consiste à retransmettre l'information déjà accessible sous une forme modifiée. Il juge les tentatives de 'vente' de l'entreprise aux investisseurs inutiles du point de vue économique. La concertation des efforts sur l'amélioration de la performance opérationnelle est considérée beaucoup plus bénéfique. Ceci est d'autant plus vrai que la valeur boursière de la société peut être affectée par les facteurs indépendants, tels que la conjoncture économique et l'attractivité des autres options d'investissement.

Cependant, les opposants de cette approche défendent le rôle de la communication financière volontaire et évoquent la théorie du signal.

4. Théorie du signal et transparence du marché

La théorie du signal se fonde sur la conviction que l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses actionnaires. En émettant des signaux, l'entreprise communique sa situation financière, sa performance globale et ses perspectives futures. Afin d'assurer une bonne perception de ses messages, la société doit faire preuve de crédibilité dans son discours. Ainsi, une politique de communication honnête et efficace est nécessaire. Les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Selon cette théorie, le marché sanctionne des signaux erronés et des tentatives de dissimulation de données. L'accent est mis sur la perception de la société par la communauté financière qui se construit grâce aux pratiques de communication. Cette perception ne reflète pas toujours la situation objective.

La théorie du signal impose la transparence. En latin, *trans parere* signifie « paraître à travers », le sens propre de transparence est identifié au 14^e siècle. Les usages contemporains reposent tous sur l'idée que le discours, qu'il soit littéral ou composé de chiffres, permet de « voir à travers » c'est-à-dire de rendre un objet ou une situation parfaitement observable.

La transparence repose sur l'idée que toute information significative doit être communiquée au marché le plus rapidement possible. C'est le concept de *fair disclosure* des anglo-saxons.

Selon l'hypothèse des marchés efficients, le marché est transparent sans intervention. La théorie du signal associe la transparence avec la volonté de réduire l'asymétrie informationnelle constituée dans toute relation d'agence. La relation financière entre le principal apporteur de capitaux et l'agent-dirigeant ou le gestionnaire en est un exemple archétypal.

Compte tenu des efforts remarquables des sociétés pour améliorer leur qualité de communication avec le marché financier (création des services dédiés, études des besoins du marché etc.), il nous paraît plus justifié de rejoindre le groupe des partisans de la théorie du signal. Dans le marché actuel, la communication est perçue comme un outil important de gestion des relations avec la communauté financière. Il ne nous semble pas pertinent de supposer que le marché actuel est transparent et qu'aucun effort de communication n'est nécessaire. Pour justifier cet avis, nous allons présenter dans le paragraphe suivant, les résultats de nombreuses études consacrées à l'analyse du rôle de la communication volontaire.

5. Rôle de la communication volontaire

Dans ce paragraphe, nous allons nous focaliser sur la perception du rôle de la communication volontaire par les chercheurs et les professionnels de la communication financière.

Pour mettre en évidence l'importance de la communication volontaire, nous pouvons citer l'exemple de publication des alertes aux résultats. Selon la COB, les entreprises ne sont pas obligées d'avertir le marché d'une baisse éventuelle des résultats futurs par rapport aux prévisions. Néanmoins, depuis quelque temps, nous pouvons observer une augmentation volontaire de communication pratiquée par les sociétés. Afin d'expliquer ce phénomène, Martinez et Saboly (2003) constatent que par ces actions les sociétés expriment leur volonté de :

décourager de nouveaux entrants potentiels et limiter la concurrence,
réduire le coût éventuel de non-alerte (plaintes des actionnaires et réputation),
préserver la confiance et la crédibilité du management à court terme,
informer la communauté financière d'éventuelles difficultés à venir.

Du point de vue de l'investisseur, la transparence est une qualité des sociétés ouvertes et honnêtes dans leur communication. De nombreuses études ont démontré que les sociétés cotées aux Etats-Unis sont perçues comme plus transparentes par les investisseurs. Selon Merton (1987), la cotation d'une société européenne sur le marché américain contribue à la baisse du coût de suivi par les analystes. Le cadre de communication financière aux Etats-Unis est mieux établi et les obligations de publication sont plus strictes. Par conséquent, même les sociétés qui ne pratiquent pas de communication volontaire fournissent plus de données au marché que celles cotées uniquement sur le marché européen.

Ce phénomène est moins d'actualité aujourd'hui après le passage en 2005 de toutes les sociétés cotées au nouveau référentiel comptable IFRS. Les nouvelles normes mettent l'accent sur l'utilité de l'information communiquée au marché. La valorisation de l'actif immatériel est également mieux prise en compte dans ces nouveaux standards.

Dumontier et Raffournier (1998) constatent que de nombreuses entreprises dépassent volontairement les obligations légales afin d'accroître leur transparence et ainsi diminuer les coûts d'agence et les coûts politiques.

Barry et Brown (1986) constatent qu'une meilleure transparence permet de baisser le coût de capital. Les investisseurs ont une meilleure visibilité sur les activités de l'entreprise et sont prêts à accepter une prime de risque moins élevée. En parallèle, Lang et Lundholm (1996) démontrent que les prévisions des analystes sont plus justes dans le cas de sociétés plus transparentes. Cela mène à nouveau à une baisse du coût de capital.

Farragher et a., (1994) constatent que de bonnes pratiques adoptées par les responsables des Relations Investisseurs permettent de réduire le risque lié à l'information qui est intégré dans la rentabilité exigée par les actionnaires. Cela mène également à la baisse du coût de capital.

Ryder et Regester (1989) attribuent à la fonction Relations Investisseurs un rôle stratégique. La création de relations de proximité avec les actionnaires aide l'entreprise à choisir des projets qu'ils acceptent.

Lev (1992) encourage le travail de communication afin de diminuer le nombre et la force des aléas du marché, et notamment d'aléas négatifs. L'objectif stratégique des Relations Investisseurs n'est pas d'augmenter la valeur boursière à tout prix mais de la refléter à sa juste valeur. Si les investisseurs estiment que la valeur est trop élevée par rapport à la performance de l'entreprise, le cours chutera fortement. En conséquence, l'entreprise non seulement perdra de la valeur mais aussi la confiance et la crédibilité auprès de la communauté financière. En revanche, une valeur trop basse, qui résulte du manque de compréhension et d'information, mène à la perte de confiance de la part des fournisseurs du capital et expose l'entreprise au risque de rachat.

Puisque les actions sont perçues par le marché comme des produits assez homogènes, relativement substituables et dont le cours peut connaître d'importantes variations, la communication financière constitue un outil de différenciation. On pourrait comparer la communication financière à une fonction de marketing. Une telle comparaison est d'ailleurs faite assez souvent par les professionnels de la communication financière. Un programme de communication actif et dynamique aide à se faire remarquer par les analystes et à attirer l'attention des actionnaires institutionnels. L'actionnariat bien développé et l'attention de la part de plusieurs analystes permettent de garder un niveau raisonnable de liquidité et de volatilité et ainsi de baisser le coût de capital. Ceci est surtout valable pour les PME qui rencontrent souvent des problèmes de liquidité et de volatilité dus au manque d'intérêt de la

part des analystes et des investisseurs. Les petites sociétés confient parfois leur fonction de communication financière à une agence de communication externe qui dispose d'un personnel mieux formé pour assurer ce rôle.

Cependant, il ne faut pas que la communication financière se transforme réellement en « marketing financier » ; le terme est plutôt péjoratif sur le marché financier. Cette communication ne peut pas devenir une tentative de vente de la société comme l'avait décrit Farragher et Kleiman (1996). Une communication superficielle qui manque de précision aura un effet néfaste sur la réputation de l'entreprise et augmentera son coût de capital. Le point commun de la communication financière et du marketing est l'aspect relationnel et la volonté de faire connaître « son produit ». Cependant, la communication financière doit rester très précise, très attachée aux chiffres et à la réalité économique. Si elle ne respecte pas ces règles, sa crédibilité diminue et son utilité peut être effectivement remise en cause selon les arguments cités par Farragher.

Sur la base de cette revue de littérature, nous pouvons conclure que la communication volontaire est perçue par les chercheurs et les professionnels des marchés financiers comme un outil stratégique qui permet de baisser le coût de capital, améliorer la qualité des relations avec les partenaires, renforcer son image, se faire remarquer par les analystes et les aider à faire des prévisions les plus justes possible. Dans le paragraphe suivant, nous allons nous pencher sur le contenu de cette communication volontaire.

6. Contenu de la communication volontaire

Dans les paragraphes précédents, nous avons constaté que le règlement boursier obligeait les sociétés à publier un certain nombre de données financières. Ensuite, nous avons pu mettre en évidence que l'objectif majeur de la communication volontaire était la réduction de l'asymétrie informationnelle qui existe sur le marché. Dans la mesure où la communauté financière est obligatoirement alimentée avec les données financières, l'asymétrie concerne en premier lieu des données non financières.

Un gérant de portefeuille expérimenté d'une grande banque d'investissement émet le constat suivant : « la performance financière m'indique ce que l'entreprise a déjà fait. La performance non financière ce qu'elle est capable de faire dans le futur ». Les investisseurs peuvent en

réalité être considérés comme des acheteurs de produits et de services financiers. Pour pouvoir prendre une bonne décision d'achat d'actions, ils ont besoin d'une information complète qui leur permet de faire leur choix. Les principales caractéristiques de l'action sont le prix actuel, le risque et le potentiel de croissance. L'estimation de ces paramètres nécessite un accès aux données financières et non financières sur l'activité de l'entreprise. Cependant, dans les évaluations financières d'entreprises, les indicateurs principaux de performance sont les cash flows et le ratio P/E. Ces indicateurs donnent une vision très restreinte de l'activité et des perspectives des sociétés. Les indicateurs financiers mesurent le passé alors que les investisseurs doivent se concentrer sur la performance future. L'objectif d'une communication volontaire est alors d'assurer un niveau élevé d'information sur les performances non financières.

Cette livraison de données supplémentaires qui correspondent aux besoins du marché n'est pas une tâche facile. Afin de développer les meilleures pratiques de communication, les professionnels de la finance ont créé de nombreuses associations qui leur permettent d'échanger les expériences. Nous allons brièvement parcourir le processus de création de ces associations sur le marché financier.

7. Associations des professionnels de communication financière

Dans les années 80, nous avons pu observer l'apparition des associations des professionnels de communication financière, tel que l'Association Française des Investor Relations (appelée CLIFF) et plus tard l'OCF (Observatoire de la Communication Financière).

Fondée en 1987, la CLIFF est présidée par E. Rouyer-Chevalier qui est en charge de Relations Investisseurs au sein d'Accor. La CLIFF accueille les responsables de Relations Investisseurs qui exercent leur métier dans une entreprise faisant appel public à l'épargne, quelle que soit sa taille. Aujourd'hui, l'association compte plus de 90 membres - sociétés cotées dont toutes les plus grandes entreprises françaises.

L'OCF a été créé en juin 2005 sur l'initiative d'Euronext, de la CLIFF, de la SFAF, de PricewaterhouseCoopers et de Bredin Prat. L'objectif de cette association est la confrontation des points de vue des entreprises et de la communauté financière. L'Observatoire répond à un besoin exprimé par les dirigeants des sociétés cotées qui doivent adapter en permanence leur

communication financière aux évolutions réglementaires, comptables, juridiques et fiscales, tout en continuant à fournir une information de qualité à des investisseurs aux profils, aux attentes et aux comportements variés.

Les membres fondateurs de l'Observatoire se sont fixés trois axes de travail :

- observer et analyser, par l'intermédiaire d'études et d'enquêtes l'évolution du contexte de la communication financière et son impact sur les pratiques des sociétés cotées en la matière,
- confronter, dans le cadre de conférences, les opinions des émetteurs et du marché sur le sujet,
- accompagner au travers d'ateliers de formation, les dirigeants des sociétés cotées dans la gestion de leurs différentes problématiques de communication financière.

La France n'est pas la seule à créer les associations de professionnels de Relations Investisseurs. Les responsables de communication de la plupart de pays développés et en développement se sont associés en créant une fédération mondiale.

L'existence de ce réseau démontre les efforts des sociétés à fournir la meilleure qualité de communication. En parallèle, l'objectif d'actions focalisées sur l'analyse des besoins du marché (ex : OCF) prouvent que les sociétés suivent la logique économique. Elles souhaitent que la communication réalisée, qui génère certains coûts (même s'ils sont moins élevés avec l'utilisation d'Internet), rapporte des bénéfices comparables. Certains chercheurs interprètent la fonction Relations Investisseurs en termes financiers en s'interrogeant sur son coût et son bénéfice. Nous allons nous pencher sur cette problématique dans le paragraphe suivant.

8. Utilité en termes de calcul économique

Rose et Thomsen (2004) suggèrent que l'entreprise devrait calculer les coûts engagés et les bénéfices apportés par le service Relations Investisseurs afin d'évaluer l'utilité de cette fonction. Les chercheurs considèrent l'investissement dans la fonction Relations Investisseurs comme un investissement en réputation. Comme les choix d'investissements traditionnels, ce type d'investissement doit être basé sur un calcul économique car il peut parfois s'avérer peu rentable.

Ces auteurs constatent : « Les investissements dans l'actif immatériel sont sans doute très importants. Cependant, nos recherches démontrent que les investissements dans la réputation ne sont pas toujours rentables, comme certains investissements dans l'actif matériel. Cela ne veut pas dire que les dirigeants ne devraient pas se soucier de l'image de la société mais une concentration excessive sur les problèmes de réputation n'est pas un bon moyen pour réussir. »

Les chercheurs mettent l'accent sur la nécessité d'effectuer un calcul économique des coûts et des bénéfices des actions de communication financière. Des dépenses trop élevées pour assurer la réputation ne sont pas justifiées. Il faut essayer de créer cette réputation par d'autres moyens que par de simples activités de communication.

Cette approche représente, en quelque sorte, un compromis entre l'hypothèse de marché efficient et la théorie du signal. Or, avant d'engager des efforts de communication, les sociétés devraient s'interroger sur l'accessibilité des données et se concentrer sur la communication des informations qui ne sont pas encore connues du marché. Il serait, par ailleurs, préférable que les entreprises réalisent d'abord une analyse des besoins du marché pour être sûres que les coûts engagés visent à compléter les informations dont le marché a besoin.

Toutes ces réflexions nous apportent des réponses théoriques aux questions liées au rôle et à l'utilité de communication financière. Cependant, nous souhaiterions nous pencher sur les pratiques actuelles en matière de communication. Cette revue de littérature nous permettra de répondre à la question de la justesse de communication réellement réalisée.

9. Pratiques actuelles de communication financière

Aujourd'hui, la plupart des dirigeants perçoivent la communication financière comme un enjeu majeur dans la gestion de l'entreprise (Price Waterhouse Cooper, 2001).

La dernière décennie a apporté des changements dans la fonction Relations Investisseurs et aujourd'hui les échanges d'informations sont plus rapides. Selon l'enquête lancée en octobre 2001 par la DFCG (Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion) et PwC auprès des directeurs financiers de sociétés cotées (44%) et non cotées avec

le CA supérieur à 100 millions d'euros, la communication financière est perçue comme un enjeu majeur dont la qualité doit être améliorée.

87% de directeurs des sociétés cotées et non cotées accordent une grande importance à la communication financière et 88% pensent pouvoir améliorer sa qualité. Les directeurs interrogés constatent également que leur public principal est l'actionnariat. Cependant, les salariés et les partenaires commerciaux sont également les destinataires de cette communication.

L'enquête menée en 2001 par PricewaterhouseCoopers auprès des dirigeants démontre que les directeurs financiers sont impliqués dans beaucoup de projets liés aux nouveaux enjeux de la communication financière :

- délais de publication (67%),
- multiplication des arrêtés (65%),
- nouveaux indicateurs, informations prévisionnelles (31%).

Mavrinac et Blitz (1998) s'intéressent aux sociétés introduites en bourse. Les chercheurs démontrent que 90% d'entreprises déclarent avoir fait des investissements dans la communication et la qualité de relations avec les investisseurs.

Une autre étude présentée en 2003 par PricewaterhouseCoopers étudie l'évolution du rôle des directeurs financiers dans le processus de communication au sein de l'entreprise. 82% des directeurs interrogés pensent s'orienter vers les démarches stratégiques, 49% vers l'information interne et 37% vers la communication externe. En outre, 75% des dirigeants constatent que l'intégration de la fonction Relations Investisseurs dans l'organisation interne est critique pour la réussite de l'entreprise. 44% de dirigeants trouvent que les directeurs financiers participent de plus en plus à la définition de la stratégie de l'entreprise. 35% de PDG déclarent que le directeur financier est devenu leur partenaire d'affaires. 67% de directeurs ne considèrent plus le directeur financier comme le gardien des bénéfices.

Les déclarations faites par les sociétés confirment l'importance de bonnes pratiques de communication et leur volonté d'améliorer constamment sa qualité en dépassant le cadre obligatoire. Les dirigeants interrogés se montrent motivés pour réorganiser les activités en interne pour pouvoir fournir au marché des données de plus en plus utiles et intéressantes. Cependant, certaines études empiriques au sein de sociétés démontrent des résultats contraires.

Selon une enquête menée par Mottis et Zarlowski (2003), les besoins de la fonction Relations Investisseurs n'ont pas d'impact significatif sur l'organisation des activités internes des sociétés. Selon 71% des responsables RI, la pression du marché financier n'a rien changé en termes de gestion d'activités de société.

Ces résultats contradictoires peuvent signifier que les dirigeants sont conscients du rôle primordial de la communication financière et de la qualité des échanges avec les actionnaires. En revanche, ils ne disposent pas d'outils nécessaires pour mettre en oeuvre de bonnes pratiques de communication au sein des leurs sociétés.

L'année précédant le passage aux nouvelles normes comptables IFRS, D. Cornardeau, président de l'APPAC - association des petits porteurs actifs - remarque un manque considérable de communication de la part de grandes sociétés. Dans un interview du 12 mai 2004, il constate :

« Maintenant, les entreprises ne communiquent plus du tout pour éviter les critiques. Dans la pratique, nous rencontrons des difficultés avec de grands groupes comme Vivendi Universal ou Veolia. »

Il semble que pour diverses raisons, certaines sociétés ne sont pas ouvertes dans leur politique de communication. Les déclarations faites par les responsables de communication sur l'importance et la volonté d'informer le marché ne reflètent pas la réalité.

Sur la base de ces réflexions, nous pouvons constater que les entreprises sont conscientes du rôle primordial de la communication financière et notamment de la communication volontaire. Cependant, elles ne sont pas capables de communiquer certaines données pourtant attendues par le marché.

SYNTHESE

Dans la première partie, nous avons réalisé une revue de littérature sur l'organisation de la communication financière, ses formes et caractéristiques, la différence entre la communication obligatoire et volontaire, le rôle de la communication volontaire et enfin l'état actuel de cette communication.

Dès le début des années 90, l'environnement économique a fortement stimulé le développement de la communication financière. L'importance de la communication s'est renforcée ces dernières années avec la montée en puissance des fonds d'investissement dans les capitaux d'entreprises (Davis, Thompson, 1994). Suite à cette évolution, les rôles des différents acteurs du marché financier ont été redéfinis. L'attention des entreprises s'est réorientée vers l'actionnaire institutionnel. Cela a conduit à des échanges d'informations plus détaillées et plus précises. Les analystes financiers sont devenus de véritables intermédiaires dans le processus informationnel.

Nous nous sommes ensuite interrogés sur les caractéristiques et les formes de cette communication. A notre connaissance, il n'existe pas d'études qui récapitulent les caractéristiques d'une communication efficace. Nous avons décidé de partir à la recherche d'informations sur le terrain et nous avons interrogé sept professionnels de la communication financière et de la finance de marché sur leurs attentes vis-à-vis de la communication financière. L'ensemble des professionnels interviewés a déclaré que l'information transmise au marché doit être claire, honnête et pertinente. Ils ont également mis l'accent sur le caractère chiffré des messages transmis. Cet aspect quantitatif semble très important pour les analystes financiers qui sont à la recherche de données leur permettant de valoriser les sociétés.

Nous nous sommes ensuite focalisés sur les formes de communication. Parmi les plus importantes, nous pouvons noter les présentations, les rapports annuels et la presse économique et financière.

Toutes ces formes de communication ont pour objectif de rendre l'information financière plus transparente et plus compréhensible aux investisseurs. Cependant, le contenu d'un rapport annuel ne sera pas le même que le contenu d'un communiqué de presse ou d'une présentation. Une grande partie du rapport annuel et notamment des annexes qui y sont rattachées est déterminée par le cadre légal. La loi impose la publication d'un certain nombre

d'informations financières. Ce nombre est plus important pour les sociétés cotées. En revanche, la publication des communiqués de presse est une décision volontaire de chaque société et cette communication permet souvent de faire la distinction entre les sociétés réellement axées sur la communication et celles qui le font par obligation.

La communication volontaire doit, par définition, dépasser le cadre obligatoire et apporter des éléments nouveaux dont le choix est effectué par la société. La communication volontaire n'est pas standardisée et les données fournies sont différentes selon la volonté et les possibilités de l'entreprise. Sa qualité dépend fortement de l'efficacité des échanges d'information en interne et de la fiabilité des données communiquées.

En poursuivant ce raisonnement, nous arrivons à la théorie du signal fondée sur le fait que l'information est asymétrique car les dirigeants d'une entreprise disposent d'une information supérieure à celle du marché. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire. Pour ce faire, ils ont recours au signal qui aura un impact négatif sur le marché s'il est erroné. Cette théorie met en évidence l'importance de la crédibilité du signal et incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de la société et non seulement sur sa performance réelle telle que vue par les dirigeants.

Puisque la communication volontaire demande des investissements supplémentaires, son contenu doit être adapté aux attentes du marché pour que l'utilité de la fonction soit justifiée du point de vue économique. Ainsi, le choix des données à fournir est basé sur les résultats d'enquêtes plus ou moins formalisées auprès de la communauté financière. Selon Rose et Thomsen (2004), les sociétés doivent effectuer un calcul de coûts supportés et de bénéfices attendus afin de déterminer l'utilité d'une politique de communication volontaire.

Enfin, après toutes ces réflexions théoriques, nous nous sommes interrogés sur l'état actuel de la communication. Il s'avère que les entreprises sont conscientes du rôle stratégique de la communication financière. Cependant, elles ne sont pas capables de communiquer toutes les données attendues par le marché. Quelle est la raison de cette situation ?

Nous avons remarqué dans cette partie de l'étude que la communication volontaire concernait principalement les données non financières. Chaque société est composée d'éléments tangibles qui se traduisent facilement en termes financiers et d'éléments intangibles qui peuvent être exprimés sous forme de données non financières. Ces éléments intangibles peuvent être relatifs aux capacités d'innovation, à la richesse humaine ou encore aux avantages technologiques. Autrement dit, ils correspondent à la richesse immatérielle des sociétés.

En parallèle, nous avons constaté que les analystes et les autres acteurs du marché financier attendaient des données précises et chiffrées. Il est facile de présenter le résultat net, la marge et le chiffre d'affaires. Il est beaucoup plus difficile de mesurer le potentiel humain et technologique de la société. Ces éléments sont plus délicats à mesurer et les difficultés de mesure peuvent constituer un obstacle dans la livraison de données dont le marché a besoin.

Le chapitre suivant sera focalisé sur les capacités des sociétés à définir, classifier et mesurer leur actif immatériel car ces capacités sont essentielles pour assurer une bonne communication sur ce thème.

Chapitre 2 : Richesse immatérielle : difficultés de définition, de classification et de mesure

Dans le chapitre précédent, nous nous sommes interrogés sur la définition et le rôle de la communication volontaire. Nous avons conclu que la communication volontaire concerne principalement l'actif immatériel. Dans ce deuxième chapitre, nous allons nous focaliser sur le rôle, la définition, la classification et les capacités de mesure de ces actifs.

Les dernières années de réflexion sur la richesse immatérielle de sociétés ont porté leurs fruits. De nombreux programmes initiés par les communautés scientifique et professionnelle ont aidé à mieux définir l'actif immatériel et à comprendre son rôle.

Dans ce chapitre, nous allons essayer de définir, classifier et s'interroger sur le rôle et les méthodes de valorisation de l'actif immatériel. A chaque fois, nous allons faire une comparaison entre les approches comptables et non comptables. La comptabilité propose des standards communs. Les méthodes non comptables proposent des réponses à d'éventuelles insuffisances des normes comptables. Cette comparaison nous permettra d'identifier les points forts et les faiblesses des deux approches. Toutes ces réflexions nous permettront de faire un diagnostic sur la situation actuelle et d'identifier d'éventuels obstacles que rencontrent les sociétés dans l'évaluation de leur richesse immatérielle.

SECTION 1 : HISTOIRE, DEFINITION ET RECONNAISSANCE DE LA RICHESSE IMMATERIELLE

L'histoire de l'actif immatériel remonte au début du XX siècle et durant cette centaine d'années la littérature s'est enrichie de dizaines de définitions de cet actif. Cet élément indispensable pour l'activité de chaque société a fait l'objet de définitions comptables et non comptables. Les deux approches suivent une certaine logique ayant ses avantages et inconvénients. Le rôle de l'actif immatériel a été étudié par des chercheurs à travers le monde entier. Dans cette partie, nous allons aborder la problématique de l'actif immatériel afin de mieux comprendre son rôle au sein de la société.

1. Histoire de l'actif immatériel

Les débats sur l'importance de l'actif immatériel au sein de l'entreprise sont relativement récents. Cependant, la richesse immatérielle a toujours existé et sa présence était indispensable pour l'activité des sociétés.

La réussite du commerce, qui est considérée comme une des plus anciennes inventions de l'humanité et à l'origine de la civilisation, a déjà été conditionnée par la qualité de la richesse immatérielle de l'entreprise. Les qualités personnelles des commerçants, leurs capacités à négocier de la marchandise de bonne qualité et à la vendre à un prix suffisamment élevé avaient un impact non négligeable sur la rentabilité des opérations.

Les premières réflexions économiques sur l'actif immatériel datent du début du XX siècle. L'accélération de l'économie industrielle et une compétition de plus en plus forte incite les entrepreneurs à revoir leurs modèles d'activité afin de les rendre plus compétitifs. En 1903, Henry Ford introduit de nouvelles méthodes d'organisation de travail et de motivation des employés. Cette nouvelle approche bouleverse la théorie d'organisation de la production.

En 1911, Joseph Schumpeter publie la « *Théorie de l'évolution économique* » dans laquelle il met en évidence le rôle prépondérant de l'innovation et du progrès technologique dans l'évolution du système économique. Cela marque une étape importante dans la théorie du développement économique. Schumpeter est nommé le père de l'innovation.

Une nouvelle vague de réflexion sur le rôle de l'actif immatériel vient avec le début du boom technologique. Le passage de l'économie à la vitesse supérieure et la dématérialisation de la plupart des services incitent les sociétés à mieux identifier leurs sources de valeur et leurs facteurs de performance. Les premiers travaux de recherche sur l'actif immatériel et son rôle au sein de l'entreprise datent des années 80 et viennent du Japon. En 1980, Hiroyuki Itami

publie son étude en japonais « Mobilisation des actifs invisibles ». Ce travail très innovant n'est pas remarqué pendant plusieurs années. La traduction en anglais a été faite seulement sept années plus tard. En parallèle, le chercheur américain, Brain Hall réussit à commercialiser ses travaux sur le rôle des compétences humaines dans l'entreprise menés déjà depuis vingt cinq ans. Ensuite en 1986, Karl-Erik Sveiby présenté comme le père du mouvement suédois en gestion de compétences publie son premier livre sur le capital intellectuel au sein de l'entreprise. Cet ouvrage n'est que le début de ses travaux de recherche. Dans les années qui suivent, il publie « The New Annual Report », « Knowledge Management » et enfin les résultats du travail de l'équipe de recherche Konrad Group « The Invisible Balance Sheet ». La dernière publication devient le fondement des sciences sur l'actif immatériel et incite les chercheurs à continuer les études. En 1991, Thomas Stewart apporte sa contribution en publiant plusieurs articles sur le capital intellectuel. En parallèle, Lief Edvinsson, le Directeur du Capital Intellectuel de la compagnie d'assurance suédoise Skandia AFS, introduit le premier modèle de reporting sur l'actif immatériel dans la pratique professionnelle. Le premier supplément aux rapports financiers concernant la performance de l'actif immatériel est produit par l'entreprise en 1995. L'année précédente, Patrick Sullivan, Gordon Petrash et Leif Edvinsson lancent l'initiative ICM (Intellectual Capital Management) Gathering dont l'objectif est d'encourager les entreprises à partager et à utiliser l'information sur l'actif immatériel. L'année suivante, Baruch Lev crée un centre de recherche sur l'actif immatériel à l'Université de New York où il mène des projets de recherche sur l'évaluation du capital immatériel et les mesures de sa performance.

Aujourd'hui, l'actif immatériel est le sujet de nombreux débats économiques, fiscaux et comptables et le principal moteur de croissance. La preuve la plus visible de l'évolution de l'économie est l'omniprésence des technologies de communication et d'information. En France, 20% des entreprises du CAC 40 interviennent dans le secteur des nouvelles technologies. D'après l'INSEE, les secteurs directement liés à l'immatériel créent plus de 15% de la valeur ajoutée et représentent presque 15% de l'emploi.

Toutes les sociétés se sont progressivement adaptées à la nouvelle économie. Aujourd'hui, les charges liées aux matières premières et les amortissements de machines cèdent la place aux dépenses pour la publicité, la R&D ou la formation des employés. Prenons l'exemple du secteur de distribution qui s'est transformé du modèle des points de vente indépendants aux grandes chaînes de distribution avec des systèmes d'information très avancés, des frais de publicité importantes et des marques mondialement connues qui d'ailleurs constituent la base de leur richesse. Aujourd'hui, l'immatériel est présent dans tous les secteurs, que ce soit la

société industrielle qui achète des droits à polluer dans le cadre du protocole de Kyoto, la banque qui prend soin de la qualité de son service, ou le fabricant de stylos qui améliore son système de gestion de stock.

La fiscalité suit aussi l'évolution de l'économie immatérielle. Le taux réduit d'impôt pour les sociétés qui attribuent un budget important à la R&D a pour objectif de favoriser l'innovation. Malheureusement, beaucoup de problèmes fiscaux n'ont pas encore été réglés, comme par exemple la collecte de la TVA dans le cas de ventes internationales par Internet. Le rôle du système fiscal serait d'inciter les sociétés à investir davantage dans l'immatériel. On pourrait par exemple imaginer un crédit d'impôt pour les dépenses de formation du personnel.

Cette présentation du contexte historique de l'évolution de l'actif immatériel nous permet de constater qu'aujourd'hui il est omniprésent. Cependant, pourquoi cette richesse immatérielle attire autant l'attention ? Quel est son rôle au sein des entreprises ? Nous allons essayer de répondre à ces questions dans le paragraphe suivant.

2. Rôle de l'actif immatériel

Afin de mieux expliquer la nature et le rôle de l'actif immatériel, on pourrait comparer l'entreprise à un être humain qui est composé du corps et de l'esprit. Le corps correspond à l'actif matériel, visible dans sa forme physique tandis que l'esprit reflète l'actif immatériel que l'on ne peut ni toucher ni visualiser. Le corps permet d'effectuer toutes les tâches physiques et constitue une base matérielle du développement. L'esprit est en constante analyse de l'environnement externe, des ressources internes disponibles et des besoins futurs afin de pouvoir s'adapter et survivre. L'existence et une forte activité des deux composantes sont nécessaires pour la survie.

La comparaison d'un être humain avec l'organisation d'une entreprise nous amène à associer le rôle du corps à celui de l'actif matériel et les fonctions de l'esprit à celles de l'actif immatériel. Les éléments matériels tels que les locaux, parcs de machines et d'autres équipements permettent d'accueillir l'actif immatériel, qu'il s'agisse de capital humain, de savoir faire ou de culture. Les bonnes pratiques et méthodes de gestion et la capacité à résoudre des problèmes sont des exemples de facteurs immatériels qui contribuent à

l'évolution de la société. Sans ces compétences, l'entreprise traverse une phase de stagnation et à long terme disparaît.

Après la Seconde Guerre Mondiale le taux d'investissements dans l'actif matériel a été beaucoup plus élevé que celui dans l'immatériel. Cependant, les dernières décennies ont apporté de grands changements et aujourd'hui c'est l'actif immatériel qui s'impose. Les études de Deiacco et al, (1990) et de Miller (1999) ont démontré que le nombre et le volume des investissements dans l'actif immatériel augmente constamment dans la plupart des économies des pays développés, en développement et émergents.

Selon la théorie financière moderne, l'objectif de l'entreprise est de créer de la valeur pour les actionnaires sous la contrainte d'une maîtrise des risques. La littérature nous fournit une variété d'études concernant le rôle de l'actif immatériel dans cette création de valeur. Dans ce paragraphe, nous allons essayer de mieux comprendre son rôle. Tout d'abord, nous allons analyser la perception de ces actifs par les dirigeants. Dans un deuxième temps, nous allons nous interroger sur son impact sur le cours boursier qui a une importance stratégique pour toutes les sociétés cotées. Enfin, nous allons nous focaliser sur l'actif immatériel comme la source de création de valeur. Cette revue de littérature nous permettra de mieux positionner l'actif immatériel sur le marché et de mieux comprendre son importance.

3. Perception des dirigeants

Les dirigeants de toutes les sociétés sont confrontés aux problèmes de gestion de leur actif immatériel, que ce soit leur capital humain, leurs marques, technologies ou parts de marché. Par conséquent, de nombreuses études ont été consacrées à l'étude de la perception de la richesse immatérielle par les dirigeants.

Mavrillac et Vitale (1997) s'intéressent à la perception de l'actif immatériel par les dirigeants de sociétés nouvellement introduites en bourse. L'échantillon de l'étude comprend 517 sociétés américaines. Les dirigeants identifient les facteurs de succès suivants:

- planning stratégique et à long terme
- systèmes de contrôle interne
- systèmes comptables et de reporting
- programmes de rémunération du top management
- systèmes de motivation pour les employés

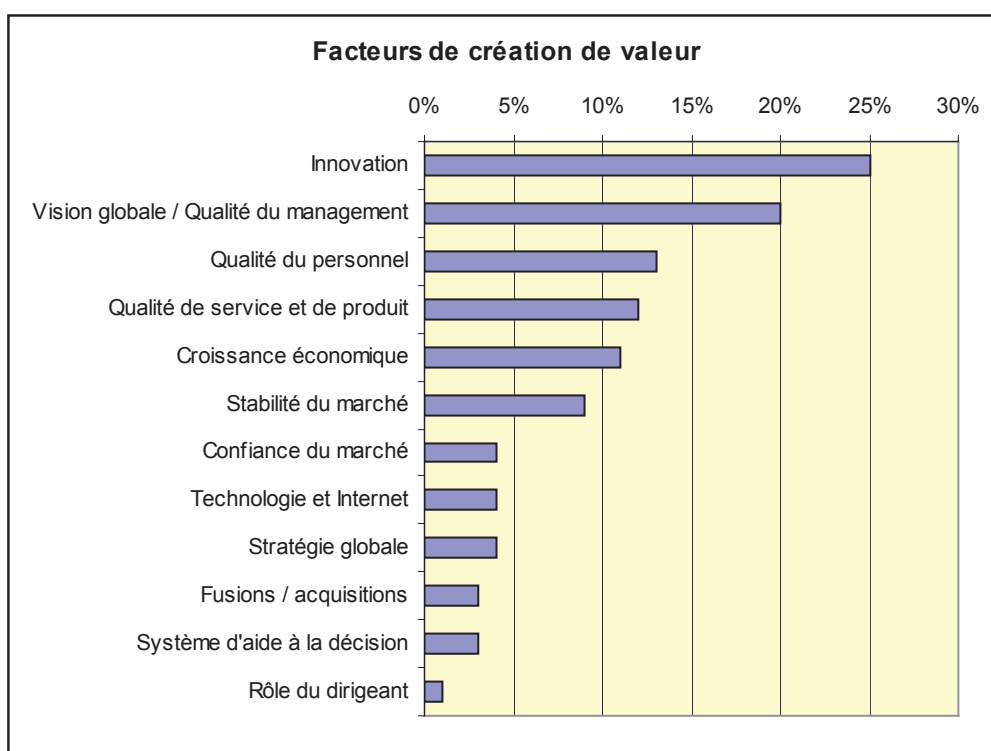
- communication financière.

Les éléments liés à l'organisation, à la qualité du personnel et aux pratiques de communication sont donc perçus comme les facteurs clé de réussite.

Selon une autre étude menée en 2003 par PricewaterhouseCoopers sur un échantillon de 992 entreprises de 43 pays, 71% des dirigeants se déclarent prêts à sacrifier la rentabilité à court terme afin de créer de la valeur pour les actionnaires en adoptant un programme stratégique de développement durable. La plupart des dirigeants soulignent le rôle de la réputation dans les programmes de développement durable.

Les managers ont également été interrogés sur le premier facteur de création de valeur. La Figure 4 présente les résultats de cette étude. Les pourcentages indiquent la part de dirigeants percevant l'élément concerné comme le premier facteur de création de valeur.

Figure 4 : Facteurs de création de valeur selon les dirigeants



Comme le démontre le graphique ci-dessus, l'innovation est souvent perçue comme la première source de création de valeur. Les dirigeants soulignent également le rôle de la qualité de management, du personnel et de services.

Cependant, l'étude menée en 2000 par Sveiby auprès de représentants du top management de sociétés américaines démontre que 67% des initiatives de gestion de connaissances visaient l'amélioration des processus de partage, de l'efficacité et du transfert d'information. Seulement 7% de dirigeants se sont concentrés sur l'innovation. Les actions innovatrices sont souvent associées avec les rôles de départements de ventes et de marketing. Dans les résultats de ses recherches, Sveiby met en évidence que le rôle de l'innovation est dans la pratique sous-estimé par la plupart des sociétés.

Les déclarations des dirigeants confirment le rôle non négligeable de l'actif immatériel dans le processus de création de valeur. Les managers se sentent concernés par la gestion du capital intellectuel au sein de leurs sociétés. Certains sont prêts à sacrifier la rentabilité à court terme et à privilégier une stratégie focalisée sur le développement de la richesse immatérielle. Cependant, certaines études démontrent que les initiatives effectivement engagées par les sociétés ne reflètent pas entièrement les déclarations des dirigeants. Néanmoins, l'actif immatériel est souvent perçu comme une source importante de valeur. Puisque la création de valeur est l'objectif de chaque société, l'actif immatériel devrait y jouer un rôle important.

4. Actif immatériel comme créateur de valeur et facteur de réussite

Le directeur financier d'America Online, J. Ripp, constate que l'entreprise doit maximiser la valeur de l'actif immatériel pour maximiser la valeur globale.

« A long terme, les entreprises qui ne maximisent pas la valeur de l'actif immatériel ne pourront pas faire croître leur taux de rentabilité pour les actionnaires. Par ailleurs, elles ne seront pas capables de maintenir leur avantage concurrentiel » dit-il lors d'une conférence sur l'actif immatériel à Chicago en 2001. Afin de renforcer la création de valeur, ce dirigeant souligne l'importance d'une bonne identification de sources de valeur et des méthodes de leur valorisation. Les sociétés qui ne parviennent pas à créer de la valeur grâce à leur actif immatériel devraient revoir leur mode de gestion. Ripp identifie deux raisons possibles d'une mauvaise gestion :

- Manque d'approche dû à une mauvaise identification du potentiel de l'actif existant (ex. niche sur le marché, possibilités des fusions), et
- Manque d'actifs nécessaires pour pleinement profiter de ses ressources internes (ex. manque de technologie).

Ripp met l'accent sur le rôle primordial de l'actif immatériel en soulignant également l'importance d'une bonne gestion de cet actif. Les sociétés qui ne sont pas capables de bien identifier et gérer les sources de leur richesse ne sauront pas survivre sur un marché très concurrentiel.

Arthur (1997) constate que l'actif immatériel constitue la base de rentabilités croissantes à long terme. Selon cet auteur, les rentabilités baissent dans le cas d'entreprises industrielles avec peu d'actifs immatériels car ces sociétés subissent une augmentation de coûts et une baisse de profits. Les entreprises « immatérielles » sont capables de s'adapter rapidement aux changements en introduisant de nouvelles solutions technologiques et en adoptant de nouvelles approches stratégiques. Par conséquent, elles sont capables de détourner les changements défavorables à leur avantage et ainsi de maintenir leur position sur le marché.

Pour mieux illustrer cette théorie, nous pourrions citer l'exemple de capacités d'adaptation de la société italienne Luxottica Group, leader mondial de la lunetterie. Le groupe est implanté majoritairement aux États-Unis et y réalise plus de 50% de son CA. L'économie américaine ralentit depuis plusieurs années et les récents signaux de détérioration de la conjoncture remettent en question le potentiel futur des sociétés qui y sont implantées. Cependant, Luxottica Group continue à réaliser de très bonnes performances. Il y a quelques années, la société a décidé de réorienter son modèle d'activité en se focalisant sur une clientèle plus riche, attirée par les produits de luxe. Sa capacité d'analyse et de prévision de l'évolution du marché lui a permis de redéfinir sa stratégie en l'adaptant aux nouvelles conditions.

L'orientation vers une clientèle concentrée sur le haut de gamme et donc plus aisée rend la société moins dépendante de la conjoncture économique. Les consommateurs les plus riches sont en règle générale moins affectés par des ralentissements économiques. De plus, la société a identifié sur le marché américain l'émergence de nouvelles tendances. Or, le consommateur américain, très *sportswear* auparavant, démontre désormais un intérêt de plus en plus marqué pour les vêtements et accessoires haut de gamme.

Pendant que d'autres entreprises ont progressivement diminué la part du marché américain dans leur chiffre d'affaires pour se concentrer sur d'autres zones géographiques Luxottica Group est restée confiante dans son positionnement en y renforçant encore sa position de leader.

Aujourd'hui, grâce à cette qualité remarquable du management, la société réalise d'excellentes performances et améliore la rentabilité sur un marché qui fait souffrir ses concurrents.

Cet exemple est une bonne illustration du concept d'Arthur. Les sociétés riches en actif immatériel, que ce soit un savoir faire particulier ou la capacité d'anticipation, sont capables d'accroître les rentabilités à long terme dans un environnement instable.

Michalisin et Whyte (2000) confirment la thèse de rentabilités plus importantes en démontrant que les entreprises qui contrôlent les actifs stratégiques, tels que la réputation, le savoir-faire et la culture organisationnelle, arrivent à atteindre des rentabilités sur les capitaux propres plus élevées.

Une vingtaine d'années d'études ont également mis en évidence la relation entre la R&D et les rentabilités futures (Grabowski et Mueller, 1978 ; Ravenscraft et Scherer, 1982 ; Sougiannis, 1994 ; Nissim et al., 2002).

Rose et Thomsen (2004) se focalisent sur un actif particulier - la réputation -, et son rôle dans l'activité de la société. Les chercheurs constatent que les investissements dans l'image de la société sont cruciaux pour le succès à long terme. Dans le cas de sociétés du secteur de biens de consommation, la réputation est fortement liée à l'image des marques. Les chercheurs constatent que les marques indiquent la qualité de produit et de service aux clients en diminuant le coût de leur recherche de la qualité désirée. Autrement dit, les clients prennent en compte l'image de la société en évaluant la qualité attendue de produits (Shapiro, 1983; Kreps et Wilson, 1982; Milgrom et Roberts, 1982).

Le rôle de la réputation a été aussi mis en évidence par d'autres travaux de recherche. Stuart (2002) démontre que la réputation joue un rôle important dans le processus de recrutement de nouveaux collaborateurs. Une société reconnue attire souvent un personnel plus motivé et compétent.

Les relations avec les fournisseurs et les créanciers sont aussi fortement déterminées par l'image de la société. Les entreprises bien réputées ont plus de chances de négocier des conditions de contrats plus avantageuses et de diminuer le coût des transactions ou de l'endettement (Williamson, 1985).

Greenley et Foxall (1997) analysent la qualité des relations des sociétés avec leurs partenaires. Ils mettent en évidence que les sociétés qui ne prennent pas en compte les intérêts de leurs partenaires réalisent des performances moins satisfaisantes.

Mir et Khanchel (1999) se penchent sur la question des pratiques de bonne gouvernance et de leur perception par les investisseurs. Les chercheurs démontrent que les investisseurs sont prêts à payer une prime pour la bonne gouvernance. Ils constatent qu'une bonne gouvernance permet de :

- diminuer le risque perçu par les investisseurs,
- renforcer la confiance du marché dans la société,
- attirer l'attention (effet de mode, snobisme).

Toutes ces études confirment l'importance de l'actif immatériel. Les chercheurs évoquent son rôle dans la création de valeur, l'amélioration de la rentabilité et dans l'entretien de l'image de la société sur le marché. Une bonne réputation permet aux entreprises d'améliorer la perception de la qualité des produits et services, d'attirer des collaborateurs plus compétents, d'obtenir des contrats plus avantageux auprès de partenaires commerciaux et financiers et enfin d'attirer l'attention et de gagner de nouveaux clients. Ces éléments jouent un rôle non négligeable au sein des sociétés.

Puisque l'objectif majeur des sociétés cotées est de préserver de bonnes performances boursières, l'impact de cet actif sur le cours boursier attire l'attention de tous les dirigeants.

5. Impact sur le cours boursier

Gu et Lev (2001) étudient la relation entre les résultats financiers des sociétés cotées et leurs rendements boursiers. Ils soulignent le fait que la force de cette relation s'affaiblit depuis plusieurs années. Cette découverte les amène à s'interroger sur d'autres facteurs de performance boursière d'entreprises. L'actif immatériel semble avoir un rôle significatif. En poursuivant cette voie de recherche, Demers et Lev (2002) mettent en évidence que les sociétés qui dépensent beaucoup sur la R&D voient même baisser le lien entre le résultat financier et le rendement boursier.

Hirschey (1982), Hirschey et Weygandt (1985), Bublitz et Ettredge (1989), et Shevlin (1991) démontrent également que les dépenses dans la R&D sont positivement liées à la performance boursière. Les chercheurs expliquent que les investissements justifiés dans la R&D contribuent à l'augmentation des bénéfices futurs. Puisque la valeur boursière dépend des estimations des rentabilités futures, la R&D a un impact positif sur les évaluations faites par le marché.

Siesfield (1997) explique que la performance non financière de l'entreprise est le meilleur indicateur de performance future. Le marché valorise le potentiel immatériel et la valeur boursière augmente.

Rindova et Kotha (2001) se focalisent sur le rôle de la réputation et examine la relation entre la performance boursière et les trois types d'activité qui aident les entreprises du secteur des nouvelles technologies à renforcer la réputation: investissements dans le marketing, présence dans les médias et coopérations avec des sociétés renommées. L'étude démontre que ces activités ont un impact non négligeable sur le cours boursier des sociétés.

Pour résumer, les études sur l'impact de l'actif immatériel confirment l'existence d'une relation significative entre les performances non financières et le cours boursier des sociétés. Ainsi, les valorisations boursières s'expliquent de moins en moins par les résultats financiers.

Toutes ces réflexions sur le rôle de l'actif immatériel nous montrent que son importance sur le marché est actuellement incontestable. Les dirigeants en sont conscients et le marché financier essaie de valoriser l'actif immatériel. Cependant, afin de bien comprendre la richesse immatérielle, la société elle-même doit être capable de l'identifier, de le définir, de le classer en fonction de sa nature et surtout de le mesurer. Dans les paragraphes suivants, nous allons nous pencher sur les problèmes de définition, classification et de mesure. Ces réflexions nous permettront de mieux comprendre si l'actif immatériel peut être valorisé par le marché financier dans des conditions de certitude.

6. Approche comptable de la définition et de la reconnaissance de l'actif immatériel

Dans cette partie, nous allons présenter les définitions et classifications proposées par les normes comptables ainsi que par des chercheurs qui essaient de compléter le cadre légal.

La présentation des approches comptables consiste à comparer trois référentiels comptables :

- ancien référentiel français,
- actuelles normes internationales adoptées par la plupart des pays européens, dont la France, en 2005,
- normes américaines.

Une telle comparaison nous permettra, d'une part, de voir l'évolution de la comptabilité française avec l'introduction des nouvelles normes européennes, et, d'autre part, d'identifier d'éventuelles divergences entre les standards européens et américains ces derniers ayant constitué une référence pour la création du nouveau référentiel européen. Ensuite, nous allons présenter les approches non comptables de la richesse immatérielle. La comparaison de ces deux approches nous permettra d'identifier leurs forces et faiblesses.

Nous allons présenter les approches proposées par les normes comptables selon trois référentiels différents. Nous allons nous focaliser, sur les référentiels suivants :

- PCG – Plan Comptable Général selon le Règlement N° 99.03 du 29 avril 1999 établi par le Comité de la Réglementation Comptable (CRC) ; notamment les articles 434-1 et 442/20
- IFRS – International Financial Reporting Standards établis par l'IASB (International Accounting Standards Board) et adoptés en 2005 par la plupart des pays européens ; notamment les normes IAS 38, IAS 36 et IFRS 3
- US GAAP – US Generally Accepted Accounting Principles établis par la FASB (Financial Accounting Standards Board) ; notamment les normes FAS 141, 142, et 144

Cependant, avant de passer à la présentation des définitions de l'actif immatériel, nous souhaitons faire une petite introduction sur le passage aux nouvelles normes comptables qui nous permettra de mieux illustrer les évolutions majeures entre l'ancien référentiel français et les normes européennes en vigueur. La comptabilité a toujours négligé le rôle de l'actif immatériel. Les nouveaux principes européens soulignent l'importance de cet actif et facilitent une plus juste estimation de sa vraie valeur.

6.1. Passage aux normes IFRS

Avec le passage aux nouvelles normes IFRS en 2005, la comptabilité française a vécu de grands changements. Cette évolution a eu plusieurs objectifs, entre autres une plus juste valorisation de l'actif immatériel. Le nouveau référentiel comptable IFRS a été adopté dans la plupart des pays européens afin d'améliorer la perception et d'augmenter la valeur informationnelle des données comptables, notamment relatives à l'actif immatériel.

Dans les nouvelles normes, l'information financière est orientée vers les investisseurs et non déterminée par des obligations juridiques et fiscales. Lorsqu'un conflit surgit entre des approches comptables différentes supposées répondre à différents besoins, le point de vue de l'investisseur doit être privilégié. A partir des données fournies, l'investisseur doit être capable d'estimer le potentiel futur de la société. Les informations dont il a besoin concernent surtout le potentiel futur de l'entreprise et dépassent le cadre juridique.

Par ailleurs, le recours très fréquent à l'actualisation s'oppose au principe du nominalisme (coût historique et stabilité de l'unité monétaire) dans l'ancien référentiel. La notion de la juste valeur est prédominante et les revalorisations périodiques (basées sur la valeur de marché ou, en l'absence de cette valeur par l'actualisation des cash flows futurs) sont désormais obligatoires. Cette évolution est particulièrement importante pour une meilleure évaluation des immobilisations incorporelles et leur allocation lors d'une acquisition.

Enfin, la définition de l'actif est fondée sur la notion d'avantages économiques futurs contrôlés par l'entreprise plutôt que sur la notion de propriété juridique et de valeur économique positive, comme c'était le cas dans le cadre français avant sa réforme récente. La plupart des actifs immatériels sont contrôlés par l'entreprise sans être son patrimoine, comme par exemple : les personnes clés, les relations avec les partenaires, les parts de marché, etc. L'introduction de la notion d'avantages économiques futurs facilite la prise en compte de ces éléments même si certains actifs immatériels sont toujours en dehors du champ d'analyse dans les normes comptables.

Pour résumer, les évolutions majeures du nouveau référentiel comptable consistent à :

- fournir une image plus fidèle (dérogation aux règles comptables),
- permettre une évaluation des actifs à leur juste valeur,
- respecter le principe de prédominance de la substance (réalité économique) sur l'apparence (forme juridique).

Maintenant, nous allons nous intéresser aux définitions comptables de l'actif incorporel.

6.2. Définitions comptables

Les principes français ne fournissent pas de définition de l'actif incorporel. En général, l'actif est considéré comme « tout élément du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entité, destiné à servir de façon durable à l'activité de l'entreprise constituant l'actif immobilisé ».

Puisque les textes ne fournissent pas de définition de l'élément du patrimoine ni celle de valeur économique positive, la notion de l'actif était interprétée au sens juridique. Les principes énumèrent cependant un certain nombre d'immobilisations incorporelles, par exemple les parts de marché, les fichiers clients (même s'ils ne bénéficient pas d'une protection juridique), les logiciels créés (sous certaines conditions) destinés soit à un usage commercial soit aux besoins propres, le droit de bail (pour le locataire), les frais d'établissement (de constitution, d'augmentation du capital).

Les normes IFRS sont plus précises sur le sujet de l'actif incorporel et fournissent une définition fondée sur la notion de ressource contrôlée et non celle de propriété juridique des principes français.

Les immobilisations incorporelles sont définies comme « des actifs non monétaires identifiables, sans substance physique, et détenus par une entreprise pour être utilisés à la production ou à la fourniture de biens ou services, pour une location à des tiers ou à des fins administratives ».

La norme IAS 38.13 admet qu'il est possible de contrôler les avantages économiques futurs autrement que par la détention de droits légaux. Cependant, en l'absence de droits opposables aux tiers devant les tribunaux il est difficile d'apporter la preuve du contrôle. Par conséquent, la norme 38.13 – 16 considère que lorsqu'une équipe de personnes qualifiées avec des talents spécifiques, un portefeuille de clients, des parts de marché ou des relations avec la clientèle ne sont pas protégés juridiquement ils ne répondent pas à la définition d'une immobilisation incorporelle.

La FASB dans son référentiel US GAAP définit une immobilisation incorporelle comme « tout actif non courant (à l'exception des instruments financiers) qui manque de forme physique et qui constitue un avantage probable et futur obtenu ou contrôlé par une entité étant le résultat des transactions ou événements dans le passé, où le mot 'probable' correspond à la signification du mot 'attendu' ».

Les normes américaines fournissent donc une définition fondée sur la notion d'un avantage contrôlé, futur et attendu. Ce concept, à l'origine de la création du nouveau référentiel international IFRS, est plus proche de ce dernier que de l'ancienne conception française.

Les normes IFRS et les principes américains définissent une immobilisation incorporelle de manière plus précise. L'approche basée sur les avantages économiques futurs semble plus pertinente que celle fondée sur la notion de propriété juridique. Cet aspect peut être considéré comme un grand progrès des nouvelles normes puisque la nouvelle logique permet de raisonner en termes de potentiel futur qui est essentiel dans la reconnaissance des éléments immatériels. Cependant, de nombreuses restrictions pénalisent fortement certains actifs, notamment ceux générés en interne et liés au capital humain de la société. De plus, la suppression de la condition relative à l'utilisation durable, qui a été retenue par les principes français, peut avoir une incidence à l'avenir pour la reconnaissance de certains éléments, comme par exemple les droits à polluer.

Cet aspect lié à l'horizon de temps met en avant une caractéristique importante qui différencie l'actif immatériel de l'actif corporel. Contrairement aux éléments matériels, tels que les machines ou les usines qui apportent le maximum de bénéfices dès le début de leur utilisation, la valeur de l'actif immatériel a une grande capacité d'accumulation. Par exemple, les sociétés du secteur du luxe accumulent leur richesse grâce à la réputation de leurs marques. Ces marques, souvent centenaires, renforcent leur image au fil des années. Les laboratoires pharmaceutiques accumulent le savoir-faire et les résultats de recherches pendant des années en inventant des médicaments de plus en plus efficaces. La valeur des employés augmente avec leur ancienneté car les connaissances de plus en plus approfondies de l'activité de la société leur permettent d'effectuer un travail de meilleure qualité. Cette caractéristique, appelée par Arthur (1997) « source de rentabilités croissantes », n'est pas reconnue par le référentiel comptable.

Dans la comptabilité, l'élément peut être reconnu comme actif immatériel s'il remplit les conditions de comptabilisation à l'actif. Dans le paragraphe suivant, nous allons brièvement présenter les conditions de comptabilisation à l'actif selon ces trois référentiels.

6.3. Reconnaissance de l'actif immatériel

Les principes français ne prévoient pas de conditions strictes de comptabilisation, celle-ci étant généralement opérée à la date du transfert de propriété. Fiscalement, l'ensemble des droits susceptibles d'être considérés comme des éléments incorporels doivent :

- constituer une source régulière de profits,
- être dotés d'une pérennité suffisante,
- être cessibles.

Selon les IFRS, la comptabilisation est fondée davantage sur la notion de ressource contrôlée que sur la notion de patrimoine. Une immobilisation incorporelle doit être comptabilisée à l'actif si et seulement si les deux conditions suivantes sont simultanément remplies :

- il est probable que les avantages économiques futurs relatifs à cet actif iront effectivement à l'entreprise,
- le coût de cet actif peut être mesuré de façon fiable.

Pour être comptabilisé à l'actif selon les US GAAP, un élément doit remplir les conditions suivantes :

- correspondance à la définition d'un élément inclus dans les états financiers
- mesurabilité de manière fiable
- utilité de l'information pour les décisions des lecteurs des états financiers
- fiabilité et neutralité de l'information.

Les normes américaines sont les plus orientées vers les besoins des investisseurs. Le 3^{ème} critère prouve l'importance attribuée à ce type d'acteur.

La comptabilisation des immobilisations incorporelles dans les normes IFRS et les principes français est différente. Les conditions de comptabilisation dans le nouveau standard international et le référentiel américain se ressemblent quand il s'agit d'actifs acquis par l'entreprise. Par ailleurs, des divergences ressortent lorsque les actifs incorporels sont générés en interne. Les éléments générés en interne et non protégés juridiquement susceptibles d'être

comptabilisés à l'actif sont moins nombreux en IFRS que dans les anciennes normes françaises et dans le référentiel américain. Par exemple, la comptabilisation des frais engagés dans la création des marques est possible en cas de dépôt de marque selon les principes français. En revanche, dans les normes IFRS, aucune immobilisation, même partielle, des frais de création des marques en interne n'est autorisée. Selon les US GAAP, les conditions d'immobilisation et d'amortissement s'appliquent à partir du moment où l'entreprise peut démontrer la faisabilité technique de l'actif. L'immobilisation est interrompue quand le produit peut être lancé sur le marché. Les principes similaires s'appliquent à certains éléments des frais de développement pour les logiciels créés à destination interne.

Les conditions de comptabilisation à l'actif dans le nouveau référentiel international sont fondées sur la notion des avantages futurs. Cependant, la condition relative à la fiabilité de mesure du coût de l'actif peut être difficile à remplir. Le calcul de coût d'un actif immatériel est souvent difficile, surtout quand il s'agit des éléments du capital humain ou relationnel.

En outre, certaines restrictions concernant la comptabilisation des actifs générés en interne ne permettent pas de mettre en avant leur futur potentiel mais obligent à reconnaître immédiatement leurs coûts. L'obligation de comptabiliser certaines dépenses immatérielles en charges peut parfois décourager des investissements plus importants afin de ne pas pénaliser les résultats financiers à court terme. Les investisseurs raisonnent, malheureusement, à un horizon relativement limité. Une déception lors de la publication des résultats trimestriels pénalise fortement le cours boursier de la société. Un choix entre les investissements immatériels avec un fort potentiel à long terme et les attentes des investisseurs focalisés sur la rentabilité immédiate n'est pas facile, surtout si la comptabilité ne favorise pas ces premiers.

La problématique de comptabilisation à l'actif ou en charges est particulièrement importante dans le cas des frais de recherche et développement. Puisque la comptabilisation à l'actif est plus avantageuse pour les sociétés qui souhaitent satisfaire les besoins des actionnaires à court terme, la législation a le moyen de favoriser ce type de dépenses en permettant leur comptabilisation à l'actif. Dans le paragraphe suivant, nous allons présenter les normes qui indiquent les méthodes de comptabilisation des frais de R&D.

6.4. Cas particulier des frais de recherche et développement

Selon les principes français, il y a une distinction entre la recherche fondamentale et appliquée. La recherche fondamentale comprend les travaux entrepris soit par pure curiosité

scientifique soit pour apporter une construction théorique à la résolution de problèmes techniques.

La recherche appliquée sert soit à discerner les applications possibles des résultats de la recherche fondamentale soit à trouver des solutions nouvelles permettant d'atteindre un objectif déterminé.

Le développement est l'ensemble des travaux systématiques fondés sur des connaissances obtenues par la recherche ou l'expérience pratique, effectuée en vue de la production de produits ou de services ou de leur amélioration. (Plan Comptable Général du 29 avril 1999).

Les frais de recherche fondamentale sont obligatoirement comptabilisés en charges. Les frais de recherche appliquée et de développement sont également enregistrés en charges. Ils peuvent cependant être immobilisés si les conditions suivantes sont remplies :

- les projets en cause sont nettement individualisés,
- chaque projet doit avoir de sérieuses chances de réussite technique et de rentabilité commerciale,
- leur coût peut être distinctement établi.

Ces conditions correspondent aux critères d'identification, d'avantages futurs et de possibilité de mesurer de façon fiable les coûts de l'actif actuellement imposées par les normes IFRS. Cependant, l'ensemble des critères établis dans les nouvelles normes IFRS est plus riche.

Selon les IFRS, tous les frais de recherche (fondamentale et appliquée) doivent être comptabilisés en charges. En revanche, l'immobilisation des frais de développement est obligatoire à condition que l'entreprise puisse démontrer :

- la faisabilité technique de l'actif,
- son intention de l'utiliser ou de le vendre,
- les sources probables des avantages économiques futurs,
- la disponibilité actuelle ou future des ressources nécessaires pour réaliser le projet,
- la capacité à mesurer de manière fiable les dépenses nécessaires pour le développement de cet actif.

La comptabilisation des brevets créés en interne est identique à celle des frais de développement. Selon les principes français, ils peuvent être constatés en charges si l'entreprise n'immobilise pas les frais de recherche appliquée et de développement. En IFRS,

les brevets créés en interne sont immobilisés sous les conditions identiques à celles retenues pour les frais de développement.

Selon le référentiel américain, les frais de recherche (fondamentale et appliquée) et de développement doivent être comptabilisés en charges. Leur immobilisation est très rare.

Puisque les critères de comptabilisation en charges sont plus précis dans le référentiel IFRS que ceux définis par les principes français, le volume de frais de développement et de brevets comptabilisés à l'actif peut être moins important en IFRS. De nouveau, l'obligation de comptabiliser certaines dépenses R&D en charges peut pénaliser la rentabilité à court terme. Ainsi, afin de satisfaire les actionnaires, les dirigeants sont parfois amenés à compromettre la rentabilité future en allouant un budget R&D plus modeste. Par conséquent, nous pouvons conclure que les normes comptables actuelles (même après le passage au référentiel international) n'encouragent pas particulièrement les dépenses R&D.

Il existe également un autre actif immatériel traité toujours séparément. Il s'agit du goodwill. Nous allons brièvement parcourir les textes des normes comptables concernant le traitement du goodwill.

6.5. Actif incorporel dans le cadre de regroupements

Le goodwill peut être considéré comme un pont entre la valeur de l'entreprise acquise (ou son entité) qui figure dans ses propres états financiers et la valeur de ses actifs identifiés dans les comptes consolidés. La durée de vie du goodwill acquis correspondrait donc à la période pendant laquelle la valeur de l'entreprise acquise dépassera la valeur constatée dans les comptes consolidés.

Selon les principes français, les éléments incorporels étaient souvent incorporés au goodwill. Une immobilisation incorporelle peut être comptabilisée séparément du goodwill si elle est identifiable, c'est-à-dire :

- si elle peut être évaluée séparément selon des critères objectifs et pertinents fondés sur les avantages économiques futurs, sa valeur de marché ou, à défaut, sur d'autres méthodes,
- et si son évaluation peut faire l'objet d'un suivi dans le temps.

Le goodwill négatif est présenté à l'actif du bilan consolidé en déduction des goodwills positifs même s'il s'agit d'une autre entreprise consolidée.

En IFRS, la plupart des actifs incorporels doit être comptabilisée séparément du goodwill. Il s'agit surtout d'éléments incorporels non protégés juridiquement comme par exemple, les parts de marché, les fichiers clients, les carnets de commande résiliables, les relations non contractuelles avec les clients, les contrats de travail des personnes clés ou les bases de données non protégées juridiquement. Ainsi, toute immobilisation incorporelle (répondant à la définition des immobilisations incorporelles et notamment au critère contractuel et de séparabilité) doit être comptabilisée séparément du goodwill, à l'exception du capital humain. Cependant, les parts de marché, qui ne font l'objet d'aucune protection légale ou contractuelle et qui ne sont pas séparables de l'entreprise acquise, sont incorporées au goodwill tandis qu'en principe français il est possible de les comptabiliser séparément.

Le capital humain acquis dans le cadre d'un regroupement ne peut jamais être comptabilisé séparément du goodwill. Les contrats de travail conclus avec des personnes clés sont traités individuellement.

Le goodwill positif est obligatoirement comptabilisé dans sa totalité à l'actif du bilan consolidé de l'acquéreur. Ultérieurement, le goodwill n'est plus amorti mais soumis à des tests de dépréciation. Le goodwill négatif est comptabilisé dans sa totalité en résultat d'exercice d'acquisition sans distinction entre les pertes futures non identifiées et autres composantes du goodwill.

Les normes FASB Statement 141, Accounting for Business Combinations et Statement 142, Accounting for Goodwill and Other Intangible Assets indiquent les règles précises de distinction entre le goodwill et l'immobilisation incorporelle lors d'un regroupement. Les principes américains visent également une allocation juste des actifs incorporels et empêchent les entreprises de 'gonfler' le goodwill afin d'augmenter les bénéfices. Les actifs incorporels qui sont immobilisés et dont la durée de vie est déterminée doivent être amortis. Cela produit des charges qui ont un impact plus ou moins important sur les résultats de l'entreprise. La liberté d'allocation lors d'un regroupement incitait les sociétés à comptabiliser la plupart des éléments en goodwill et ainsi diminuer les charges d'amortissement.

Actuellement, les conditions plus strictes d'allocation incitent les entreprises en phase de regroupement à mieux évaluer leurs immobilisations incorporelles et à mieux comprendre leur rôle dans l'activité présente et future de la société. Le goodwill doit être alloué selon les UGT (Unités Génératrices de Trésorerie) dont la conception nécessite une réflexion et justification. Une allocation excessive de l'actif immatériel dans le goodwill qui est soumis aux tests de valeur expose les sociétés au risque plus élevé de volatilité des résultats surtout si les éléments ne sont pas bien valorisés dès le départ. Aujourd'hui, les sociétés tentent de comptabiliser les éléments immatériels à l'actif car les plans d'amortissement permettent de répartir les charges de manière prévisible. Cependant, les conditions strictes de comptabilisation ne laissent pas beaucoup de liberté.

Une allocation justifiée des actifs incorporels est une tâche difficile et nécessite une bonne compréhension de la richesse incorporelle et de son rôle dans la société. Les entreprises qui ont réalisé de nombreuses acquisitions ont dû faire face à ce problème d'allocation lors du passage aux nouvelles normes IFRS. Les principes français incitaient les entreprises à allouer la plupart de sa richesse immatérielle au goodwill ce qui rendait difficile sa juste valorisation. Par conséquent, nous pouvons conclure que l'évolution des textes comptables est plutôt avantageuse pour les investisseurs qui ont plus de certitude que l'allocation des éléments immatériels lors d'un regroupement est juste.

7. Limites des définitions comptables

Dans cette première partie focalisée sur l'approche comptable à la définition et à la reconnaissance de l'actif immatériel, nous avons évoqué l'impact important des changements liés au passage au référentiel comptable international en 2005 pour les groupes européens. Cette évolution visait à assurer plus d'informations et de transparence aux investisseurs. Ensuite, nous avons parcouru les définitions de l'actif immatériel selon les trois différents référentiels comptables (ancien français, IFRS et américain). Par ailleurs, nous nous sommes penchés sur la problématique de reconnaissance de l'actif immatériel par les normes comptables avec l'accent particulier mis sur le traitement des frais de R&D et du goodwill. Toutes ces réflexions nous permettent d'identifier certaines limites des normes comptables que nous allons citer ci-dessous.

De manière générale, le nouveau référentiel comptable fournit une meilleure définition de l'actif incorporel. Le recours à la notion d'avantages économiques futurs et le dépassement du

cadre juridique permettent une meilleure prise en compte des immobilisations incorporelles. A l'image des normes américaines, les standards internationaux tentent de fournir les informations dont l'utilité pour les investisseurs sera plus grande. Cependant, certaines restrictions, liées notamment aux actifs pour lesquels les droits opposables devant les tribunaux n'existent pas et à ceux générés en interne, ne permettent pas de reconnaître à l'actif certains éléments immatériels, tels que les talents spécifiques ou les relations avec la clientèle. Les nouvelles normes imposent une comptabilisation plus fréquente en charges. Ceci pénalise la rentabilité à court terme ce qui peut être très mal perçu par le marché financier. Ainsi, certaines dépenses immatérielles (ex : pour la R&D) peuvent être réduites au détriment du potentiel qu'elles pourraient apporter à long terme.

En outre, la condition de comptabilisation concernant la fiabilité de mesure du coût de l'actif peut limiter le volume des éléments reconnus comme des actifs. Par exemple, il est difficile d'estimer le coût des efforts qui visent un élargissement du réseau de contacts de la société.

Une autre limite importante des définitions comptables vient de la suppression de la condition relative à l'utilisation durable de l'actif. Ce changement peut avoir une incidence à l'avenir pour la reconnaissance de certains éléments, comme par exemple les droits à polluer. La durabilité est une caractéristique particulièrement importante dans le cas des actifs incorporels.

L'allocation des actifs lors de regroupement de sociétés semble plus pertinente et plus justifiée selon le nouveau référentiel international. Cependant, certains éléments, tels que les parts de marché qui ne font l'objet d'aucune protection légale et contractuelle ou le capital humain, restent toujours incorporés au goodwill. Une telle perception de ces actifs semble négliger leur rôle au sein de la société.

Pour résumer, nous pouvons constater que les nouvelles normes comptables permettent de mieux prendre en compte certains actifs immatériels. Cependant, les restrictions quant à la nécessité d'apporter des preuves de contrôle ne permettent pas de reconnaître certains actifs, et notamment ceux liés au capital humain et relationnel. En outre, malgré le progrès apporté par l'introduction des nouvelles conditions d'allocation d'actifs dans le cadre d'un regroupement, certains éléments ne sont toujours pas traités séparément. Ainsi, le rôle du

capital humain ou des parts de marché ne peut pas être distingué de celui du goodwill dans sa totalité.

Compte tenu de ces problèmes de reconnaissance de certains actifs selon l'approche comptable, les chercheurs ont multiplié leurs efforts afin de proposer des approches complémentaires qui seraient plus adaptées au traitement de l'actif immatériel.

Dans le paragraphe suivant, nous allons présenter et analyser certaines approches non comptables au traitement de la richesse immatérielle des sociétés.

8. Définitions non comptables

Selon les approches non comptables, l'actif immatériel est également défini comme un élément sans forme matérielle, difficile à percevoir et à quantifier.

Dans son article « Intellectual Capital – thinking ahead » publié dans Australian CPA en juin 1998, Sveiby utilise une belle métaphore : « Dans la forêt derrière la maison de mes parents en Suède, il y a un **puit** naturel alimenté par une source. Il est tellement petit que l'on ne peut pas le voir sans se pencher. La surface a l'air calme mais quand on y regarde de plus près on voit que l'eau jaillit lentement à la surface depuis une source cachée. [...] La vraie valeur d'un puit réside dans sa capacité de renouvellement et non dans ses réserves. »

Cette métaphore correspond bien à la nature de la richesse immatérielle de l'entreprise car la force de la société réside dans les éléments cachés « sous la surface », tels que les compétences humaines, les capacités de communiquer ou les systèmes d'information.

La littérature nous propose également des définitions moins abstraites. L'actif immatériel est décrit comme :

- une source d'avantages futurs sans forme matérielle - Lev et al. (2001),
- une source de rentabilités croissantes - Arthur (1997),
- des flux monétaires futurs - Herscovici (1994),
- le capital intellectuel - Sullivan (2000),
- la différence entre la valeur boursière et valeur comptable – Edvinsson et Malone (1997).

Nous allons brièvement présenter toutes ces approches afin d'illustrer la variété d'interprétations possibles.

Lev et al. (2001) définissent l'actif immatériel comme une source d'avantages futurs qui n'a pas de forme matérielle. Cette définition est très proche de la définition comptable selon le nouveau référentiel où l'actif n'est pas considéré comme la propriété de la société mais comme une source d'avantages futurs. Les chercheurs insistent sur la reconnaissance de l'immatériel en tant qu'actif et non en tant que charge. Ils critiquent le fait de pénaliser certains investissements dans l'immatériel par la comptabilité actuelle (ex : dans la R&D, la formation des employés) car cela a un impact négatif sur les performances des entreprises à long terme. Face à l'obligation fréquente de comptabilisation de l'immatériel en charges, les sociétés s'abstiennent d'investir des sommes importantes dans la richesse immatérielle. Elles ne veulent pas compromettre leur rentabilité à court terme et cela diminue leur potentiel futur. Les chercheurs font appel à la communauté financière pour qu'elle comprenne l'importance de l'actif immatériel dans la création du potentiel futur. Une vision à court terme ne permet pas d'apprécier le rôle des éléments qui n'apportent pas d'avantages financiers immédiats.

Arthur (1997) continue la réflexion de Lev en définissant l'immatériel comme une source de rentabilités croissantes. Dans l'économie traditionnelle, l'entreprise rencontre sur son chemin de développement des limites qui entraînent soit une croissance des charges soit une baisse des bénéfices. L'actif immatériel permet de renforcer le potentiel futur afin de surmonter les difficultés rencontrées et s'adapter aux nouvelles conditions. L'implémentation d'une nouvelle technologie, l'amélioration de compétences ou le renforcement de relations commerciales peuvent aider à atteindre de meilleures performances dans un environnement plus difficile.

Hersovici (2006) s'oppose à la reconnaissance de l'immatériel en tant qu'actif. Il propose d'interpréter l'immatériel à travers les flux qu'ils génèrent. Il constate que la plupart des ressources ne peut être ni possédée ni contrôlée. La société peut uniquement profiter de ces ressources pour générer des bénéfices. L'utilisation de ces ressources générerait des charges et apporterait des bénéfices. En revanche, la perception de l'actif comme une source de charges et de bénéfices doit être interprétée dans l'ensemble de son contexte temporel. Dans le cas des actifs immatériels, les charges sont souvent enregistrées bien avant les bénéfices. Les investissements immatériels sont fréquemment suivis par une période d'incubation nécessaire

pour franchir le seuil de rentabilité. Par exemple, les innovations technologiques doivent atteindre un certain niveau d'acceptation afin de rapporter des bénéfices.

La problématique de l'horizon de temps n'est pas prise en compte par les normes comptables qui imposent une comptabilisation immédiate en charges de certains investissements tandis que les bénéfices sont attendus à plus long terme (ex : dépenses R&D). Comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, cette approche pénalise une partie des investissements en immatériel compte tenu de l'intérêt des investisseurs pour la rentabilité à court terme.

Sullivan (2000) évoquent la notion du capital intellectuel. Le terme « capital » impose une rupture avec la pensée comptable. Par l'introduction du terme « intellectuel », les chercheurs mettent l'accent sur l'importance des compétences humaines dans la création de la richesse immatérielle de l'entreprise. Le savoir-faire, les brevets, l'éducation du personnel, leur motivation, les relations avec les clients et les partenaires existent et peuvent être exploitées grâce aux compétences humaines. Sans facteur humain, la société ne peut pas fonctionner.

Enfin, Edvinsson et Malone (1997) proposent de comprendre l'actif immatériel des sociétés cotées comme la différence entre la valeur comptable et sa valeur boursière. Cette approche a fait l'objet de nombreux débats. Nous allons nous pencher un peu plus sur cette approche dans le paragraphe suivant.

9. Actif immatériel ou la différence entre valeur comptable et valeur boursière

Edvinsson et Malone (1997) perçoivent l'immatériel comme la différence entre la valeur boursière et la valeur comptable. Ils constatent que les états financiers ne prennent pas en compte les actifs immatériels et le marché les valorise de manière subjective. Ainsi, l'écart observé entre la valeur comptable et la valeur boursière, c'est-à-dire, la valeur attribuée par le marché, correspond à la valeur de l'actif immatériel.

Aujourd'hui, ce concept est très critiqué. Premièrement, le changement du référentiel comptable permet une meilleure prise en compte des éléments immatériels. Ainsi, certains éléments ont leur place dans les états financiers. Deuxièmement, la bulle spéculative de l'année 2000, qui a été à l'origine de l'effondrement des valeurs boursières de la plupart des

sociétés, a mis en évidence la volatilité de la valeur boursière et l'impact incontestable des facteurs psychologiques sur les décisions des investisseurs.

La littérature propose au moins trois arguments qui nous incitent à rejeter la définition de l'actif immatériel comme la différence entre les valeurs comptable et boursière :

1. Accessibilité de l'information sur l'actif immatériel.

Le manque d'information sur l'immatériel peut être à l'origine de la sur- ou sous-évaluation du potentiel de la société. Nous allons nous interroger dans les paragraphes suivants sur les méthodes actuelles de mesure de l'actif immatériel. Il semble que le marché souffre d'une insuffisance de données quantitatives sur la valeur de l'actif immatériel. Par ailleurs, un manque d'échanges d'information en interne, dont nous avons parlé dans les paragraphes précédents, rend difficile la communication externe sur la richesse immatérielle.

2. Impact des facteurs psychologiques sur les cours boursiers.

Comme nous l'avons constaté au début du paragraphe, les facteurs psychologiques jouent un rôle très important sur les marchés financiers. La bulle spéculative due à une sur-estimation du potentiel des sociétés technologiques et son effondrement en 2000 sont la meilleure preuve de l'influence des facteurs psychologiques sur la performance du marché.

3. Rationalité des investisseurs.

La théorie des marchés financiers suppose une rationalité des investisseurs. Cependant, les choix deviennent moins rationnels quand il s'agit d'éléments dont la valorisation est particulièrement difficile. Comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, la reconnaissance de certains éléments immatériels est impossible selon les normes comptables actuelles. Cela ne permet pas de les valoriser avec certitude.

Upton (2001) présente une conception intéressante des composantes de la valeur boursière. Selon ce chercheur, l'écart entre la valeur boursière et la valeur comptable est la somme des quatre éléments suivants :

1. Ecart entre la valeur comptable et la perception de cette valeur par le marché.

Les mêmes éléments ne sont pas toujours évalués de la même manière par le marché et par la comptabilité.

2. Valeur estimée par la société des éléments immatériels non inclus dans le bilan.

De nombreux éléments (et notamment les composantes du capital humain et relationnel), ne sont pas pris en compte par le référentiel comptable en vigueur. Par conséquent, le marché valorise ces éléments indépendamment de la valorisation comptable.

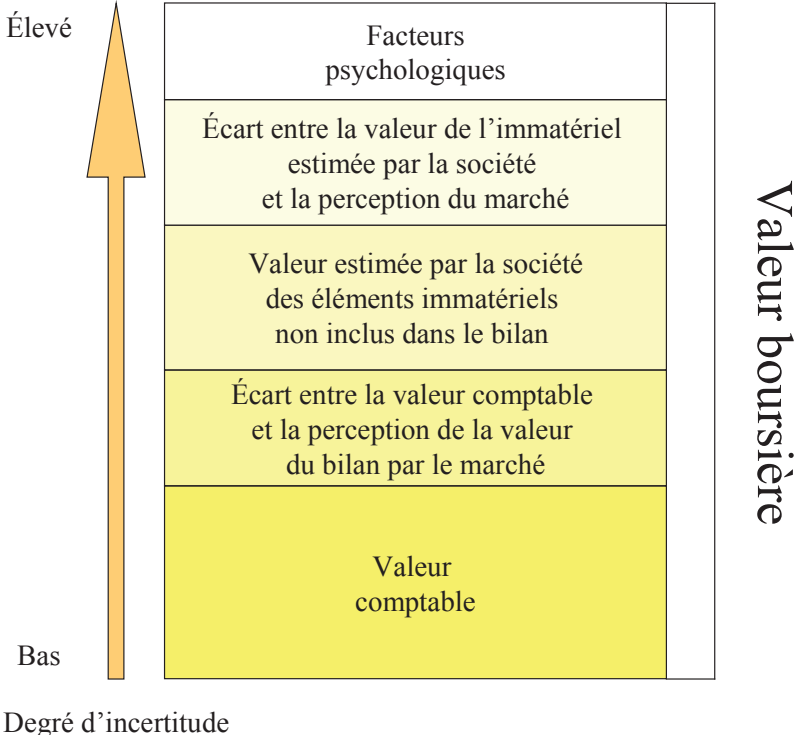
3. Écart entre la valeur de l'actif immatériel estimée par la société et la perception du marché.

Les valorisations faites par les investisseurs peuvent fortement varier de celles effectuées par les sociétés. Dans les paragraphes suivants, nous allons nous pencher sur le problème de mesure de la richesse immatérielle de sociétés.

4. Facteurs psychologiques.

Dans des conditions d'incertitude, le marché est susceptible de passer de périodes d'euphorie et de pessimisme qui ne peuvent pas se justifier par des raisons fondamentales.

Figure 5 : Illustration graphique de la conception de la valeur boursière



Gu et Lev (2001) s'opposent également à l'assimilation de l'actif immatériel à la différence entre la valeur comptable et la valeur boursière. Les chercheurs constatent qu'une telle logique devrait être fondée sur les deux convictions suivantes :

1. L'actif est toujours bien valorisé pas le marché financier.
2. Le bilan reflète toujours la vraie valeur de l'actif.

Comme nous l'avons déjà constaté en analysant le raisonnement de Upton, ces deux hypothèses sont fausses. Par conséquent, une telle logique de valorisation de l'actif immatériel ne nous semble pas fondée.

Dans cette section, nous avons présenté les définitions de l'actif immatériel en prenant en compte les différences entre la perception comptable et non comptable de ces actifs. Dans le paragraphe suivant, nous allons comparer ces définitions et identifier leurs points forts et faiblesses.

10. Comparaison des définitions comptables et non comptables

Le passage aux nouvelles normes comptables et le recours à la notion des avantages économiques futurs permettent de mieux définir les actifs incorporels de la société. Cependant, les restrictions liées à l'existence des droits opposables devant les tribunaux ne permettent pas de reconnaître certains éléments immatériels, tels que les talents spécifiques ou les relations avec la clientèle. En outre, une comptabilisation plus fréquente en charges de certains éléments pénalise des investissements immatériels au détriment de la performance à long terme. Enfin, la suppression de la condition relative à la durabilité de ces actifs ne permettra pas de reconnaître certains éléments, tels que les droits à polluer.

Les approches non comptables sont moins strictes et permettent de mieux interpréter et reconnaître l'actif immatériel. Il est comparé à un moteur de croissance invisible qui génère des bénéfices à long terme. L'horizon de temps est particulièrement important dans l'analyse de l'actif immatériel. Les chercheurs mettent l'accent sur la possibilité d'analyser les flux générés par les actifs immatériels à long terme car souvent les investissements dans l'immatériel ne sont pas rentables à court terme.

Malheureusement, aucune approche non comptable n'est reconnue comme un standard adopté. Cela a de fortes répercussions sur leur perception par le marché.

Comme nous l'avons constaté dans la première partie de cette étude, la communauté financière a besoin de données concrètes et objectives. Un manque de précision expose la société à de fortes critiques, voire à une perte de crédibilité. Ainsi, les sociétés préfèrent se limiter aux notions communes imposées par les normes en vigueur car les termes et les raisonnements pré-établis rassurent le marché. Cela peut expliquer le constat fait par Cornardeau (2001), que nous avons cité dans la première partie de l'étude. Les sociétés préfèrent garder le silence si elles ne disposent pas de cadre établi permettant de défendre leur discours. Dans le contexte évoqué par Cornardeau, ce silence a été lié aux incertitudes concernant l'impact du passage au nouveau référentiel comptable sur les valorisations d'entreprises. Les entreprises refusaient de fournir des données complémentaires car dans les nouvelles circonstances, les messages transmis risquaient d'être subjectifs. Les incertitudes liées à l'interprétation et à la valorisation des immatériels en dehors du cadre comptable limitent la communication sur l'immatériel. Dans les parties qui suivent, nous allons analyser la problématique liée au rôle et à la valorisation de l'actif immatériel ainsi que son impact sur la communication financière.

Mais avant cela, nous allons donner une classification plus précise des actifs immatériels car les définitions citées auparavant ne permettent pas de dégager précisément les composantes de la richesse immatérielle des sociétés.

SECTION 2 : CLASSIFICATION DE L'ACTIF IMMATERIEL

Dans la section précédente, nous avons mentionné quelques actifs immatériels tels que les parts de marché, les marques, les systèmes d'information, les brevets etc. Dans cette section, nous allons essayer de compléter cette liste en montrant clairement les composantes des éléments immatériels. Afin d'atteindre cet objectif, nous allons parcourir les classifications comptables et non comptables présentées dans la littérature. Cet exercice nous permettra de juger de l'exhaustivité de ces classifications.

1. Approches comptables : PCG, IFRS et US GAAP

La comptabilité nous présente une liste précise des éléments qui, sous certaines conditions (dont nous avons parlé dans les paragraphes précédents), peuvent être reconnus comme actif immatériel. L'article 442/20 du Règlement N° 99.03 du 29 avril 1999 (PCG) du Comité de la réglementation comptable présente la liste suivante des immobilisations incorporelles :

- Frais d'établissement, dont
 - o Frais de constitution,
 - o Frais de premier établissement,
 - o Frais de prospection,
 - o Frais de publicité,
 - o Frais d'augmentation de capital et d'opérations diverses (fusions, scissions, transformations),
- Frais de recherche et de développement,
- Concessions et droits similaires, brevets, licences, marques, procédés, logiciels, droits et valeurs similaires,
- Droit au bail,
- Fonds commercial, et
- Autres immobilisations incorporelles.

Les référentiels européen et américain fournissent des listes équivalentes des immobilisations incorporelles reconnues comme des actifs. Ainsi, le standard international IFRS 3 et les normes FAS 141 et 142 présentent une liste organisée autour de cinq catégories d'actifs : marketing, clients, activité artistique, contrats et technologie.

Tableau 1 : Immobilisations incorporelles reconnues comme des actifs selon les référentiels américain et européen

MARKETING
<ul style="list-style-type: none"> Marques bénéficiant de droits légaux Marques ne bénéficiant pas de droits légaux Vêtements de marque Titres de journaux Noms de domaines Internet déposés Ententes commerciales
CLIENTS
<ul style="list-style-type: none"> Liste de clients Carnet de commandes Contrats et relations contractuelles avec les clients Relations non contractuelles faisant l'objet de transactions d'échange
ACTIVITE ARTISTIQUE
<ul style="list-style-type: none"> Pièces de théâtre, opéras, ballets Livres, magazines, journaux et autres œuvres littéraires Compositions, paroles de chansons et slogans publicitaires Images et photos Vidéos, dessins animés, vidéo-clips, programmes télévisés
CONTRATS
<ul style="list-style-type: none"> Licences, royalties, accords Contrats de publicité, de construction, de gestion et de fourniture Contrats de leasing, de location simple Permis de construction Franchises Droits de diffusion audiovisuelle Droits environnementaux Contrats de service Contrats d'embauche
TECHNOLOGIE
<ul style="list-style-type: none"> Brevets Logiciels Bases de données Secrets industriels

A chaque liste, il faut ajouter le goodwill qui, dans les plans comptables, ne figure pas parmi les immobilisations incorporelles.

La liste des immobilisations incorporelles de l'ancien référentiel français est moins détaillée que celles des nouveaux cadres international et américain. Une réorganisation de la liste autour de cinq axes représentant les principales catégories d'actifs incorporels est une nouveauté dans les normes internationales et américaines. Une telle classification permet de mieux reconnaître certains éléments, tels que les noms de domaines Internet ou les relations non contractuelles.

Cependant, même avec le passage aux nouvelles normes, qui ont sans doute apporté certaines clarifications quant à l'identification des actifs incorporels, les éléments liés aux compétences humaines, la culture de la société ou la motivation des employés n'ont toujours pas leur place dans les normes comptables.

Essayons maintenant d'analyser les classifications non comptables qui permettent probablement de mieux prendre en compte ces éléments.

2. Classifications non comptables

Dans la littérature, il existe plusieurs classifications de l'actif immatériel. Nous n'allons pas présenter toutes les classifications existantes car elles sont souvent fondées sur les mêmes concepts. Nous en avons choisi trois qui, selon nous, illustrent le mieux la diversité des approches présentées dans la littérature. Ainsi, nous avons opté pour les classifications suivantes :

- Classification de Sveiby (1986) proposée dans le rapport « *The Invisible Balance Sheet* »
- Classification de Edvinsson (1991) adoptée au sein de la société d'assurances Skandia AFS
- Classification de Roos (1997) présentée lors de la construction de la méthodologie *IC-index*

2.1. « The Invisible Balance Sheet » par Sveiby

Sveiby (1986) introduit la notion du « bilan invisible » qui est un complément au bilan traditionnel et regroupe les données sur l'actif immatériel. Le chercheur organise sa classification autour de trois axes : compétences individuelles, structure interne et structure externe.

Tableau 2 : Classification de l'actif immatériel par Sveiby (1986)

COMPETENCES INDIVIDUELLES
Capacités d'adaptation et de réaction, Education Expérience Valeurs et compétences sociales
STRUCTURE INTERNE
Brevets Idées Systèmes informatiques, Procédures administratives, Culture d'entreprise, Normes sociales et comportementales
STRUCTURE EXTERNE
Relations externes avec les clients et les fournisseurs, Marques, Réputation

Cette classification fait apparaître trois axes qui contribuent à l'activité de la société. Le premier est lié au capital humain et ses compétences. Ces actifs constituent la base de chaque entreprise car ils permettent de développer et de préserver les éléments qui font partie des deux autres catégories. Le deuxième axe comprend les éléments immatériels qui sont créés au sein de la société. Ils ne sont pas toujours sa propriété ou sous son contrôle. En revanche, leur ensemble contribue à sa richesse et à son image auprès des observateurs externes. Le troisième groupe d'actifs regroupe les éléments dont la valeur dépend de la perception de la société par ses clients et ses partenaires. Afin de préserver la valeur de ces actifs, l'entreprise doit prendre soin de la qualité de ses échanges avec les acteurs externes. La structure externe est moins maîtrisée par la société que les autres éléments de la richesse immatérielle.

2.2. Edvinsson et Skandia AFS

Comme nous l'avons indiqué dans les paragraphes précédents, Edvinsson (1991) a introduit la notion du « capital intellectuel ». La signification de ce terme est équivalente à celle de l'actif immatériel présentée par d'autres auteurs. Cependant, une telle appellation met l'accent sur le rôle primordial des compétences humaines dans la création de valeur au sein des sociétés.

Edvinsson regroupe le capital intellectuel en trois catégories : capital structurel, capital humain et capital client.

Tableau 3 : Classification de l'actif immatériel par Edvinsson (1991)

CAPITAL STRUCTUREL
Systèmes d'information Culture et stratégie Position sur le marché Partage d'information, Qualité et philosophie de gestion, Utilisation des nouvelles technologies
CAPITAL HUMAIN
Motivation et fidélité des employés Niveau d'initiative Volonté d'apprendre Créativité, Education, Compétences professionnelles Diversité culturelle Niveau d'investissement dans les ressources humaines, Savoir-faire
CAPITAL CLIENT
Relations avec le client Intégration opérationnelle Valeurs et normes comportementales Marques Fidélité des clients Pénétration du marché Chaînes de distribution

Edvinsson organise également la classification autour de trois catégories et fait apparaître séparément le capital humain et ses compétences. En revanche, les deux autres catégories ne sont pas équivalentes à celles proposées par Sveiby. Dans cette classification, il n’y a pas de véritable distinction entre l’intérieur et l’extérieur d’entreprise. L’auteur met plutôt l’accent sur les éléments liés à l’organisation de l’activité et ceux relatifs aux relations avec les clients.

2.3. IC Index *par Roos*

Roos (1997) proposent de distinguer quatre groupes d’actifs en introduisant une nouvelle catégorie : innovation. Les autres éléments sont répartis entre l’actif relationnel, l’actif humain et l’infrastructure.

Tableau 4 : Classification de l’actif immatériel par Roos (1997)

CAPITAL RELATIONNEL
<ul style="list-style-type: none"> Marques Clients Réseau de distribution Contrats Accords Licences et franchises
CAPITAL HUMAIN
<ul style="list-style-type: none"> Expertise Capacités de résolution des problèmes Leadership Compétences de gestion
INNOVATION
<ul style="list-style-type: none"> Savoir-faire Secrets industriels Brevets et droits divers
INFRASTRUCTURE
<ul style="list-style-type: none"> Technologies Procédures d’organisation

Culture d'entreprise Méthodes de gestion Bases de données Systèmes d'information

Dans les années 90, le rôle de l'innovation s'est renforcé ce qui a été pris en compte dans les nouvelles classifications. Les éléments qui étaient auparavant répartis entre les composantes de la structure interne et externe constituent désormais une catégorie indépendante. Les autres actifs sont regroupés de manière équivalente à celle proposée par Edvinsson. Ils sont répartis entre le capital humain, relationnel et structurel.

Comme nous avons pu l'observer en analysant les différentes classifications non comptables de l'actif immatériel, les chercheurs le perçoivent à travers les axes suivants :

- Compétences humaines,
- Structure organisationnelle,
- Relations avec l'extérieur, et
- Capacité à innover.

Certains chercheurs ont proposé encore plus de catégories d'actifs en séparant, par exemple, la technologie et la structure interne (cf. Bontis, 1996).

Nous allons maintenant comparer cette perception de l'actif immatériel avec la vision comptable présentée dans les paragraphes précédents. Une telle comparaison nous permettra de mettre en avant les points forts et les points faibles de chacune des deux approches.

3. Divergences entre les classifications comptables et non comptables

Dans cette analyse, nous allons nous focaliser sur la classification présentée dans le nouveau référentiel comptable international et celle proposée par Roos. Ces deux classifications sont, à notre avis, les plus complètes et permettront une comparaison plus riche.

Tableau 5 : Comparaison des classifications comptable et non comptable de l'actif immatériel

APPROCHE COMPTABLE	CLASSIFICATION NON COMPTABLE
--------------------	------------------------------

MARKETING	CAPITAL RELATIONNEL
<p>Marques bénéficiant de droits légaux</p> <p>Marques ne bénéficiant pas de droits légaux</p> <p>Vêtements de marque</p> <p>Titres de journaux</p> <p>Noms de domaines Internet déposés</p> <p>Ententes commerciales</p>	<p>Marques</p> <p>Réputation</p> <p>Satisfaction de client</p> <p>Réseau de distribution</p> <p>Relations avec les clients</p> <p>Contrats</p> <p>Licences et franchises</p>
CLIENTS	
<p>Liste de clients</p> <p>Carnet de commandes</p> <p>Contrats et relations contractuelles avec les clients</p> <p>Relations non contractuelles faisant l'objet de transactions d'échange</p>	
ACTIVITE ARTISTIQUE	CAPITAL HUMAIN
<p>Pièces de théâtre, opéras, ballets</p> <p>Livres, magazines, journaux et autres œuvres littéraires</p> <p>Compositions, paroles de chansons et slogans publicitaires</p> <p>Images et photos</p> <p>Vidéos, dessins animés, vidéo-clips, programmes télévisés</p>	<p>Expertise</p> <p>Efficacité des employés</p> <p>Capacités de résolution de problèmes</p> <p>Leadership</p> <p>Compétences de gestion</p>
CONTRATS	INFRASTRUCTURE
<p>Licences, royalties, accords</p> <p>Contrats de publicité, de construction, de gestion et de fourniture</p> <p>Contrats de leasing, de location simple</p> <p>Permis de construction</p> <p>Franchises</p> <p>Droits de diffusion audiovisuelle</p> <p>Droits environnementaux</p> <p>Contrats de service</p> <p>Contrats d'embauche</p>	<p>Technologies</p> <p>Procédures d'organisation</p> <p>Culture de l'entreprise</p> <p>Méthodes de gestion</p> <p>Bases de données</p> <p>Systèmes d'information</p>
TECHNOLOGIE	INNOVATION

Brevets	Savoir-faire
Logiciels	Secrets industriels
Bases de données	Brevets et droits divers
Secrets industriels	Produits innovants
	Processus de production

Dans le tableau ci-dessus, nous avons essayé de trouver des catégories équivalentes dans les deux classifications. Une telle visualisation nous permet de mieux comparer les termes utilisés dans les deux classifications.

Après une première lecture, nous remarquons que les éléments distingués dans les normes comptables sont très précis et facilement identifiables. Les termes utilisés dans la classification non comptable correspondent à des notions plus vastes qui n'ont pas toujours d'équivalents dans les standards communs. En gras, nous avons souligné les éléments des classifications non comptables qui n'ont pas d'équivalent dans les approches comptables. Puisque l'identification de ces actifs est difficile, les normes comptables ne les considèrent pas en tant qu'actifs et les ignorent. Pourtant, leur rôle dans la société ne peut être contesté. « *Aujourd'hui, la véritable richesse n'est pas concrète, elle est abstraite* » constatent Lévy, Jouyet dans le « Rapport de la Commission sur l'Economie de l'Immatériel » publié en novembre 2006. Nous pouvons donc conclure que les normes comptables proposent une classification plus précise mais plus restreinte des éléments immatériels. Les actifs qui ne peuvent pas être identifiés séparément des autres éléments ne sont pas reconnus. Dans l'approche non comptable, la liste des éléments est plus riche. En revanche, certains actifs ne sont pas quantifiés par les standards actuels ce qui pose des problèmes lors de leur évaluation.

Ces différences dans la perception des actifs immatériels selon les deux approches peuvent avoir des répercussions sur la communication des sociétés auprès de la communauté financière. Comme nous l'avons constaté dans la première partie de l'étude, l'intérêt particulier du marché pour l'impact des données communiquées sur la rentabilité impose aux entreprises le choix de données précises et standardisées qui permettent d'effectuer des valorisations financières. Par conséquent, le recours à la terminologie non comptable peut être rare. Dans la section suivante, nous allons nous focaliser sur les problèmes de mesure de l'actif immatériel.

SECTION 3 : PROBLEMES DE MESURE DE L'ACTIF IMMATERIEL

Une bonne compréhension de la richesse immatérielle reste difficile compte tenu de son caractère complexe et parfois difficile à identifier. Dans leurs décisions d'investissement, les sociétés risquent de négliger certains éléments incorporels dont les coûts et bénéfices ne peuvent pas être estimés de manière fiable. En définissant leurs stratégies dans un environnement hautement concurrentiel, les sociétés ont besoin de notions et de calculs précis. Des investissements dans les éléments immatériels dont la rentabilité ne peut être estimée avec un certain degré de certitude peuvent être abandonnés compte tenu d'un niveau de risque élevé. Dans cette section, nous allons parcourir les méthodes de mesure comptables et non comptables. Cette analyse nous permettra d'identifier leurs points forts et points faibles et de mieux comprendre les éventuels enjeux liés à la mesure de l'actif immatériel.

1. Approches comptables à la mesure de l'actif incorporel

Nous allons nous concentrer essentiellement sur les normes IFRS car elles montrent dans ce domaine un progrès important par rapport à l'ancien référentiel français. Les normes internationales introduisent la notion du coût d'entrée et des tests de valeur qui permettent d'actualiser la valorisation de l'actif immatériel. Deux normes précisent le traitement des actifs immatériels et leur dépréciation : IAS 36 et IAS 38.

1.1. Détermination du coût d'entrée

Les immobilisations acquises à titre onéreux doivent être enregistrées à leur coût d'acquisition, correspondant à leur prix d'achat majoré des frais accessoires nécessaires à la mise en état d'utilisation du bien. Les IFRS permettent rarement l'activation des actifs générées en interne. Il s'agit principalement des frais de développement.

Les dépenses ultérieures relatives à des immobilisations incorporelles déjà comptabilisées ne peuvent pas être immobilisées, sauf :

- s'il est probable que ces dépenses permettront à l'actif de générer des avantages économiques futurs au-delà du niveau de performance défini à l'origine ;
- et si ces dépenses peuvent être évaluées et attribuées à l'actif de façon fiable.

En pratique, il est difficile de déterminer le niveau des avantages économiques futurs et d'attribuer directement ces dépenses à une immobilisation. Ainsi, ces dépenses sont habituellement comptabilisées en charges.

Sur la base de ces données, nous pouvons constater que la valorisation initiale d'un actif acquis est estimée sur la base des coûts engagés. Les avantages futurs qui restent difficiles à mesurer, peuvent être incorporés très rarement. Cette méthode ne permet pas de valoriser l'actif immatériel de manière pertinente car souvent sa principale richesse réside dans le potentiel de création de valeur dans le futur.

1.2. Dépréciation des actifs

Une fois l'immobilisation constatée, l'entreprise est obligée de réaliser un test au minimum à chaque clôture annuelle, même en l'absence d'un indice de perte de valeur pour les immobilisations suivantes :

- immobilisations incorporelles non encore disponibles pour être utilisées
- immobilisations incorporelles non amortissables (à durée de vie indéfinie)
- le goodwill.

Contrairement aux anciens principes français qui imposent l'amortissement du goodwill, les normes internationales soumettent le goodwill à des tests de dépréciation annuels ou plus fréquemment en cas d'événement défavorable survenant entre deux tests annuels. Ces tests de valeur obligent donc les sociétés à mesurer ou moins une fois par an leur actif immatériel. Les textes présentent la démarche à suivre dans le processus de mesure.

Pour effectuer les tests de valeur, le goodwill doit être affecté aux UGT (Unités Génératrices de Trésorerie) à la date d'acquisition sur une base raisonnable et de manière permanente. L'UGT est le plus petit groupe d'actifs dont l'utilisation continue génère des entrées de trésorerie qui sont largement indépendantes des entrées de trésorerie générées par d'autres actifs ou groupes d'actifs. Les tests doivent être réalisés au niveau du plus petit groupe d'UGT au niveau duquel le groupe opère le suivi du taux de retour sur investissement. Les UGT auxquelles le goodwill est affecté, ne peuvent toutefois être plus larges qu'un secteur du format primaire défini pour l'information sectorielle. Le goodwill doit être réaffecté aux UGT en cas de modification de la structure de reporting. En pratique, l'identification des UGT est généralement proche de la structure des systèmes d'information internes s'ils sont suffisamment détaillés.

La perte de valeur du goodwill survient lorsque la valeur nette comptable de l'UGT à laquelle le goodwill est affecté est supérieure à sa valeur recouvrable. La détermination des pertes de valeur se déroule en deux étapes :

- détermination du fait générateur – perte de valeur du goodwill,
- détermination du montant de la perte.

Cette méthodologie impose donc aux sociétés une démarche à suivre pour déterminer chaque année la valeur de leur goodwill. La base de valorisation constitue le fait de générer des flux monétaires ce qui semble très pertinent dans le cas des actifs immatériels. En cas de baisse constatée de cet actif, la perte doit être comptabilisée dans le résultat opérationnel

Une perte de valeur correspond à l'excédent de la valeur nette comptable sur la valeur recouvrable (actuelle). La valeur recouvrable correspond au montant le plus élevé entre le prix de cession net (valeur vénale) et la valeur d'utilité (valeur d'usage). Le prix de cession est le montant qui peut être obtenu de la vente d'un actif lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes, diminué des coûts de sortie. Alors que la valeur d'utilité est la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs attendus de l'utilisation continue d'un actif et de sa sortie en fin de durée d'utilité ; pour déterminer cette valeur, la norme IAS 36 impose des projections de flux de trésorerie actualisés. La norme précise également les modalités de détermination des flux futurs de trésorerie pour l'estimation de la valeur d'utilité, notamment comment effectuer les projections de CF futurs (court/long terme), quelles sont les hypothèses à retenir et la documentation à fournir. Les hypothèses doivent être raisonnables et documentées et les projections se ventilent en deux parties :

- à court terme (max 5 ans, en pratique, le plus souvent 3 ans) – fondées sur les prévisions les plus récentes approuvées par la direction,
- à long terme, fondées sur une extrapolation des projections à court terme avec une grande prudence, c'est-à-dire en utilisant un taux de croissance stable ou décroissant à moins que le taux croissant soit justifié. Toutefois, ce taux de croissance doit être inférieur au taux de croissance moyen à long terme des produits, des secteurs d'activité ou du pays dans lequel l'entreprise opère, à moins qu'un taux supérieur ne soit justifié.

Les CF futurs doivent être estimés dans l'état actuel. Les estimations ne doivent donc pas inclure les entrées ou sorties de CF futurs résultant d'une restructuration future ni les dépenses d'investissement futures qui amélioreront le niveau de performance d'un actif.

Le taux d'actualisation des flux de trésorerie correspond, en pratique, au taux de rendement attendu par les investisseurs pour cet actif. Le taux d'actualisation qui correspond à un taux déterminé par le marché et avant effet d'impôt, doit refléter la valeur temps de l'argent (taux d'intérêt sans risque) et les risques spécifiques. Le taux correspond alors au taux de rendement requis par les investisseurs pour un investissement devant générer des cash flow dont le montant et le type de risque sont équivalents à ceux que l'entreprise attend de son actif testé.

2. Limites de l'approche comptable

La méthodologie de valorisation de l'actif immatériel a été considérablement améliorée entre l'ancien référentiel français qui imposait le plus souvent l'amortissement des biens sans réaliser les tests de valeur. La durée d'utilisation basée sur le rythme de consommation des avantages économiques futurs attendus est plus proche de la périodicité des bénéfices générés par les immobilisations incorporelles que celle du référentiel français. Les tests de dépréciation ont beaucoup d'utilité dans le cas des actifs immatériels car leur valeur peut être relativement volatile et nécessite des réactualisations périodiques. Enfin, une meilleure allocation et mesure du goodwill lors d'une acquisition est une étape essentielle pour la réussite d'une opération de rapprochement. Cependant, comme nous l'avons déjà constaté dans les paragraphes précédents, l'approche comptable a quelques limites.

Premièrement, certains éléments immatériels ne peuvent pas être inclus dans les états financiers et leur valeur est négligée par la comptabilité. Cette problématique a été abordée par Upton (2001) qui met en évidence des écarts entre les valorisations comptables et boursières de l'actif immatériel. Le marché estime que certains éléments immatériels pris en compte par les normes comptables ne sont pas valorisés de manière juste selon les standards en vigueur. En outre, les standards comptables négligent l'existence d'une partie de la richesse immatérielle et le marché le valorise de manière indépendante.

Deuxièmement, les tests de valeur des actifs immatériels peuvent poser des problèmes car les méthodes de valorisation reconnues par la comptabilité ne sont pas adaptées au traitement des immobilisations incorporelles. Dans la finance traditionnelle, il existe trois approches d'évaluation :

- approche basée sur les coûts,
- approche basée sur les bénéfices attendus,
- approche basée sur la valeur de marché d'un actif comparable.

Les coûts des actifs immatériels peuvent être difficiles à identifier quand il s'agit, par exemple, d'investissements dans la réputation. Les flux futurs générés par les actifs immatériels peuvent être difficiles à prévoir tandis que l'originalité de certains actifs rend impossible leur comparaison à un autre actif existant sur le marché.

Malthora et al. (1996) confirme cette observation en constatant dans un de ses articles que « *la mesure de la valeur organisationnelle et institutionnelle avec des méthodes traditionnelles n'est pas adaptée à la réalité économique actuelle.* »

Ainsi, les sociétés qui mesurent la valeur de l'actif immatériel selon l'approche comptable risquent de négliger l'importance de certains éléments. Comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, les dirigeants déclarent se sentir concernés par les enjeux immatériels. Cependant, les décisions d'investissement peuvent ne pas être cohérentes avec ces déclarations car les standards actuels de valorisation ne permettent pas d'estimer de manière fiable la rentabilité future de certains éléments immatériels.

Les limites de l'approche comptable à l'évaluation des actifs immatériels ont incité les chercheurs à proposer d'autres techniques de valorisation fondées sur des concepts différents. Dans le paragraphe suivant, nous allons présenter quelques approches non comptables à la valorisation de la richesse immatérielle des sociétés. Ensuite, nous allons comparer la vision comptable avec les approches proposées par d'autres chercheurs afin d'identifier leurs points forts et leurs limites.

3. Approches non comptables

Dans un premier temps, nous allons parcourir le contexte historique des méthodes d'évaluation. Ensuite, nous allons présenter en détail cinq approches qui nous apparaissent parmi les plus représentatives. Il s'agit des approches suivantes :

- IC-index™
- Skandia Navigator
- Technology Broker
- EVA
- M/B ratio.

Enfin, nous allons nous interroger sur les forces et faiblesses des méthodes non comptables d'évaluation de l'actif immatériel.

3.1. Histoire des méthodes d'évaluation de l'actif immatériel

La Figure 6 présente l'évolution des concepts de valeur créée par les sociétés.

Figure 6 : Evolution des Paradigmes de Valeur

1920	...	1970	1980	1990	2000
<ul style="list-style-type: none"> •Modèle de Dupont •Retour Sur Investissement (RSI) 		<ul style="list-style-type: none"> •Bénéfice Par Action (BPA) 	<ul style="list-style-type: none"> •M/B Ratios •Retour Sur Fonds Propres (ROE) •Retour Sur Actif Net (RONA) •Cash Flow 	<ul style="list-style-type: none"> •Economic Value Added (EVA) •Market Value Added (MVA) •Balanced Scorecard •Total Shareholder Equity (TSR) •Cash Flow Return on Investment (CFROI) 	<ul style="list-style-type: none"> •Rejet de la valeur boursière après la bulle de l'année 2000 •Nouvelles normes comptables IFRS – notion de « juste valeur » •Manque d'indicateurs communs

Source : Illustration propre

Au début du XX siècle, la valeur de l'entreprise était déterminée par le retour sur l'actif employé. Ainsi, la notion de performance de l'actif a été introduite. Le sujet a été abordé pour la première fois en 1919 par Brown. Lors de sa mission au sein de General Motors, cet ingénieur électrique a construit le premier modèle d'évaluation (DuPont Model) qui a constitué la base de l'analyse financière jusqu'aux années 70. La notion de la valeur a évolué au cours du siècle. Les comparaisons de la valeur comptable à la valeur boursière ont débuté dans les années 70. Certains arguments, dont nous avons parlé dans les paragraphes précédents, ont amené les chercheurs à rejeter la perception de la richesse immatérielle comme la différence entre les valeurs comptable et boursière. Les années 90 ont apporté des méthodes fondées sur l'analyse détaillée de l'organisation et des facteurs de création de valeur (ex. EVA, Balanced Scoreboard).

Aujourd'hui, nous disposons d'une variété de méthodes non comptables de mesure de performance de l'actif immatériel. Leur importance est soulignée par les dirigeants et les chercheurs.

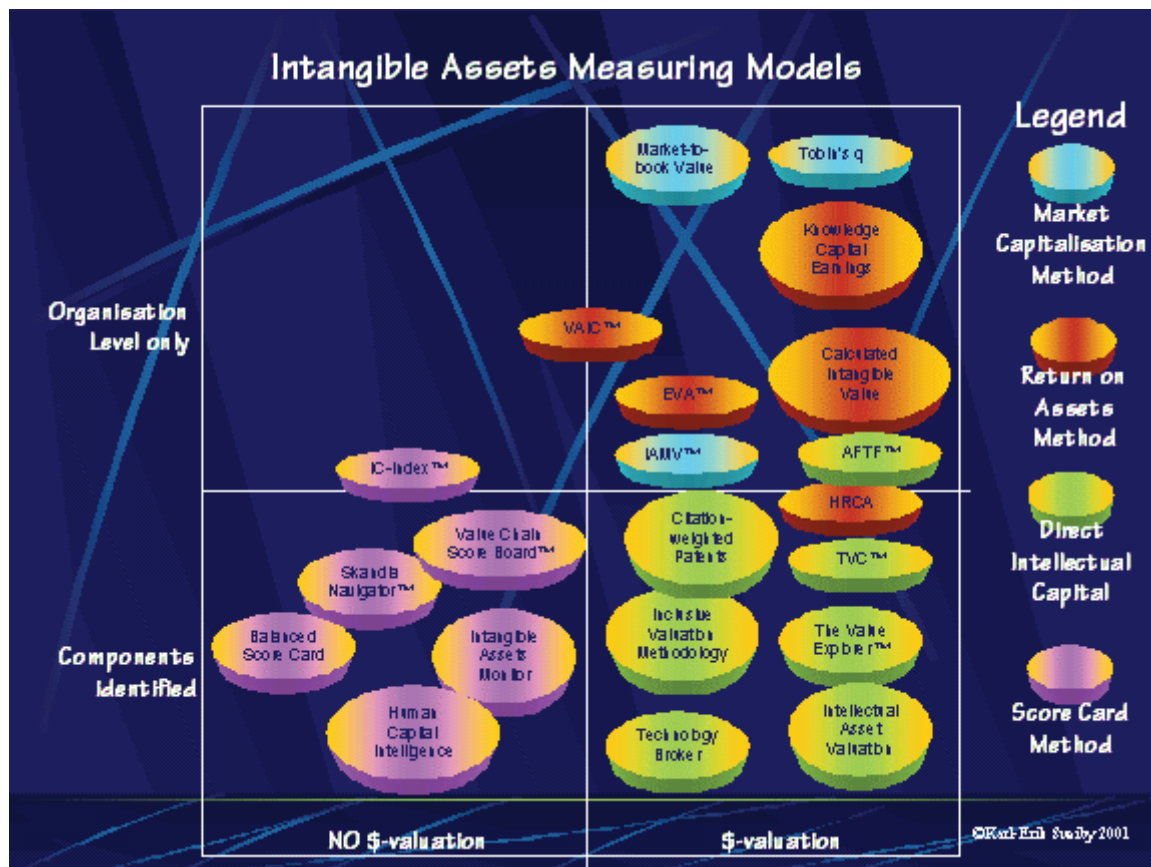
Selon Ripp, le directeur d'America Online, chaque société doit être capable de mesurer la création de valeur qui peut être attribuée à son actif immatériel. Les entreprises doivent implémenter des systèmes de mesure de performances qui couvrent tous les domaines d'activité et restent alignés avec la stratégie globale. Sveiby (2001) met l'accent sur le rôle des systèmes de mesure dans le dialogue entre l'entreprise et l'environnement. Le chercheur met l'accent sur le rôle des indicateurs communs dans la définition du cadre de cette communication. Or, les sociétés et la communauté financière ont besoin d'un cadre pré-établi de communication. Ils ont besoin d'une terminologie standardisée pour définir l'actif immatériel et ensuite d'un ensemble d'indicateurs communs pour le valoriser.

Nous allons présenter les outils actuels de valorisation de l'actif immatériel. Nous allons analyser quelques techniques de mesure en mettant en évidence la variété de concepts. Ensuite, nous allons nous interroger sur l'utilité de ces méthodes pour les sociétés et son impact sur la qualité du dialogue avec l'environnement dont a parlé Sveiby.

Depuis le début des années 90, la problématique de valorisation de l'actif immatériel est le sujet de nombreuses études. Les chercheurs proposent une variété de concepts qui visent une évaluation de la richesse immatérielle des sociétés.

Le Figure 7 présente les modèles de mesure de l'actif immatériel les plus connus.

Figure 7 : Modèles de mesure de l'actif immatériel



Source : Sveiby “Methods for Measuring Intangible Assets” January 2001

Comme l’indique le graphique ci-dessus, les méthodes de mesure présentées dans la littérature sont organisées autour de quatre concepts différents :

- valeur boursière (ex. M/B ratio),
- retour sur l’actif (ex. EVA),
- valorisation de composantes (ex : Technology Broker)
- tableau de bord (ex. Balanced Scorecard).

En outre, certaines méthodes donnent une estimation globale au niveau organisationnel (ex. EVA) tandis que d’autres permettent d’identifier les composantes (Intangible Assets Monitor).

Enfin, la plupart des méthodes permettent d’évaluer l’actif immatériel en termes financiers (M/B, EVA, Technology Broker) et quelques unes proposent un suivi de la performance sans résultat financier (ex. Skandia Navigator, IC-index™).

Nous ne présenterons pas toutes ces méthodes car cela n'est pas le sujet principal de cette étude. Nous avons choisi cinq modèles qui nous permettent d'illustrer la variété des concepts proposés. Le Tableau 6 regroupe les méthodes que nous avons sélectionnées.

Tableau 6 : Méthodes d'évaluation de l'actif immatériel

Méthode	Résultat
IC-index™	Niveau organisationnel/Tableau de bord/Pas d'évaluation financière
Skandia Navigator	Identification des actifs/Tableau de bord/Pas d'évaluation financière
Technology Broker	Identification des actifs/Evaluation financière
EVA	Niveau organisationnel/Retour sur actif/Evaluation financière
M/B ratio	Niveau organisationnel/Valeur boursière/Evaluation financière

3.2. IC-index™ (Indexe de capital intellectuel)

Ce modèle a été conçu par Roos et al. en 1997. L'objectif de cette méthode est de créer un indice global à partir d'une série de sous-indices et ensuite de référer les changements dans la valeur de l'indice aux variations de la valeur boursière. Les indicateurs introduits par ce modèle sont présentés dans le Tableau 7.

Tableau 7 : Indicateurs de la richesse immatérielle dans le modèle IC-index de Roos

<p>Capital relationnel</p> <ul style="list-style-type: none"> Augmentation de nombre de relations Amélioration de la confiance Fidélité de clients Chaînes de distribution Productivité Qualité 	<p>Capital humain</p> <ul style="list-style-type: none"> Accomplissement de facteurs clés du succès Création de valeur par employé Efficacité des formations
<p>Capital infrastructurel</p> <ul style="list-style-type: none"> Efficience Efficacité Facteurs clés de succès d'utilisation Efficacité de distribution 	<p>Capital innovation</p> <ul style="list-style-type: none"> Capacité à créer de nouvelles activités Capacité à créer de nouveaux produits Croissance Capacité à améliorer la productivité

Cette méthode est une évolution du modèle Balanced Scorecard développé par Kaplan et Norton en 1992. Les techniques de mesure basées uniquement sur la construction du tableau de bord laissent l'entreprise avec un certain nombre d'indicateurs dont la priorité n'est pas définie. Les dirigeants sont donc obligés d'identifier eux-mêmes les relations entre les activités examinées tandis que l'indice fournit une réponse définitive sur la répartition de la création de valeur. L'inconvénient de cette méthode est le manque d'estimations financières.

3.3. Skandia Navigator

La technique développée par Edvinsson en 1997 permet de mesurer l'actif de l'entreprise à l'aide de 164 indicateurs appartenant aux catégories suivantes :

- finance,
- clients,
- capital humain,
- processus,
- renouvellement et développement.

Des exemples d'indicateurs dans chaque groupe sont présentés dans le Tableau 8. Nous ne présentons pas les mesures financières car elles ne sont pas liées au sujet de cette étude.

Tableau 8 : Indicateurs de la richesse immatérielle dans le modèle Skandia Navigator

Clients	Capital Humain	Processus	Renouvellement & Développement
Nombre de contrats	Nombre d'employés à temps plein	Nombre de contrats par employé	Rotation de propriété : achats
Satisfaction de clients	Nombre moyen d'employés	Frais administratifs	Actif total
Nombre de clients	Age moyen	Employés	Augmentation des nouvelles ventes
Accessibilité au téléphone	Nombre de managers	NTIC/nombre total d'employés	Taux des nouveaux clients en 12 mois
Durée moyenne de leasing	Rotation des employés	Dépenses NTIC/Frais administratifs	Dépenses développement/frais administratifs
	Ancienneté moyenne	Résultat net/m ²	
	Temps de formation	Frais/m ²	
	Taux d'employés sans éducation supérieure		

Points de vente			Taux d'employés moins de 40 ans
-----------------	--	--	---------------------------------

Cette méthode aide à analyser avec précision les performances de chaque activité de l'entreprise. Cependant, son défaut principal est le nombre d'indicateurs et le manque d'une approche globale. Il est également difficile de référer les résultats obtenus à la valeur boursière de l'entreprise. D'ailleurs, l'économiste américain John Rutledge a réagi à ce modèle en expliquant que « Afin d'expliquer et mesurer le capital intellectuel, Edvinsson (...) et ses collègues de Skandia ont construit un modèle comprenant 164 variables sans prendre en compte les sous-catégories. Ils ont du passer une longue nuit pour inventer tout cela car la fin a été inaugurée par les mesures, telles que : 'taux d'employés moins de 40 ans', 'nombre de managers féminins, âge moyen d'employés. Je n'arrive pas à imaginer ce qu'ils voulaient dire par ces idées. »¹

3.4. Technology Broker

En 1996 Brooking, définit le capital intellectuel comme un ensemble de composants des domaines suivants : marché, capital humain, propriété intellectuelle, infrastructure. Le modèle est fondé sur une liste d'une vingtaine de questions. Le moins élevé est le nombre des questions auxquelles l'entreprise est capable de répondre, le plus elle devrait renforcer la performance de son actif immatériel. En fonction des domaines, les questions abordent les aspects présentés dans le Tableau 9.

Tableau 9 : Domaines d'analyse de la richesse immatérielle dans le modèle Technology Broker

Marché	Capital humain	Propriété intellectuelle	Infrastructure
Marques Distribution	Expertise collective Créativité et capacités	Savoir-faire Brevets et patents	Processus et méthodologies

¹ "Leif Edvinsson (...) and his colleagues at Skandia built a model that at last count had 164 different variables, not including subcategories, to explain and measure intellectual capital. It must have been a long night when they thought all those things up, because toward the end they had to use "share of employees under age 40 (%)," "number of women managers," and "average age of employees" to pad the list. I can't even imagine what they had in mind with those ideas."

Contrats Franchises	de résoudre des problèmes Leadership Compétences en gestion	Droits intellectuels Marques déposées	Culture Structure financière Bases de données Systèmes de communication
------------------------	---	--	---

Cette méthode est très complexe et son avantage est la possibilité d'attribuer une valeur aux composants du capital intellectuel. La faiblesse majeure de ce système est la difficulté de lier les résultats qualitatifs du questionnaire aux sources de valeur. Les estimations obtenues risquent d'être subjectives.

3.5. EVA (Economic Value Added)

Ce concept a été élaboré par Stern Stewart & Co en 1990 afin d'aider les entreprises à mesurer leur création de valeur pour les actionnaires en utilisant des outils de la finance moderne. EVA est la valeur économique ajoutée et correspond aux produits opérationnels diminués des coûts des capitaux employés.

Équation 1 : Calcul de l'Economic Value Added selon Stern Stewart & Co

$$\text{EVA} = \text{Produits opérationnels} - \left[\text{Capitaux employés} \times \text{Taux de rentabilité des capitaux propres exigé par les actionnaires} \right]$$

Les produits opérationnels correspondent aux ventes et le coût de capital est déterminé par les attentes des actionnaires. Par conséquent, le résultat montre le niveau de satisfaction des actionnaires quant à la gestion des capitaux.

Le point fort de cette méthode est la forte corrélation de l'activité et de la réalisation des objectifs avec la performance boursière. Sa popularité est également due au fait qu'elle permet une évaluation financière précise. Cela permet de construire des plans de compensations destinés à motiver les employés. L'inconvénient de ce modèle est sa complexité. Son application nécessite de nombreux ajustements et est extrêmement difficile. En outre, il est orienté uniquement vers l'organisation interne sans prendre en compte que les actionnaires dans leurs estimations intègrent également les facteurs externes. La troisième

faiblesse est le fait de baser les résultats sur les données comptables, ce qui ne permet pas d'inclure l'ensemble de la richesse immatérielle de la société.

3.6. M/B ratio

Le ratio valeur boursière/valeur comptable a été également introduit par Stewart en 1997. Par cette comparaison, on peut arriver à la valeur de l'actif immatériel. Cette technique est très simple et permet les comparaisons au sein des secteurs. En outre, elle prend en compte les facteurs extérieurs et la perception de la valeur par les investisseurs. En revanche, considérer la perception de la différence entre la valeur boursière et la valeur comptable comme équivalent de l'actif immatériel a été rejeté dans de nombreuses études. Les estimations faites par le marché sont également expliquées par des facteurs psychologiques, des comportements irrationnels ainsi que le manque de compétences en évaluation. L'écart entre les valeurs comptable et boursière est plus large que la seule valeur de l'actif immatériel.

4. Limites des approches non comptables

Chacune des méthodes présentées a ses avantages et ses inconvénients. L'évaluation de l'actif immatériel est toujours le sujet des débats des chercheurs et des professionnels. Toutes les techniques existantes proposent des approches différentes à la mesure de la richesse immatérielle. Certaines méthodes imposent une valorisation détaillée des composants, d'autres permettent d'arriver à un résultat global. Elles sont toutes plus adaptées à la mesure de l'actif immatériel que l'approche comptable. Malheureusement, aucune méthode non comptable n'a été reconnue comme un standard adoptée par toutes les sociétés. Ce problème de rareté d'application entraîne des difficultés de comparaison entre les entreprises, ce qui diminue de manière importante la valeur de ces méthodes.

Nous pouvons donc conclure que le marché souffre du manque de standards non comptables de mesure de l'actif immatériel.

SYNTHESE

Le rôle de l'actif immatériel dans la vie des entreprises devient de plus en plus important. Le volume d'investissements dans le capital intellectuel augmente constamment depuis des années. L'intérêt de l'entreprise sur les aspects non financiers de son activité renforce sa réputation auprès des clients, employés et autres partenaires. Les entreprises réputées voient la perception de leur performance s'améliorer au-delà de la performance réelle. Leurs marques sont mieux valorisées par les clients et les employés potentiels sont incités à rejoindre les équipes des sociétés réputées. Le rôle de la réputation est très significatif quand la volatilité du marché augmente. Une bonne image aide les entreprises à contrôler les fluctuations du cours boursier. Les investisseurs sont moins perturbés et le niveau de confiance n'est pas affecté. De façon générale, les dépenses immatérielles permettent d'atteindre des rentabilités futures plus élevées. Ainsi, les prévisions des analystes peuvent être plus avantageuses.

Les professionnels de la comptabilité ont réuni leurs efforts afin d'introduire de nouveaux standards permettant de mieux valoriser l'actif immatériel. Le référentiel international IFRS est fondé sur les notions de la juste valeur et des avantages économiques futurs et impose la réalisation de tests annuels de valeur, ce qui permet d'actualiser la valeur volatile de la richesse immatérielle. Cependant, ces normes comptables ne permettent pas d'inclure l'exhaustivité des données sur l'actif immatériel dans les rapports financiers. Le capital humain, les capacités d'innovation ou encore la stratégie de l'entreprise n'ont pas de place dans les comptes. En outre, l'obligation d'estimer les flux futurs de manière précise et de les attribuer aux actifs s'avère souvent une tâche difficile et limite la prise en compte des avantages futurs provenant d'éléments immatériels.

En réponse à ces problèmes, les chercheurs introduisent des méthodes non comptables de mesure qui sont souvent plus riches et permettent une meilleure prise en compte des éléments immatériels. Les indicateurs très détaillés concernant le capital humain, les relations avec les clients ou même la stratégie de la société y trouvent leur place. Cependant, ces modèles sont souvent difficiles à mettre en œuvre et les sociétés restent réticentes à les appliquer. Par conséquent, le marché n'est pas alimenté avec des données comparables. Très peu d'entreprises communiquent des indicateurs sur leur richesse immatérielle et les données communiquées ne peuvent pas être interprétées dans des conditions de comparabilité. Comme le souligne Hayashi (2001), « *la mesure de l'actif immatériel est extrêmement difficile car*

l'environnement change avant que les outils quantitatifs nécessaires pour examiner la situation et prendre des décisions soient disponibles. Les dirigeants sont obligés de se fier à leur intuition. »

A la fin du premier chapitre, nous avons constaté que les problèmes de mesure de la richesse immatérielle pouvaient constituer un obstacle important à une bonne communication volontaire puisqu'ils concernaient notamment les données non financières. Cependant, nous avons remarqué que les sociétés pratiquaient une communication volontaire relativement intense. Nous souhaiterions comprendre quelle est la nature de cette communication et quel est son impact sur le marché boursier.

Le chapitre suivant est consacré à la problématique de la communication financière sur l'actif immatériel. Nous allons étudier son rôle sur le marché, sa perception par les sociétés, son impact sur les performances boursières et, enfin, les pratiques actuelles des sociétés cotées.

Chapitre 3 : Importance de la communication financière sur l'actif immatériel et pratiques actuelles des sociétés cotées

Dans le premier chapitre de cette étude, nous avons constaté que la communication financière joue un rôle non négligeable sur le marché financier. La théorie du signal insiste sur l'importance de cette communication dans le processus de réduction de l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires. Nous avons abordé la notion de la communication volontaire et avons déduit qu'elle concerne notamment l'actif immatériel.

Le deuxième chapitre a été consacré à la problématique de l'actif immatériel dont l'importance dans la vie des entreprises a été démontrée dans de nombreuses études. En parallèle, les sociétés semblent rencontrer quelques problèmes dans la définition et mesure de leur richesse immatérielle. Les normes comptables représentent toujours un champ d'application limité tandis que les méthodes non comptables n'ont pas été standardisées et le marché manque de données comparables.

Dans ce chapitre, nous analyserons la problématique de l'actif immatériel à l'extérieur de la société à travers la communication financière. Dans un premier temps, nous allons analyser son rôle sur le marché financier. Nous souhaitons mieux comprendre comment les sociétés et la communauté financière perçoivent cette communication. Une revue de littérature nous amène à la question de l'impact de la communication sur l'actif immatériel sur le cours boursier. Nous allons également nous focaliser sur les risques de manque de communication en introduisant les notions de sur- et sous-évaluation.

Après une meilleure compréhension du rôle de la communication, nous allons nous interroger sur les pratiques actuelles des sociétés. Par une revue de littérature, nous allons montrer quels sont les thèmes et le niveau de cette communication et voir si elle varie en fonction du type de société.

SECTION 1 : ROLE DE LA COMMUNICATION FINANCIERE SUR L'ACTIF IMMATERIEL

Dans les sections précédentes, nous avons mis en évidence le rôle stratégique de la communication financière qui a un impact non négligeable sur la réputation de la société et le niveau de confiance du marché. Nous avons également constaté que le rôle de l'actif immatériel dans la création de valeur des sociétés n'est pas anodin. Ceci nous emmène à étudier l'impact de la communication financière relative à l'actif immatériel sur la performance des sociétés et leur position sur le marché.

Depuis l'éclatement de la bulle spéculative, la confiance du public dans la qualité des informations publiées par les entreprises a été déstabilisée. Les faillites et scandales aux Etats-Unis ont eu des répercussions mondiales. Soudainement, les valeurs boursières de la plupart des sociétés se sont effondrées en espace de quelques mois. Une crise de confiance des marchés s'est instaurée et les questions sur la vraie valeur de l'entreprise se sont multipliées. Pour restaurer la confiance du public tous les acteurs de la chaîne de la communication financière (les dirigeants d'entreprises, les auditeurs, les analystes, les normalisateurs comptables et les autorités boursières) ont travaillé ensemble pour introduire plus de responsabilité et de transparence dans le système.

La bulle spéculative liée à la sur-évaluation du potentiel des sociétés technologiques a mis en évidence l'incapacité du marché à valoriser l'actif immatériel de manière précise. Un manque d'indicateurs communs de mesure et de compréhension du vrai potentiel des nouvelles technologies a exposé les investisseurs à des pertes considérables quand la bulle a éclaté.

Cette situation a mis en évidence le rôle stratégique d'une bonne communication financière sur l'actif immatériel. Plus d'information et de transparence sur ce sujet permettrait au marché d'éviter des réactions aussi fortes avec des conséquences parfois désastreuses.

La question du rôle de la communication sur l'actif immatériel concerne deux acteurs, à savoir les sociétés et la communauté financière. Les deux ont leur avis sur son importance et leur perception de sa qualité. Dans les paragraphes suivants, nous allons nous focaliser sur le rôle de cette communication, vu d'abord par les sociétés et ensuite par le marché.

1. Vision des sociétés

Aujourd'hui, l'économie est dominée par la quête d'information. Les nouvelles technologies ont contribué à cette accélération des échanges informationnels entre les acteurs du marché. Pour obtenir un avantage concurrentiel, les sociétés mettent à la disposition des clients des bases de données, des rapports et d'autres publications sur leurs produits. L'information fournie va beaucoup plus loin qu'une simple description des caractéristiques et du prix de l'élément proposé. Les sociétés soulignent dans leur communication leurs points forts et ainsi essaient de convaincre les actionnaires de la solidité de leur position sur le marché.

Dans les paragraphes précédents, nous avons constaté que la communication volontaire concerne notamment l'actif immatériel. Par conséquent, elle peut être considérée par les sociétés comme un outil de différenciation sur le marché. Les entreprises souhaitent mettre en valeur leurs forces autres que celles traduites par les indicateurs financiers pour souligner le caractère solide et durable de leurs performances. A travers une communication volontaire, elles mettent en avant la force de leur richesse immatérielle. Le président de ThermoElectron, George Hatsopoulos, constate que « ce ne sont pas seulement les investissements dans l'actif immatériel qui comptent. C'est la façon de les communiquer. »

Cette tendance à fournir une information claire et riche sur l'actif immatériel a été démontrée dans plusieurs études. A titre d'exemple, un rapport de Pwc réalisée en 2003 démontre que les entreprises sont de plus en plus concernées par la communication sur le développement durable. Elles soulignent dans leurs stratégies les aspects suivants :

- valeur, éthique et codes de déontologie – 87%,
- qualité et diversité du personnel -76%
- aspects environnementaux – 71%.

Les sociétés expriment le souhait de communiquer sur leur richesse immatérielle. Aujourd'hui, on parle de la CSR (Corporate Social Responsibility) qui représente une tendance encourageant les sociétés à mesurer les impacts sociaux et environnementaux de leur activité. Il s'agit d'une culture qui s'intéresse aux besoins des *stakeholders* (parties prenantes) et qui est en dialogue permanent avec les partenaires de l'entreprise. Ces sociétés ont créé leurs chartes de valeurs et tous les employés sont incités à les respecter et à communiquer avec l'entourage de manière transparente.

Le marché évoque aussi souvent la notion de bonne gouvernance. Mir et Khanchel (2003) définissent la bonne gouvernance comme étant l'action dans l'intérêt des actionnaires, la transparence et publication régulière des résultats, et l'indépendance du conseil. Il s'agit donc de règles strictes de gestion et de contrôle de la société qui protègent les actionnaires des risques de fraude ou de dissimulation d'information. Après les scandales financiers du début des années 2000, qui ont mis en évidence les insuffisances dans le contrôle interne des sociétés, le rôle du conseil d'administration (ou d'un organe équivalent en fonction de la forme juridique de la société et du pays) a été élargi en lui attribuant les fonctions de contrôle. Une bonne gouvernance qui elle-même est un actif immatériel s'avère particulièrement importante dans les cas des sociétés riches en éléments immatériels. Selon ces chercheurs, elle permet de :

- diminuer le risque perçu par les investisseurs,
- inciter à avoir la confiance à long terme
- attirer l'attention (effet de mode, snobisme).

Plusieurs études ont prouvé que les investisseurs sont prêts à payer une prime pour la bonne gouvernance.

Cependant, une bonne gouvernance ne suffit pas. La communication externe doit être soutenue par des efforts de communication interne. Parfois, les sociétés peuvent se retrouver en manque d'outils

adaptés à une mesure exhaustive et fiable de leur richesse et ce manque de méthodes de mesure internes peut les empêcher de communiquer à travers des indicateurs clairs et comparables.

Face à cette insuffisance de méthodes existantes, les chercheurs ont réuni leurs efforts afin d'élaborer des méthodes de gestion et de communication interne qui ont pour objectif de fournir des données précises sur la richesse immatérielle de sociétés.

Dans ce paragraphe, nous allons présenter deux méthodes de reporting et de management qui visent à faciliter la communication externe sur l'actif immatériel :

- Future oriented reporting,
- Value Based Management.

1.1. Future-oriented reporting

C'est un modèle de reporting sur le capital intellectuel conçu par l'ARC (Austrian Research Council) ayant pour objectif de tracer les processus de création et de transfert de compétences. La stratégie de la société est à l'origine de la conception, de l'application et de l'exploitation des connaissances.

Le processus commence par la définition des objectifs stratégiques de l'entreprise qui sont ensuite interprétés en termes de compétences disponibles. L'étape suivante consiste à effectuer une analyse du potentiel des actifs relationnels, humains et structurels en termes de valeur ajoutée. Les processus nécessaires pour la réalisation des objectifs sont ensuite étudiés. Enfin, la dernière phase comprend l'identification des résultats non seulement financiers mais aussi économiques, sociétaux et en termes de connaissances acquises. Ces résultats sont présentés sous forme d'indicateurs dont une partie est de nature non financière. L'interprétation monétaire de ces indicateurs est visible à une date ultérieure.

Il s'agit d'un outil de mesure qui conduit à l'obtention d'indicateurs intéressants pour le marché.

1.2. VBM (Value Based Management)

Il s'agit d'un modèle élaboré par Steering Group (2001) qui fournit un langage commun pour les actionnaires, employés et les autres parties prenantes. Ce modèle permet à la direction de prendre, surveiller, communiquer et réviser leurs décisions de manière continue.

Le modèle a ses origines dans le management stratégique des années 70. Il a été créé aux Etats-Unis et reconnaît l'incompatibilité des données comptables avec l'information sur la performance. La notion de la valeur économique est considérée comme la base de valorisation.

En 1991, Stern Stewart & Co crée l'indicateur EVA afin d'aligner les intérêts des actionnaires et du management en mettant l'accent sur l'importance de la création de valeur pour les actionnaires au lieu de maximiser les parts de marché, bénéfices ou bien résultats comptables. Les travaux sur le VBM s'inscrivent dans la continuité de cette réflexion sur la valeur économique des sociétés. Cette approche vise à répondre aux questions suivantes :

Est-ce que l'entreprise est en bonne condition générale ?

Comment peut-on changer l'organisation de l'entreprise afin d'augmenter la valeur ?

Comment faut-il concevoir la gestion d'information afin de faciliter le processus décisionnel ?

Comment motiver les employés à maximiser la valeur ?

Comment mieux communiquer avec les actionnaires, analystes, autorités et agences de rating ?

Ce modèle vise donc à aligner la gestion de l'entreprise à l'impératif de création de valeur. Il met l'accent sur les capacités des sociétés à communiquer sur les résultats de cette gestion.

Nous avons constaté dans les paragraphes précédents que selon la logique économique les sociétés engagent des coûts liés aux efforts de communication en attendant que cela rapporte des bénéfices. Les sociétés considèrent que le marché a besoin de cette communication sur l'actif immatériel et elles essaient de satisfaire ce besoin. Maintenant, nous allons nous focaliser sur la perception de cette communication par le marché pour voir si la communication réalisée répond ou non aux besoins de la communauté financière.

2. Vision du marché

Dans le chapitre sur l'actif immatériel, nous avons constaté que ce dernier joue actuellement un rôle non négligeable dans la vie des sociétés. Nous avons également remarqué que les sociétés sont conscientes de son importance et mettent en place des systèmes de mesure de cette richesse. Ensuite, nous avons constaté qu'elles introduisent des systèmes de reporting et de gestion adaptés afin de communiquer sur leur richesse immatérielle. Maintenant, nous allons nous interroger sur le rôle de l'actif immatériel selon le marché car c'est cette perception de la communauté financière qui est créatrice de besoins et qui doit déterminer la nature des efforts de la part des sociétés.

De nombreuses études ont été consacrées à la problématique de la perception de la communication sur l'actif immatériel par le marché. Ce paragraphe a pour objectif de parcourir ces travaux de recherche et de formuler des réflexions sur les attentes du marché.

Dans l'article « A Star to Sail By? » publié en 1997 dans « The Economist » on peut lire qu'« un analyste qui parie sur une entreprise parce que son PDG est un génie obtiendra des résultats meilleurs qu'un autre qui cherche le CFROI positif. » (CFROI, Cash Flow Return On Investment). Cela peut justifier le succès des entreprises, telles que Microsoft ou Google.

Bolton (2003) constate que les investisseurs qui visent le long terme ont besoin d'une information fiable et complète sur la gestion des ressources humaines. Malheureusement, l'enquête menée par London Business School auprès des 250 plus grandes sociétés du FTSE démontre que les systèmes de gestion de capital humain sont souvent sous-développés. En conséquence, les entreprises ne sont pas capables de fournir l'information pertinente à la communauté financière.

Dans leur étude sur le rôle de la communication sur l'actif immatériel, Ittner et Kalafut (2000) prouvent que la performance non financière explique 35% d'évaluations faites par les investisseurs institutionnels. Ils démontrent également qu'il existe une relation positive et significative entre la prise en compte des facteurs non financiers par les analystes et la justesse de leurs prévisions. Leur analyse leur permet d'identifier les principaux groupes créateurs de valeur :

- Innovation,
- Gestion,
- Employés,
- Qualité,
- Marque,
- Technologie,
- Clients.

L'étude du rôle de ces facteurs au sein des sociétés mène à la conclusion qu'ils expliquent 50% de la valeur dans une entreprise traditionnelle et 90% dans une entreprise de commerce en ligne. En revanche, les facteurs peuvent varier selon le secteur.

La connaissance des attentes des actionnaires et leur perception de la création de valeur a été abordée dans une autre étude d'Ernst&Young (« Measures that Matter », 1999). L'analyse approfondie des besoins des analystes en matière d'information sur l'actif immatériel a permis d'identifier les huit groupes de facteurs suivants :

- Qualité de la stratégie globale de l'entreprise
- Niveau d'engagement de la part des employés ?
- Capacités d'innovation
- Capacité d'attirer le personnel motivé
- Parts de marché
- Qualité du système de récompenses pour les employés

- Qualité de l'organisation interne processus majeurs
- Leadership en R&D

L'étude confirme également les différences de classement des facteurs immatériels selon le secteur d'activité. Par exemple, la perception du secteur des nouvelles technologies est déterminée par la qualité de gestion tandis que le critère le plus important dans le secteur pharmaceutique est la qualité de développement de nouveaux produits.

Low de Cap Gemini Ernst & Young justifie la nécessité d'une communication sur l'actif immatériel par un autre phénomène. « Si l'entreprise ne participe pas à la communication, les autres sociétés vont le faire pour elle. » constate-il. Selon J. Low, 40% des décisions d'investissement sont basées sur l'actif immatériel mais pour une grande partie de ces informations, il faut avoir recours à des sources externes. Les concurrents, les fournisseurs, la presse et les analystes sont toujours prêts à informer mais parfois les données peuvent être erronées. La société est la seule à subir les conséquences des malentendus. « Si l'entreprise veut une évaluation juste elle doit raconter son histoire elle-même » ajoute Low.

Le problème identifié par Low dans le processus de communication est aussi le manque de modèles simples de mesure. Il critique les méthodologies issues du modèle des tableaux de bord de Kaplan et Norton. Des centaines d'entreprises ont expérimenté d'implémenter ce modèle mais sa complexité a décidé de son faible pouvoir cognitif. Il suggère d'adopter des méthodes même moins connues mais simplifiées car l'interprétation et la communication de résultats seront plus faciles.

Demers et Lev (2001) remarquent que compte tenu de l'insuffisance de la communication sur la performance de l'actif immatériel de la part des sociétés, les investisseurs ont parfois tendance à ignorer son importance. Cette situation n'évolue certainement pas dans la bonne direction. Une prise de conscience du vrai rôle de la richesse non matérielle de la part de tous les participants du marché paraît indispensable.

Deegan et Rankin (1997) étudient l'impact de la dissémination des données environnementales sur la perception de l'entreprise par les investisseurs. Ils constatent que la majorité des lecteurs des rapports annuels soulignent l'importance de l'information environnementale dans leurs estimations. Cependant, le classement des critères de jugements met en évidence que le poids incontestablement plus important est attribué aux données

purement financières. Les investisseurs semblent concernés par les aspects sociaux et sociétaux. Néanmoins, ils ne sont pas prêts à les intégrer dans les modèles d'évaluation.

Après avoir analysé les résultats de nombreuses études, nous pouvons constater que l'actif immatériel joue certainement un rôle très important dans l'activité des sociétés. Le marché exprime les besoins en information sur sa performance. Malheureusement, le manque de standards et de modèles simples de mesure rend ce transfert de données difficile. Certains chercheurs ont identifié les risques d'une abstention de communication. Le manque d'information de la part de l'entreprise l'expose à de graves conséquences de malentendus et de mauvaises estimations. Le marché surpris, déçu et mal informé, réagit très fortement car les facteurs psychologiques suscitent la panique et les comportements irrationnels. Puisque l'actif immatériel n'est pas aussi bien maîtrisé que l'actif matériel, les actionnaires sont plus susceptibles d'avoir des réactions imprévisibles. Ces réactions peuvent être d'autant plus fortes lorsqu'il s'agit de pertes inattendues. Le paragraphe suivant sera consacré à l'analyse de l'impact de la communication sur le cours boursier et à la problématique des sur- et sous-évaluations.

3. Impact sur le cours boursier : sur-évaluations et sous-évaluations

Dans les paragraphes précédents, nous avons remarqué que le marché exprime des besoins en termes de communication sur l'actif immatériel. Les sociétés, de leur côté, essayent de satisfaire ces besoins et dans la mesure de leur possible, et en fonction des outils d'analyse dont elles disposent, elles communiquent certaines données. Cette communication a incontestablement un impact sur les réactions des investisseurs. Dans ce paragraphe, nous allons présenter une brève revue de littérature consacrée aux impacts de la communication relative à l'actif immatériel sur le cours boursier.

Avant de procéder à cette revue des travaux existants, nous souhaitons nous interroger sur les différents types de données publiées. L'impact ne sera pas le même dans le cas de communication de nouvelles favorables à la société et dans le cas de nouvelles défavorables. Il est prévisible que les sociétés qui visent à maximiser leur valeur boursière ont particulièrement intérêt à divulguer uniquement les bonnes nouvelles. Il faut cependant noter que nous nous interrogeons sur les choix concernant une communication volontaire sur l'actif immatériel. C'est uniquement ce type de communication qui dépend des options stratégiques

des entreprises. Les résultats financiers dont la divulgation est obligatoire pour toutes les sociétés cotées ne rentrent pas dans le cadre de cette analyse car les entreprises sont obligées de les rendre publiques indépendamment de leur impact attendu sur le cours boursier.

Nous avons vu dans les paragraphes précédents que toute activité de publication présente un coût pour l'entreprise émettrice. Ainsi, la décision de publier ou non certaines informations relève d'un arbitrage entre coûts et avantages attendus. Sur cette base, les modèles théoriques, proposés notamment par Verrechia (1983) et Dye (1985), aboutissent à la conclusion que seules les « très » bonnes nouvelles seront volontairement publiées. Cependant, Lev et Penman (1990), Sivakumar et Waymire (1994) démontrent que les entreprises annoncent régulièrement des informations qui sont tout aussi bien favorables que défavorables. Dans ce dernier cas, la société émettrice anticipe des avantages permettant de compenser les coûts qu'elle devra supporter, et notamment la baisse du cours induit par l'annonce d'une mauvaise nouvelle.

D'autres études, notamment de Darrough et Stoughton (1990), Teoh et Hwang (1991) et Newman et Sansing (1993) considèrent que l'information volontairement divulguée par une entreprise est utile, à la fois aux investisseurs pour mesurer la valeur boursière et, aux concurrents potentiels pour décider de se lancer, ou non, sur le marché. L'impact sur les acteurs étant contradictoire, les stratégies de publication volontaire reposent sur un compromis entre les effets escomptés. Dans ce cadre, les études révèlent qu'il existe une situation d'équilibre dans laquelle les dirigeants ont plutôt intérêt à publier de mauvaises nouvelles pour dissuader les nouveaux entrants potentiels, l'information publiée laissant supposer que le profit attendu sera inférieur au coût d'entrée.

La publication des mauvaises nouvelles permet également d'éviter les coûts liés à la mauvaise réputation des entreprises. Les analystes financiers et les investisseurs institutionnels ont en effet tendance à se détourner des valeurs qui ont mauvaise réputation, en termes notamment de gestion et de publication.

Kaszniak et Lev (1995) s'interrogent également sur les déterminants des choix des dirigeants en matière de publications volontaires de bonnes et de mauvaises nouvelles. Les facteurs explicatifs dégagés se distinguent selon le type d'annonce. Pour une bonne nouvelle, les facteurs déterminants de la publication sont l'existence d'une annonce antérieure de prévision

et la taille de la firme. Alors que la publication volontaire d'une mauvaise nouvelle est fonction de la taille de la surprise, de l'existence d'une annonce antérieure de prévision, de la taille de la firme et de son appartenance sectorielle.

Les résultats de ces travaux de recherche devraient inciter les entreprises à communiquer volontairement sur l'actif immatériel même s'il s'agit de nouvelles défavorables à l'activité de la société car le manque de communication peut les exposer à des risques importants.

Bejar (2006) prolonge la voie de cette recherche en étudiant la qualité de l'effort informationnel sur l'actif immatériel lors des introductions en bourse sur le marché français. Cette recherche lui permet de constater que la qualité de la communication et l'implication du dirigeant réduisent, conjointement, le niveau de sous-évaluation initiale. Par ailleurs, une bonne politique informationnelle lors de l'introduction est liée positivement et significativement la probabilité de survie des entreprises à long terme.

Epstein et al. (2000) étudient l'impact de la qualité des techniques de reporting sur les performances des sociétés et arrivent à des conclusions très intéressantes. Ils démontrent que les sociétés qui ont adapté de bonnes pratiques de reporting n'atteignent pas des performances économiques plus élevées. En revanche, elles ont plus de prestige et sont perçues plus innovatrices.

Demers et Lev (2001) constatent que les entreprises qui ne communiquent pas sur leur valeur immatérielle sont particulièrement perdantes notamment lorsque le marché est en baisse. Une étude de PwC (2004) a démontré que les analystes qui obtiennent les rapports abrégés avec les données financières seulement donnent plus souvent les recommandations de vente alors que les analystes ayant obtenu les rapports complets conseillent plus facilement d'acheter.

Les résultats de tous ces travaux de recherche nous conduisent à constater que la communication sur l'actif immatériel a un impact non négligeable sur les performances boursières des sociétés. Plusieurs facteurs contribuent à cette situation. Premièrement, les actionnaires et les analystes ne disposent pas d'outils satisfaisants pour comparer les performances immatérielles des entreprises. Leurs décisions d'investissement sont parfois intuitives et basées sur des jugements subjectifs. Deuxièmement, vu le manque de standards, une partie des investisseurs ignore le rôle de l'actif immatériel. Nous avons abordé ce sujet dans le paragraphe précédent. Troisièmement, face à l'incertitude et au manque de

connaissances, les facteurs psychologiques entrent en jeu et les réactions deviennent moins rationnelles et prévisibles. Le dernier argument concerne la nature de la publication en matière d'actif immatériel. Puisqu'elle est volontaire et comme c'est la société qui décide du niveau de publication, les actionnaires ont par défaut des doutes sur l'exhaustivité de l'information.

Après ce constat sur le rôle stratégique de la communication financière sur l'actif immatériel, nous allons montrer l'état actuel de cette communication et les pratiques des sociétés cotées.

SECTION 2 : PRATIQUES ACTUELLES DE COMMUNICATION SUR L'ACTIF IMMATERIEL

Cette section est consacrée à l'analyse du niveau de communication pratiqué par les sociétés françaises, des sujets abordés et des facteurs déterminants cette communication sur le marché.

1. Niveau de communication sur actif immatériel

Selon l'étude de Lopater et Burel (2001), 20% des sociétés n'incluent pas de critères non financiers dans leurs indicateurs de valeur et seulement 23% d'entreprises déclarent fournir des indicateurs relatifs aux actifs incorporels et immatériels. Un bon exemple français d'une communication significative sur l'actif immatériel est Accor qui inclut dans son rapport annuel une longue liste d'indicateurs non financiers. Malheureusement, peu de sociétés ont décidé de suivre cet exemple.

Une étude très intéressante sur le niveau de publication des entreprises françaises a été faite par Michaïlesco et Sranon-Boiteau en 2001. L'analyse des informations de quelques entreprises françaises montre que la diffusion actuelle répond plus à des préoccupations de légitimation qu'à des motivations d'utilité financière. Cette diffusion s'inscrit souvent dans une optique d'entreprise citoyenne par rapport à ses employés, ses clients et ses partenaires. Le niveau très faible de l'information quantitative sur l'actif immatériel et l'existence de discours positifs ou neutres uniquement rendent les essais de communication peu efficaces. Par conséquent, la capacité de diffusion est remise en cause.

Selon l'enquête menée par Mottis et Zarlowski (2003), les responsables de communication financière estiment que la part des informations comptables et financières a décliné au profit des informations opérationnelles non financières, sociales, éthiques et environnementales. Néanmoins, la communication sur la responsabilité sociale est plutôt imposée par les exigences formelles et vise essentiellement à développer la légitimité de la société auprès du marché financier, des médias et de l'opinion publique. C'est une communication de type *pull* car elle ne répond qu'aux besoins bien précisés et ne dépasse pas le cadre obligatoire.

En revanche, l'étude de PricewaterhouseCoopers (2005) démontre que les aspects financiers sont toujours le sujet majeur de communication. La création de valeur est analysée en termes :

- d'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) – 83 % des cas étudiés,

- de résultat net – 79%,
- de BFR (Besoin en Fonds de Roulement) – 56%,
- de ROE (Return on Equity) – 38 %,
- d'EVA (Economic Value Added) et de CFROI (Cash Flow Return On Investment) – 16%,
- de TSR (Total Shareholder Return) – 5%.

Cette revue de littérature nous permet de constater que malgré l'attention apportée à la problématique de l'actif immatériel, le niveau actuel de communication est toujours limité au cadre obligatoire et cède facilement la place à la publication de données purement financières. Il est possible que cette insuffisance de communication soit due aux problèmes de mesure et de communication en interne dont nous avons parlé dans les chapitres précédents.

Selon Sveiby, certaines entreprises comprennent le rôle important de l'actif immatériel dans l'activité de leur entreprise mais ne sont pas capables de le mesurer. Leur communication est souvent très vague et manque de données précises. La meilleure description de telles pratiques par Sveiby, dans son rapport « Le bilan invisible », est résumée par la phrase suivante : « le problème des « entreprises immatérielles » réside dans le fait qu'elles ne connaissent pas les attentes des actionnaires en terme d'informations sur l'actif immatériel. Les rapports annuels contiennent fréquemment des slogans, tels que : « Notre personnel est notre richesse ». Ensuite, on voit des images de beaux hommes et femmes d'affaires et on passe au paragraphe suivant... Ainsi, le lecteur est laissé en pleine inconscience de la vraie valeur de cette richesse. »

En parallèle, certains dirigeants perçoivent toujours la création de valeur à travers les indicateurs financiers et ne sont pas prêts à engager des coûts dans la communication sur l'actif immatériel. Cependant, certaines sociétés déclarent fournir des données sur l'actif immatériel. Dans le paragraphe suivant, nous allons exposer les thèmes de cette communication.

2. Contenu de la communication

Les messages transmis au marché portent sur plusieurs thèmes. Dans la presse, nous pouvons lire des nouvelles sur les fusions, les acquisitions, le positionnement des marques sur le

marché, les employés, la culture d'entreprise, les innovations et la R&D, l'évolution de la clientèle etc.

Le rôle des responsables des « Relations Investisseurs » est d'identifier les demandes majeures du marché et de satisfaire ses besoins en données.

La communication volontaire peut consister à :

- approfondir les données financières déjà communiqués, ou
- fournir de nouvelles données non financières, souvent concernant l'actif immatériel.

La communication de données plus détaillées sur la répartition du CA par pays et par produit et non uniquement par zone géographique et par secteur d'activité comme l'imposent les normes comptables en vigueur est un exemple du premier type de communication volontaire (ex : Seb). L'information sur le taux de satisfaction de clients est un exemple du deuxième type de communication (ex Accor).

Puisque la communication volontaire demande des investissements supplémentaires, son contenu doit être adapté aux attentes du marché pour que l'utilité de la fonction soit justifiée d'un point de vue économique. Ainsi, une bonne compréhension des besoins des actionnaires serait très utile pour réaliser une communication efficace.

L'offre volontaire d'informations sur le capital immatériel sur le marché mondial est une pratique récente. Le groupe français GrandVision ne diffuse sur ce thème que depuis 1996. Le groupe Skandia, leader du domaine, publie régulièrement un rapport sur la performance de son actif immatériel depuis 1994. Cette société, leader de communication sur l'actif immatériel, a été citée dans de nombreuses études et dans les années 90 elle constituait le premier exemple à suivre.

Dans les rapports annuels de Skandia dans les années 2000, nous retrouvons de nombreux indicateurs relatifs au personnel tels que l'ancienneté, l'âge moyen, le niveau de formation, le taux de turnover, l'absentéisme, le taux de promotion interne, l'indice de satisfaction et les dépenses de formation.

Selon l'étude de Lopater et Burel (2001), le centre d'intérêt des dirigeants repose sur les aspects suivants :

- clientèle, commercial – 32%
- ressources humaines, formation – 30%

- innovation, R&D – 25%
- marques et réputation – 22%.

Fournier (2004) constate que les entreprises qui publient les données sur leur richesse immatérielle déclarent aborder les sujets suivants :

- position sur le marché – 35%
- ressources humaines – 27%
- innovation – 25%
- marques – 13%.

En outre, il remarque que les entreprises fournissent plus de données sur les coûts que les bénéfices des actifs immatériels. Les coûts sont relativement plus faciles à estimer que les bénéfices (surtout futurs).

Burel (2005) démontre que les entreprises sont de plus en plus concernées par le développement durable. Elles définissent dans leurs stratégies les aspects suivants :

- valeur, éthique et codes de déontologie – 87%,
- qualité et diversité du personnel -76%,
- aspects environnementaux – 71%.

En outre, 66% des entreprises intègrent le rapport d'activité concernant le développement durable dans le rapport annuel.

Sur la base des résultats des travaux de recherche présentés, nous pouvons conclure que les entreprises abordent certains sujets liés à l'actif immatériel, tels que la position sur le marché, les marques, les employés ou la R&D. Elles semblent également être intéressées par les aspects sociaux et environnementaux. Cependant, nous pouvons supposer que le modèle de communication ne sera pas le même pour tous les types d'entreprises. Par exemple, une entreprise technologique sera probablement susceptible de communiquer plus sur ses innovations tandis qu'une société de conseil mettra l'accent sur son capital humain. Une grande entreprise mettra en avant sa position sur le marché et une PME essaiera de souligner les compétences de son personnel. La communication peut varier en fonction de certains paramètres des sociétés elles-mêmes. Dans le paragraphe suivant, nous allons réaliser une revue de littérature qui nous permettra de mieux comprendre les facteurs qui pourraient déterminer le type de communication pratiquée par la société.

3. Facteurs déterminants

Ding et al (2002) s'intéressent aux relations existantes entre certaines caractéristiques de l'entreprise, telles que l'intensité de R&D, la politique de comptabilisation de la R&D, la cotation, le secteur d'activité et la taille, et sa stratégie de communication sur ses activités de R&D. Les chercheurs analysent les rapports annuels des entreprises de l'indice SBF 250 et déterminent pour chaque entreprise son niveau de publication d'informations sur la R&D. L'étude montre l'impact de la cotation sur les marchés américain ou britannique et celui de l'appartenance à certains secteurs de technologie de pointe. Par ailleurs, l'étude ne permet pas d'établir un lien entre cette communication et l'intensité de R&D, ce qui peut s'expliquer par une primauté de la préservation des secrets industriels sur une politique de communication complète. L'identification d'une relation entre le niveau de communication et la cotation à l'étranger confirme les conclusions que nous avons formulées dans les paragraphes précédentes. Le manque de relation entre l'intensité de R&D et le niveau de communication est un peu surprenant. Les chercheurs constatent que les vrais motifs de communication restent peut-être toujours inconnus.

En 1995, Raffournier tente d'expliquer la publication volontaire sur le marché suisse par les variables suivantes : taille, niveau d'endettement, rentabilité, structure d'actionnariat, caractère international de la firme, auditeur, poids des immobilisations et secteur d'activité.

Entwistle (1999) étudie le marché canadien et met en évidence l'importance du secteur d'activité, de l'intensité de la R&D et de la cotation à l'étranger. Selon Entwistle, ces trois facteurs expliquent le niveau de communication sur la R&D.

Lang et al, (2003) confirment l'existence d'une relation positive entre le niveau de communication et la cotation à l'étranger.

Chavent et al, (2004) identifient plusieurs facteurs de communication. Ils constatent que le niveau de la communication financière dépend de la taille. Les grandes entreprises sont plus transparentes afin de diminuer leurs coûts d'agence. De plus, leurs systèmes de reporting interne sont plus développés ce qui facilite la communication externe. En revanche, compte tenu de leur position moins forte sur le marché, les petites entreprises sont plus motivées à cacher des informations cruciales qui décident de leur succès. Le niveau de publication

dépend aussi de l'endettement. Les sociétés plus endettées sont censées être plus transparentes. Les entreprises plus rentables sont plus visibles car elles ont moins de raisons de cacher les mauvaises nouvelles.

En conclusion de cette section, la revue de littérature nous permet de remarquer que la communication sur l'actif immatériel varie effectivement en fonction du type de société. Plusieurs facteurs déterminants sont mentionnés par les chercheurs. La taille, le secteur d'activité, le niveau d'endettement, la cotation sur un marché étranger, la rentabilité et la structure d'actionnariat sont cités parmi d'autres. Ces différences sont dues à la nature de l'activité des sociétés. Chaque entreprise essaie de mettre en avant les thèmes qui lui sont proches. Cependant, il pourrait être dû à des effets d'imitation entre les sociétés et à des phénomènes de mode. Dans le premier chapitre de cette étude, nous avons constaté que le marché financier fonctionne dans les conditions d'incertitude. La communauté financière reste à l'écoute des discours sélectifs des sociétés. Ces dernières, ne pouvant prévoir de manière systématique comment le marché va réagir aux nouvelles publiées. Et c'est dans ces conditions que les acteurs du marché peuvent manifester des comportements irrationnels. Di Maggio et Powell (1983, 1991) ont introduit la théorie d'isomorphisme institutionnel qui peut être engendrée par trois types de pression :

- coercitives,
- normatives,
- mimétiques.

Selon cette théorie, nous pouvons parler de l'isomorphisme institutionnel coercitif lorsqu'il existe une organisation dominante qui impose aux autres organisations des règles formelles ou informelles. Il peut par exemple s'agir de la pression de l'Etat qui sanctionne les comportements considérés comme nocifs pour la société. L'isomorphisme normatif est fondé sur la notion de la professionnalisation qui permet aux organisations d'établir une base cognitive légitime et se procurer un degré d'autonomie suffisant. Enfin, l'isomorphisme mimétique signifie que dans des conditions de rationalité limitée, les organisations ont tendance à s'imiter les unes et les autres.

Ce dernier phénomène a été également observé en finance, sous le terme de « comportement moutonnier ». Ainsi, face à un manque de données claires, les investisseurs peuvent avoir tendance à s'imiter, ce qui se manifeste sur le marché par des hausses ou des baisses excessives des cours boursiers. En parallèle, les sociétés qui n'ont pas assez d'information quant aux attentes du marché en termes de communication peuvent être incitées à reprendre

les thèmes abordés par les autres entreprises. Cela peut créer des effets de mode et accentuer sur certaines périodes les fréquences de communication sur certains thèmes.

Aujourd'hui, la société s'ouvre de plus en plus aux problèmes environnementaux et sociaux et les sociétés semblent aborder plus facilement ce thème. Est-ce qu'elles sont certaines des bénéfices rapportés par cette communication ou est-ce qu'elles suivent tout simplement une tendance identifiée sur le marché ?

SYNTHESE RELATIVE A LA COMMUNICATION FINANCIERE DES ENTREPRISES SUR L'ACTIF IMMATERIEL

La communication volontaire doit, par définition, dépasser le cadre obligatoire et apporter des éléments nouveaux dont le choix est effectué par la société. Compte tenu des conclusions du paragraphe précédent, nous pouvons constater que la communication volontaire n'est pas standardisée et les données fournies sont différentes selon la volonté et les possibilités de l'entreprise.

Sa qualité dépend fortement de l'efficacité des échanges d'information en interne. Comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, de bonnes pratiques de communication interne permettent d'enrichir la communication externe, et notamment de mieux communiquer sur les éléments non financiers.

Cette section nous a permis de constater que la plupart des entreprises sont conscientes du rôle non négligeable de l'actif immatériel. Certaines essaient de mettre en place des systèmes de gestion et de reporting qui aideraient à répondre aux besoins du marché en termes de communication sur l'actif immatériel. Le marché, quant à lui, déclare également l'intérêt pour les données non financières et semble prendre en compte ces informations lors des valorisations. Ces échanges de données peuvent être parfois freinés par le manque de standards de mesure communs et par des lacunes dans la communication interne.

De nombreuses études ont prouvé que la communication sur l'actif immatériel a un impact remarquable sur les performances boursières. L'impact est différent en fonction de la nature des nouvelles. Les bonnes nouvelles seront probablement récompensées par une hausse du cours tandis que les données négatives conduiront à une baisse. De nombreuses études ont été réalisées pour identifier les motivations des sociétés à publier de mauvaises nouvelles. Les chercheurs ont constaté qu'un discours honnête et continu renforce la confiance du marché et permet de mieux contrôler les fluctuations de la valorisation boursière des titres.

Cette revue de littérature nous a incités à nous interroger sur les pratiques actuelles des sociétés cotées en termes de communication sur l'actif immatériel. Il s'avère que les sociétés transmettent des données non financières mais cette communication reste souvent restreinte au cadre obligatoire. Les thèmes abordés varient en fonction de facteurs tels que la taille, le secteur d'activité, le niveau d'endettement, la cotation sur un marché étranger de la société.

Cette différenciation de la communication est certainement liée à la nature des activités des entreprises. Toutefois, il pourrait s'agir d'un phénomène d'imitation qui peut avoir lieu dans un contexte d'incertitude.

Synthèse de la revue de littérature et des entretiens exploratoires

La première partie de notre étude avait pour objectif d'introduire les notions de la communication financière, de l'actif immatériel et de la communication financière sur l'actif immatériel.

Le premier chapitre a été consacré à l'analyse de la communication financière. Tout d'abord, nous avons remarqué que la communication financière est destinée à l'extérieur notamment aux investisseurs individuels, institutionnels, aux analystes financiers, à la presse ainsi qu'à l'intérieur de l'entreprise. Les besoins en données de chaque groupe de destinataires externes sont différents car leurs objectifs sur le marché ne sont pas les mêmes. La communication interne consiste à tenir informés les employés et à échanger les informations entre les différents services au sein de la société. Ces échanges internes sont très importants, d'une part pour créer un climat de confiance et d'autre part pour pouvoir fournir des données plus riches à l'extérieur.

Les analystes financiers jouent un rôle particulier sur le marché. Ils sont intermédiaires entre les sociétés et les investisseurs et leurs opinions peuvent avoir des impacts très importants sur les décisions d'investissement. Par conséquent, les responsables de communication financières devraient rester à l'écoute des besoins des analystes en termes d'information.

Suite à plusieurs entretiens préliminaires avec des professionnels de la communication financière, nous avons pu constater que la communication devrait être surtout claire, honnête et de préférence chiffrée. Les informations peuvent être transmises entre autres lors des présentations, dans les rapports annuels ou dans les communiqués de presse. Aujourd'hui, nous pouvons également remarquer le rôle non négligeable de la communication via Internet.

Ensuite, nous nous sommes interrogées sur les motivations des sociétés à communiquer et nous avons noté qu'il faut distinguer la communication obligatoire et la communication volontaire. Les échanges obligatoires concernent principalement les données financières et sont imposés par la loi. L'étendue de la communication volontaire dépend du choix de chaque entreprise. Les thèmes abordés portent souvent sur des données non financières. Cette question sur les motivations des sociétés à communiquer nous a conduits à une revue des théories financières et notamment de la théorie des marchés efficients et de la théorie du signal. Selon la première, le marché fonctionne dans les conditions de certitude et des efforts supplémentaires de communication sont jugés inutiles. La théorie du signal s'oppose à ce constat en démontrant que le marché souffre d'une asymétrie informationnelle et le rôle des

dirigeants des sociétés est de la réduire en assurant une communication transparente et continue. Nous avons rejoint le groupe de partisans de cette approche qui justifie le rôle de la communication financière.

Aujourd'hui, toutes les sociétés cotées jugent utiles les efforts de communication et afin de développer les meilleures pratiques dans ce domaine créent de multiples associations de professionnels de la communication financière. Puisque dans ces décisions ces sociétés suivent une logique économique elles doivent estimer que les coûts engagés dans la communication rapporteront des bénéfices au moins égaux à ces frais. Par conséquent, elles doivent rester à l'écoute du marché quant aux besoins en information.

Puisque la communication volontaire est focalisée surtout sur les données non financières, les éléments concernant la richesse immatérielle des sociétés y sont concernés. Afin de bien comprendre les besoins du marché en données immatérielles, les responsables de communication devraient s'interroger sur le rôle de l'actif immatériel dans l'économie actuelle et au sein de leurs sociétés.

Le deuxième chapitre a été consacré à la problématique de définition, mesure et rôle de cet actif. Nous avons remarqué que la notion d'actif immatériel a été introduite dans la littérature au début du XX siècle. Pendant des années, son rôle connaissait une croissance. Dans les années 80, les chercheurs ont mis en évidence le rôle primordial du capital humain au sein des organisations. Au début du XXI siècle, nous avons vu l'explosion de la nouvelle économie fondée sur le progrès technologique. Ainsi, à cette époque l'actif immatériel était associé essentiellement aux éléments technologiques. Cependant, la bulle spéculative a refroidi les esprits des investisseurs et a mis en évidence certaines difficultés de mesure de cet actif. Actuellement, le marché est fortement attiré par les aspects environnementaux, sociaux et par le développement durable. Peut être les années suivantes nous apporteront de nouveaux centres d'intérêt dans le domaine de l'immatériel.

Dans ce chapitre, nous nous sommes ensuite penchés sur le rôle de l'actif immatériel. Il a été démontré dans de nombreuses études que les dirigeants perçoivent l'actif immatériel comme une source de création de valeur, de réputation et de rentabilité à long terme. Les travaux de recherche ont également mis en évidence une corrélation positive entre l'intensité de la R&D et les performances boursières. Cette affirmation confirme que le marché est fortement intéressé par l'actif immatériel.

Cependant, certains chercheurs évoquent des insuffisances dans les méthodes de mesure de la richesse immatérielle disponibles sur le marché. Nous avons parcouru les définitions, les

classifications et les méthodes de mesure comptables et non comptables afin d'identifier leur points forts et faiblesses. Or, il s'avère que les méthodes comptables permettent d'arriver aux données comparables entre les sociétés. Cependant, même le passage aux nouvelles normes internationales IFRS ne permet pas de définir et de mesurer l'ensemble des éléments immatériels. Le problème de l'exhaustivité des standards comptables est particulièrement vrai dans le cas du capital humain ou de la réputation. En revanche, les méthodes non comptables qui permettent d'aboutir à des indicateurs très détaillés concernant l'ensemble de la richesse immatérielle des sociétés ne conduisent pas à des résultats communs et comparables entre les sociétés. La lourdeur dans la mise en œuvre et leur complexité découragent la plupart des sociétés et ne permettent pas de mesurer de manière précise l'actif immatériel. Ces problèmes de mesure rendent compliqué tout effort de communication des performances au marché.

Le troisième chapitre a été consacré à l'analyse de la communication financière sur l'actif immatériel. Nous nous sommes interrogés sur son rôle. Les études existantes ont démontré que la communication financière sur l'actif immatériel est perçue comme très importante par les sociétés et par le marché. Certaines sociétés ont mis en place des systèmes de reporting et de gestion adaptés à la mesure de la richesse immatérielle et à la communication de sa performance. Le marché déclare également son intérêt pour les aspects immatériels lors des évaluations de titres. De nombreux travaux de recherche ont également mis en évidence un lien significatif et positif entre l'intensité de cette communication et les performances boursières. Nous avons également fait la distinction entre les effets de la publication d'une bonne ou d'une mauvaise nouvelle. La revue de littérature nous amène à constater que les sociétés devraient fournir un discours honnête et continu même s'il s'agit de mauvaises nouvelles car la confiance du marché et l'exhaustivité de la communication permet de mieux maîtriser la volatilité du cours pendant la baisse du marché.

Cependant, malgré l'intérêt déclaré par les deux parties, l'examen des pratiques actuelles démontre les limites de la communication par les entreprises qui est souvent restreinte au cadre obligatoire. Il s'agit peut-être d'un manque de standards de mesure dont nous avons parlé ci-dessus.

Nous nous sommes également interrogés sur les thèmes abordés dans la communication sur l'actif immatériel. Il a été démontré que les sociétés évoquent une variété de sujets et que le choix des thèmes est déterminé par plusieurs facteurs, tels que le taille, le secteur d'activité, le niveau d'endettement, la cotation à l'étranger et la rentabilité. Ces différences semblent logiques car les sociétés du secteur technologiques sont plus focalisées sur leur R&D et les

sociétés de conseil sur leur capital humain. Cependant, compte tenu de l'incertitude du marché que nous avons constaté dans le premier chapitre, nous nous sommes interrogés s'il ne s'agit pas d'un effet d'isomorphisme institutionnel mimétique qui consiste à imiter les autres acteurs du marché dans un contexte d'incertitude et de quête de légitimité.

Cette revue de littérature nous a permis d'identifier des pistes de recherche à approfondir à travers cette étude. Le sujet de la communication financière sur l'actif immatériel évoque de nombreuses questions concernant son utilité, sa performance et sa faisabilité. Le marché exprime des besoins en données relatives à l'actif immatériel. Les sociétés souhaitent transmettre ces informations mais elles ne disposent pas d'outils de mesure adaptés. En revanche, elles continuent à promouvoir les activités de cette communication volontaire qui génèrent des coûts qu'elles espèrent récupérer. Elles choisissent les thèmes de communication en fonction de leur secteur d'activité et de leur taille. Connaissent-elles les besoins du marché et arrivent-elles à le satisfaire ? Ou bien, face à l'incertitude, ont-elles tendance à s'imiter ?

Notre étude s'inscrit dans la continuité de ces réflexions théoriques. Nous souhaitons étudier la problématique de la communication volontaire des sociétés françaises car ce type de communication concerne majoritairement les données sur la richesse immatérielle.

Dans la première partie de l'étude empirique, nous cherchons à comprendre les choix stratégiques des entreprises en analysant les thèmes de communication sur les actifs incorporels. Notre objectif est d'identifier les sujets qui préoccupent les sociétés et sur lesquels elles décident de dévoiler des données supplémentaires. Nous souhaitons étudier en profondeur le contenu et le sens de cette communication, analyser ses caractéristiques, essayer de juger de sa valeur informationnelle pour le marché et enfin observer son évolution dans le temps. Afin d'appréhender cette problématique à notre connaissance peu explorée, nous optons pour une approche exploratoire en adoptant la méthode d'analyse de contenu. Cette partie de notre recherche nous permettra donc de répondre aux questions suivantes :

- Comment les sociétés communiquent-elles sur l'actif immatériel ? Fournissent-elles une variété de données attendues par le marché ou bien se limitent-elles au cadre obligatoire ?
- Quels sont les sujets de communication choisis par les entreprises en fonction de leurs caractéristiques ?
- Cette communication évolue-t-elle dans le temps ?

Cette analyse nous permettra de comprendre quel est l'état actuel de la communication volontaire sur l'actif immatériel et de dégager les facteurs déterminants cette communication. Nous allons vérifier si les caractéristiques de la société (telles que la taille ou le secteur d'activité) peuvent avoir un impact sur l'intensité de la communication et le choix des thèmes. Afin de valider ces résultats par une approche quantitative, nous testerons ensuite la réalité de ces facteurs via la méthode d'analyse factorielle des correspondances.

L'analyse de contenu et l'analyse factorielle des correspondances nous aideront à mieux visualiser les pratiques des sociétés en matière de communication. Cependant, nous avons également évoqué la problématique de la perception de cette communication par le marché. Est-ce que le marché est satisfait de la communication fournie et est-ce que ses besoins informationnels sont remplis ? La troisième partie de notre étude visera à répondre à ces questions. Cette dernière partie aura aussi pour objectif de confronter la communication pratiquée avec les attentes du marché exprimées par les analystes financiers. A travers la technique d'observation participante, nous essayerons de comprendre si les sociétés arrivent à satisfaire les besoins du marché en matière de communication sur la richesse immatérielle.

**2EME PARTIE : ETUDES EMPIRIQUES DE LA COMMUNICATION VOLONTAIRE SUR
L'ACTIF IMMATERIEL ET DE SA PERCEPTION PAR LE MARCHE**

Chapitre 1 : Thèmes de communication financière volontaire et évolution dans le temps : Analyse de contenu

La première partie de cette étude nous a incité à vouloir explorer la communication financière sur l'actif immatériel pratiquée par les sociétés françaises.

Nous avons constaté que la problématique de communication attire l'attention des sociétés et du marché. Les dirigeants déclarent vouloir communiquer sur l'actif immatériel et le marché estime que les données non financières jouent un rôle important dans leurs évaluations. Les sociétés essaient de comprendre quel type de données serait utile pour la communauté financière. Les analystes et les investisseurs montrent un intérêt particulier pour une communication continue, claire et de préférence chiffrée. Cependant, les deux parties sont confrontées aux problèmes de mesure de la richesse immatérielle qui n'est toujours pas encadrée par des standards communs et comparables.

En parallèle, la littérature montre que la communication des sociétés varie en fonction de leur taille, secteur d'activité et d'autres caractéristiques. Cette communication évolue également dans le temps.

Nous pouvons supposer que les sociétés essaient d'adapter le contenu des données publiées aux besoins du marché. Mais si elles ne sont pas vraiment capables de fournir des données claires et chiffrées sur la richesse immatérielle quels seraient alors les facteurs influençant leurs choix d'information ?

Nous avons évoqué la théorie d'isomorphisme institutionnel mimétique selon laquelle les acteurs qui fonctionnent dans des conditions d'incertitude ont tendance à imiter les comportements des autres. Puisque le marché financier est situé dans un contexte d'incertitude et puisque la compréhension de l'actif immatériel n'est pas parfaitement maîtrisée par les sociétés elles peuvent avoir des comportements irrationnels qui conduiraient à s'imiter les unes et les autres. Ceci pourrait expliquer le fait que les sociétés appartenant au même secteur d'activité abordent les mêmes sujets et que la communication évolue dans le temps par des effets de mode.

Cette étude a cependant un caractère exploratoire. Nous n'avons pas suffisamment d'éléments concernant la communication volontaire sur l'actif immatériel pour émettre des hypothèses. Le cadre de cette communication n'est pas réglementé et les communiqués de presse qui

constituent le meilleur terrain pour analyser la communication volontaire n'ont jamais fait l'objet d'un travail de recherche. A travers cette étude, nous souhaitons mieux comprendre les choix des sociétés en termes de communication en fonction de leurs caractéristiques. Nous nous intéresserons également à l'évolution de cette communication dans le temps.

SECTION 1 : METHODOLOGIE DE L'ETUDE

L'objectif de la première partie de notre étude est d'explorer, de systématiser et de comprendre la communication financière sur l'actif immatériel. Afin d'atteindre ces objectifs, nous avons opté pour la méthode d'analyse de contenu. Cette technique nous permettra d'identifier les thèmes majeurs de communication. Ensuite, en s'appuyant sur les résultats des études antérieures portant sur les facteurs déterminants de la communication, nous allons essayer de quantifier les résultats obtenus en calculant les fréquences des groupes de messages identifiés en fonction du secteur d'activité, de la taille des sociétés et de leur cotation ou non sur un marché étranger.

Notre approche basée sur une première analyse qualitative complétée par une étude quantitative guidée par les recherches antérieures, nous permet de dessiner une image globale et synthétique de la problématique abordée. Les résultats obtenus nous conduiront à des réflexions plus pertinentes et nous orienteront vers des hypothèses plus précises pour les parties suivantes de l'étude.

Nous allons nous focaliser sur le marché français car, à notre connaissance, ce marché n'a pas encore fait l'objet d'étude équivalente à celle que nous proposons.

1. Etude qualitative : analyse de contenu des communiqués de presse

Cette partie de notre étude a pour objectif d'explorer les thèmes de communication financière sur l'actif immatériel et leur évolution dans le temps. Dans un premier temps, nous allons identifier le contenu des messages pour avoir une vision globale des axes de communication. Ensuite, nous allons quantifier les données recueillies afin d'identifier la fréquence des sujets abordés en fonction des caractéristiques des sociétés. Enfin, il nous paraît intéressant d'observer l'évolution de cette communication et de sa fréquence. Nous espérons identifier des changements dans les thèmes de communication au fil des années qui suivent la période de la bulle technologique.

Traditionnellement, les études de la diffusion d'informations par des sociétés ont été réalisées en utilisant la méthodologie d'analyse de contenu. Selon Bardin (2001), cette méthode remplit deux fonctions :

- démarche heuristique “ pour voir et comprendre ”,
- démarche déductive qui permet d’obtenir des indicateurs quantitatifs et qualitatifs permettant de valider des hypothèses de recherche.

Wacheux (1996) constate que ce type d’analyse de données a pour objectif de réduire les informations pour les catégoriser et les mettre en relation avant d’aboutir à une description.

Notre travail s’inscrit dans ce cadre et vise, tout d’abord, à découvrir, puis systématiser, et enfin, interpréter le contenu de la communication financière.

Belerson (1954) a travaillé sur le sujet de la psychologie sociale. Le phénomène de communication entre les sociétés et le marché rentre également dans un contexte d’analyse psychologique. Le discours des sociétés est fortement déterminé par leur perception des attentes et des comportements du marché suite aux annonces. Puisque le marché peut démontrer des réactions irrationnelles, toute la gamme de facteurs psychologiques est à prendre en compte dans cette analyse.

La méthode d’analyse de contenu a été également appliquée à une étude des conventions collectives médicales. Les auteurs de cette étude, Abecassis et al, (2005) constatent : « L’analyse des données textuelles, rarement utilisée en économie, permet à la fois d’identifier la pluralité des façons de penser et de dégager les représentations dominantes à un moment donné. » Cette méthode a été appliquée dans les sciences de gestion, ce qui nous a incité à l’utiliser dans notre recherche.

Selon Giannelloni et Vernet (2005), l’analyse de contenu peut être réalisée de manière différente selon le choix de l’unité de l’analyse :

- le mot,
- la phrase,
- le thème.

Dans la littérature, nous pouvons trouver plusieurs exemples d’analyse du mot [Nicaise et Gray (1998) ou Deegan et Brown (1998)]. L’intérêt de cette approche réside dans le fait que le mot est la plus petite unité possible et donc elle réduit la possibilité d’erreur en calculant la

quantité d'informations diffusée. Une analyse de contenu focalisée sur le mot est une analyse lexicale qui permet une grande précision et la rigidité du cadre d'analyse.

Le choix des deux autres unités conduit à des analyse syntaxique (phrase) et thématique (thème). Ces méthodes nécessitent une approche plus rigoureuse et méthodique tout en permettant d'analyser en profondeur le contenu des messages transmis. Ces méthodes d'analyse de contenu (Belerson, 1954) préconisent une approche fondée sur l'explicitation des règles de lecture, d'interprétation et de codage. Wacheux (1996) propose d'organiser le contenu autour de plusieurs thèmes afin de permettre le passage d'une information dispersée à une information organisée.

Ces deux méthodes reposent sur l'élaboration d'un cadre de référence auquel on confronte le contenu du texte. Ce cadre peut être établi a priori et se fonder sur des modèles généraux indépendants du corpus particulier ou au contraire être progressivement construit en cours de lecture et d'analyse.

Notre étude est fondée sur deux convictions :

- A travers leur communication, les sociétés espèrent réaliser des bénéfices, attirer l'attention du marché et agir sur le cours boursier,
- Les analystes recherchent des données précises, tangibles et chiffrées,

Il semblerait donc nécessaire de pouvoir cerner dans les messages les actions et les initiatives des sociétés. Pour cela, nous avons opté pour une analyse de contenu thématique.

Pour donner un exemple : Un simple constat que la société a un portefeuille de produits innovants n'aura probablement pas d'effet sur les estimations des analystes car ce type de message peut être confondu avec de la publicité. En revanche, le fait d'obtenir un prix officiel qui récompense les innovations introduites par les sociétés constitue pour le marché un message plus significatif car il implique des effets tangibles.

Afin de mieux illustrer la différence entre les résultats d'une analyse de contenu par mot et l'analyse de contenu thématique selon nos propres règles de lecture, que nous allons détailler dans le paragraphe suivant, nous citons le communiqué de presse de Pinault Printemps du 22 octobre 2000.

« La Fnac ouvre un premier magasin à Milan, en prenant résolument l'engagement de l'adapter aux spécificités locales. La **joint-venture** avec le Gruppo Coin, le plus grand acteur de la distribution spécialisée en Italie (Coin, Bimbus, Oviessa, Standa), permettra l'implantation rapide des magasins Fnac en **Italie**. Gruppo Coin fait en effet bénéficier Fnac Italia de son **savoir-faire** dans la gestion des réseaux de distribution italiens, de sa connaissance du marché et des lois et règlements en matière **sociale** et immobilière. »

Supposons que l'on recherche des éléments concernant :

- le savoir-faire,
- la politique environnementale et sociale,
- la communication avec les partenaires,
- le développement géographique.

En adoptant une approche fondée sur l'analyse lexicale du mot, nous pourrions identifier les éléments suivants :

- « joint-venture » qui porte un message concernant la communication avec les partenaires,
- « Italie » qui pourrait être considéré comme un signe de présence internationale. Néanmoins, les noms propres ne sont pas souvent pris en compte dans une analyse lexicale ;
- « savoir-faire »,
- « sociale » qui pourrait être codé comme un message sur la politique environnementale et sociale.

L'analyse par mot est un très bon outil dans les études visant une description des valeurs et de la philosophie de la société. Cependant, une analyse de contenu par thème selon nos règles de lecture nous permettrait de constater que la société :

- a conclu un accord avec un partenaire, et
- a développé sa présence internationale.

Finalement, les éléments concernant le savoir-faire et la politique sociale ne portent aucun message significatif aux yeux des actionnaires et des analystes.

2. Terrain de recherche

La communication a plusieurs supports : les rapports annuels, les communiqués de presse, les présentations pour les actionnaires et bien d'autres. Toutes ces formes de communication ont pour objectif de rendre l'information financière plus transparente et plus compréhensible aux investisseurs. Cependant, le contenu d'un rapport annuel ne sera pas le même que le contenu d'un communiqué de presse ou d'une présentation. Une grande partie du rapport annuel et notamment des annexes qui y sont rattachés est déterminée par le cadre légal. La loi impose la publication d'un certain nombre d'informations financières. Ce cadre est d'autant plus explicite et détaillé pour les sociétés cotées. En revanche, la publication des communiqués de presse est une décision volontaire de chaque société. Cette communication permet souvent de faire la distinction entre les sociétés réellement axées sur la communication et celles qui le font par obligation.

Habituellement, le terrain de recherche pour une analyse de communication financière sur l'actif immatériel a été le rapport annuel considéré comme la source la plus exhaustive de communication des sociétés (Michaïlesco et Sranon-Boiteau, 2001 ; Damodaran, 2002 ; Ding et al, 2002). D'autres études ont été menées à partir des prospectus d'introduction en bourse (Mavrinac et Blitz, 1998 ; Bejar, 2006). Ces analyses ont été réalisées à partir de documents réglementaires et obligatoires dont le contenu peut être enrichi par des éléments supplémentaires en fonction de la volonté de la société.

Comme nous l'avons souligné dans les paragraphes précédents, nous souhaitons nous retrouver au cœur d'une communication volontaire. Indépendamment de la publication de rapports annuels et d'autres documents réglementaires, les sociétés peuvent publier quotidiennement des communiqués de presse. La publication de la plupart des communiqués est un acte volontaire. En étudiant le contenu des communiqués, nous souhaitons comprendre les choix volontaires de thèmes, de dates et de fréquences de cette communication.

Un tirage au sort de communiqués de presse publiés dans une base de données officielle nous a permis d'intégrer dans notre analyse des éléments très intéressants qui, à notre connaissance, n'ont pas été étudiés dans les travaux antérieurs. Premièrement, selon la théorie de Rose et Thomsen (2004), la décision de communiquer de manière volontaire est fondée sur un calcul économique. La publication d'un rapport annuel est obligatoire et le fait de rajouter des informations supplémentaires a moins d'incidences financières que le choix de mener une politique active de communication au quotidien. Les sociétés qui décident volontairement de publier des communiqués de presse engagent certaines dépenses. Par conséquent, elles

choisissent probablement les thèmes qui leur semblent les plus importants car cette communication coûteuse doit leurs rapporter des bénéfices. En analysant les communiqués et non les rapports annuels, nous allons pouvoir identifier un ensemble de thèmes considérés primordiaux par les sociétés en fonction de leur secteur d'activité, leur taille et la cotation ou non à l'étranger.

Deuxièmement, nous allons pouvoir effectuer une analyse de fréquence des publications. Certaines sociétés peuvent mener une politique active de communication et d'autres peuvent se limiter au cadre obligatoire. Nous souhaitons comprendre si la fréquence de communication est déterminée par la taille, le secteur d'activité ou bien par le fait d'être cotée sur un marché étranger.

Troisièmement, le choix du communiqué, et non de la société, comme la base d'analyse nous permet d'obtenir une vision globale et riche de la communication dans son ensemble sans nous limiter à un échantillon prédéfini de sociétés. Nous souhaitons voir les sujets qui dominent, les thèmes qui émergent et ceux qui disparaissent dans l'ensemble de la communication pratiquée sur le marché français.

3. Source des données

Notre échantillon de communiqués vient de la base officielle des communiqués de presse des sociétés françaises qui est publiée sur le site Internet de l'AMF (Autorité de Marché Financiers). Il existe également dans les locaux de l'AMF une bibliothèque de communiqués. Malheureusement, elle n'est pas ouverte aux étudiants. Les communiqués archivés dans la bibliothèque remontent aux années 90, tandis que les publications sur Internet commencent à partir de l'année 2000. Cette limitation quant à l'accès aux données a partiellement déterminé le choix de notre période d'analyse.

4. Période d'analyse

Comme nous l'avons indiqué dans le paragraphe précédent, le choix de la période d'analyse a été partiellement dicté par l'accessibilité des données. Cependant, d'autres raisons nous confortent dans ce choix.

Premièrement, la recherche de Michaïlesco, Sranon-Boiteau (2001), qui nous a inspiré au départ, étudie la communication des sociétés sur l'actif immatériel pour la période 1997 – 1999. Notre recherche effectuée à partir de l'année 2001 permet de couvrir une période prolongeant les études antérieures.

Deuxièmement, nous souhaitons observer l'évolution de la communication financière sur l'actif immatériel sur une période relativement récente. Puisque de nombreuses analyses ont été consacrées au sujet de la bulle technologique, nous ne souhaitons pas intégrer cette période dans notre recherche. Une analyse de l'évolution de la communication après la bulle technologique et lors du passage aux nouvelles normes comptables IFRS nous permettra d'apporter des conclusions récentes sur une période qui n'a pas encore été étudiée.

Pour résumer, nous avons choisi la période 2001-2005 afin de suivre l'évolution de la communication financière sur l'actif immatériel après la bulle technologique et lors du passage aux nouvelles normes IFRS.

L'année 2006 n'est pas incluse dans la période d'analyse car le recueil des données s'est effectué entre les mois de janvier et juin 2006.

5. Echantillon

5.1. Taille de l'échantillon

Sur la période 2001-2005, la base de données de l'AMF compte 25 067 communiqués. Selon Giannelloni et Vernet (2005), lors de la construction de l'échantillon il est conseillé de se limiter à 10% de la population globale. Par conséquent, dans notre échantillon, nous nous sommes fixés le seuil d'environ 2 000 communiqués. Nous avons, d'ailleurs, estimé que ce nombre de publications nous permettra d'effectuer des analyses différentes concernant, par exemple, les caractéristiques de communication en fonction de la taille et du secteur d'activité des sociétés ainsi que de suivre l'évolution de cette communication dans le temps.

La base de communiqués de presse sur le site Internet de l'AMF s'est fortement développée au cours de la période 2001-2005. Le nombre de communiqués publiés a été de plus en plus élevé. Nous avons pu déterminer le nombre de publications disponibles dans la base de données pour chaque mois. Pour obtenir un échantillon d'environ 2 000 communiqués sur une

période de 60 mois, nous avons décidé de tirer au sort 32 communiqués par mois. Ce système de tirage devrait nous amener à un échantillon de 1 920 communiqués.

5.2. Méthode d'échantillonnage

L'ordre de communiqués dans la base de données de l'AMF est déterminé par la date de publication. Nous ne disposons pas d'une liste nominative des individus de la population. En revanche, nous pouvons déterminer le nombre d'individus pour chaque période. Par conséquent, nous avons opté pour une méthode d'échantillonnage aléatoire systématique.

Afin de mieux illustrer notre démarche suivie dans la pratique, nous allons présenter l'exemple d'échantillonnage pour le mois de janvier 2005.

Exemple d'échantillonnage :

En janvier 2005, la base de données de l'AMF contenait 693 publications. Pour obtenir un échantillon de 32 communiqués par mois, nous avons divisé le nombre de communiqués dans la base par le nombre de communiqués souhaité, soit 693 divisé par 32 ou 21,7 communiqués. Nous arrondissons toujours le chiffre en s'éloignant du zéro afin de ne pas avoir de communiqués manquants à la fin du tirage. Ensuite, nous tirons au sort un chiffre entre 1 et 22. Le tirage donne le chiffre 15. Nous tirons ensuite le 15^e, le 37^e (15 + 22), le 59^e (37 + 22) ... communiqué et ainsi de suite. Si à la fin du tirage nous avons un communiqué de trop (car le premier chiffre a été arrondi en s'éloignant du zéro), nous tirons au sort un chiffre entre 1 et le nombre de communiqués dans l'échantillon du mois donné (habituellement 33) et éliminons cette publication de notre base de données.

Lors du tirage, nous avons rencontré certains problèmes concernant le contenu de certains communiqués sélectionnés. Puisque la base de données de l'AMF contient tous les communiqués publiés par les sociétés, nous avons rencontré deux types de publications qui ne rentraient pas dans le cadre de notre analyse :

- publications avec des messages purement financiers dont la publication est exigée par le cadre réglementaire,
- publications en anglais qui constituaient une simple traduction des publications françaises publiés le même jour.

Pour ne pas inclure ces communiqués dans notre échantillon, nous avons considéré la publication suivante sur la liste jusqu'à l'obtention d'un contenu valable pour l'analyse. Ensuite, nous avons continué le tirage selon les règles pré-établies.

Ainsi, nous avons obtenu un échantillon de 1920 communiqués. Cependant, lors d'une analyse préliminaire des données, nous avons constaté que certains communiqués tirés dans notre échantillon ont disparus entre-temps. Ce phénomène concerne surtout des entreprises du secteur des hautes technologies qui ont fait faillite peu après la fin de la bulle spéculative de l'année 2000. Nous avons décidé d'éliminer les communiqués de ces sociétés de notre échantillon. Ainsi, nous avons obtenu l'échantillon final de 1 891 publications.

6. Règles de lecture

Notre grille d'interprétation et nos règles de codage des communiqués ont été définies suite à une revue de littérature et de classifications proposée par différents auteurs. Ainsi, nous avons obtenu une première classification des éléments immatériels. Lors de la lecture des communiqués nous avons codé les thèmes identifiés dans les catégories correspondantes. Cependant, si notre classification initiale ne permettait pas d'inclure certaines données, nous complétons la classification « sur le terrain ». Une telle approche nous a permis d'enrichir les classifications existantes de la richesse immatérielle, ce qui constitue un apport théorique de cette étude.

Avant de procéder à la présentation des règles de lecture, nous souhaitons souligner l'existence de deux unités d'analyse différentes.

Le niveau 1 : **communiqué** qui correspond à une publication accessible dans la base de données de l'AMF et qui constitue l'unité de notre échantillon.

Le niveau 2 : **message** – qui correspond à un thème abordé dans le communiqué. Un communiqué peut donc contenir plusieurs messages.

Dans notre analyse, nous avons réalisé les classifications suivantes :

- Au niveau du communiqué :
 - la nature du communiqué (financier, immatériel),
 - le nombre de mots dans le communiqué
- Au niveau du message :

- la classification des messages immatériels selon des catégories pré-établies,
- le sens des messages (bonne nouvelle, mauvaise nouvelle, nouvelle neutre),
- le contenu quantitatif des messages (indicateurs, implications financières).

6.1. Nature de communiqué

Selon l'enquête menée par Mottis et Zarlowski (2003), les responsables de communication financière estiment que la part des informations comptables et financières a décliné au profit des informations opérationnelles non financières, sociales, éthiques et environnementales. En revanche, l'étude de PricewaterhouseCoopers (2001) démontre que les aspects financiers sont toujours le sujet majeur de communication.

Nous souhaitons prolonger la voie de ces études et déterminer le profil des sociétés qui dans leur communication volontaire mettent l'accent sur les données immatérielles.

Comme nous l'avons indiqué dans les paragraphes précédents, les communiqués publiés dans la base de données de l'AMF peuvent porter un contenu :

- purement financier (F),
- financier et immatériel (FI),
- purement immatériel (I).

Lors du tirage, nous avons éliminé les communiqués purement financiers car il s'agit de publications obligatoires qui ne font pas l'objet de cette étude.

Ensuite, nous avons décidé de faire une distinction entre les communiqués purement immatériels et ceux qui portaient également un contenu financier pour pouvoir déterminer quelles sociétés sont les plus actives dans la publication de données uniquement immatérielles.

Les communiqués financiers avec un contenu immatériel correspondent aux publications trimestrielles de résultats ou concernant une opération sur les actions, qui sont obligatoires, et qui de manière volontaire indiquent des facteurs immatériels contribuant aux performances financières.

Les communiqués purement immatériels correspondent aux publications volontaires (à l'exception de celles concernant les acquisitions et les cessions) et ont pour objectif d'informer le marché sur ses initiatives, nouveaux programmes de développement et succès. Les entreprises qui publient beaucoup de communiqués purement immatériels pratiquent probablement une politique de communication plus active et décident d'engager des dépenses plus importantes dans la diffusion volontaire de messages.

Nous trouvons intéressant de déterminer quel type de société fait des efforts plus remarquables de communication volontaire sur l'actif immatériel.

6.2. Nombre de mots

Nous avons trouvé intéressant d'étudier la longueur des communiqués pour identifier éventuellement des différences en fonction du type de communiqué, de la taille de société ou de son secteur d'activité.

La longueur des communiqués détermine en partie leur coût. Ce problème de coût de communication, auquel nous revenons souvent dans notre analyse, nous a conduit à certaines interrogations. Est-ce que certaines sociétés essaient d'être plus concises (ex : les petites sociétés avec un budget de communication plus limitée ... ?). Est-ce qu'une communication d'une mauvaise nouvelle sera plus brève car le message rapporte moins de bénéfices qu'une information positive ?

A notre connaissance, une telle analyse n'a pas été effectuée dans notre domaine de recherche. Nous espérons apporter de nouvelles observations qui pourraient inspirer d'autres travaux de recherche dans le domaine.

7. Classification des messages

La classification des actifs immatériels au sein des sociétés a fait l'objet de nombreuses études. Dans les paragraphes précédents, nous avons présenté certaines classifications [Sveiby (1986), Edvinsson (1991), Roos (1997)] qui nous ont servi de base pour créer notre propre classification complétée au fur et à mesure de nos lectures.

L'objectif de notre analyse est de déterminer les messages dominants sur l'actif immatériel, ceux qui sont abordés très rarement et l'évolution des thèmes dans le temps. Cette partie constitue le cœur de notre analyse thématique de contenu. La liste finale de messages immatériels retenue pour notre étude est présentée dans le Tableau 10.

Tableau 10 : Messages immatériels retenus dans l'analyse de contenu

Acquisition / cession
opérations d'acquisition ou de cession d'activités ou de filiales,
Changements internes
restructurations et réorganisations internes, changements de procédures et de modes de fonctionnement,
Communication avec les actionnaires
études de besoins de l'actionnaire, prix pour la qualité de communication financière, succès des augmentations de capital, (non) respect de règles de transparence,
Communication avec les clients
études / enquêtes de comportements et de satisfaction des clients carnets d'adresses, lancement de campagnes publicitaires, actions visant la fidélisation, preuves de transparence vis-à-vis du client,
Employés
EMPLOYES nombre d'employés, COMPETENCES EMPLOYES éducation, expérience, compétences, COMMUNICATION EMPLOYES climat social, partage interne d'information, satisfaction et motivation des employés, qualité de gestion, politique de formation, politique de rémunérations, conflits internes,

<p>rotation et fidélité des employés, conditions de travail, nominations, licenciements, grèves.</p>
<p>Communication avec les partenaires</p>
<p>accords, contacts informels, négociations, partenariats, conflits et procès,</p>
<p>Culture / Philosophie</p>
<p>stratégie, mission, programmes et axes de développement,</p>
<p>Droits / Brevets</p>
<p>copyrights et droits d'auteurs, concessions, droits de franchise et licences, droits d'émission, brevets, autorisations,</p>
<p>Environnement / société</p>
<p>protection de l'environnement actions pour la société (ex : dons) programmes de développement durable,</p>
<p>Innovation</p>
<p>lancements de produits innovants,</p>
<p>Marques</p>
<p>dépôts de marques, acquisitions / cession de marques, changement de logos et de nom de la société, qualité / notoriété du portefeuille de marques,</p>
<p>Position sur le marché</p>
<p>gain / perte de parts de marché, conquête de nouveaux clients et perte de clients, baisse / hausse du carnet de commandes,</p>
<p>Présence internationale</p>

développement géographique, lancement / cession d'activités dans de nouveaux pays,
Qualité du produit / service
lancement / retrait de produits, qualité du portefeuille de produits, politique produit, ratings et classements de produits, respect des normes, perception du produit par le client,
R&D
investissements dans la recherche et le développement, résultats des études, publications et conférences scientifiques, initiatives de recherche,
Réputation
prix obtenus, participations aux conférences et salons, image de la société sur le marché, amendes,
Savoir faire
compétences particulières,
Technologie
technologies uniques sans brevets, systèmes d'information, bases de données.

Nous avons retenu 18 catégories de messages immatériels. Notre classification permet de fournir des exemples précis d'activités ou d'événements, relatifs à l'actif immatériel, communiqués par les sociétés.

La catégorie **Employés** mérite un intérêt particulier car elle comprend trois types de messages. La communication sur le capital humain est très souvent limitée au nombre d'employés. A travers ces chiffres, les grandes sociétés expriment souvent leur taille. D'autres sociétés mettent l'accent sur les compétences de leur capital humain qui leur permettent de gagner des parts de marché ou bien d'atteindre de bons résultats financiers. Plus rarement, les sociétés parlent de leur politique de gestion et des pratiques de communication interne. Lors de la lecture des communiqués, nous avons remarqué que les grandes sociétés mettent plus en

avant le « volume » de leur capital humain tandis que les entreprises plus petites parlent de sa qualité. Dans les parties suivantes de cette étude, nous allons étudier ce problème d'un peu plus près.

En revanche, contrairement à la plupart des classifications existantes, notre liste d'éléments n'est pas regroupée entre les actifs liés aux facteurs humains, structurels ou externes. Une telle classification introduirait dans notre analyse des données supplémentaires sans apporter une valeur informationnelle significative du point de vue des objectifs de notre étude. Nous souhaitons nous concentrer sur le niveau du message et de sa fréquence.

7.1. Sens des messages

Comme nous l'avons constaté dans les paragraphes précédents, toute activité de publication présente un coût pour l'entreprise émettrice. Ainsi, la décision de publier ou non certaines informations relève d'un arbitrage entre coûts et avantages attendus. Nous souhaitons prolonger cette recherche et étudier le problème sur notre échantillon.

Dans une étude de l'offre d'information sur les performances environnementales, Deegan et Brown (1998), codent comme positive une information décrivant une activité en harmonie avec l'environnement et négative une information présentant l'activité comme nuisible à l'environnement.

Dans le cadre de notre étude, nous avons décidé de coder comme :

- **bonne**, une nouvelle relative à une activité en harmonie avec l'intérêt des actionnaires (susceptible de créer de la valeur),
- **mauvaise**, une information qui risque de nuire à la création de valeur pour les actionnaires, et
- **neutre**, une information dont l'impact sur la création de valeur ne peut pas être déterminée et qui ne constitue pas la preuve d'un manque d'harmonie.

Ainsi, les bonnes nouvelles impliquent la création de valeur pour les actionnaires (ex. lancement de nouveaux services, bonne réputation). Les mauvaises nouvelles mettent en évidence un manque d'harmonie dans la réalisation des objectifs (ex. amende, démission imprévue d'une personne clé, perte d'un client). Les nouvelles neutres décrivent des actions ou des états dont les conséquences sont difficiles à prévoir et dont les causes ne sont pas la

preuve d'un manque d'harmonie (ex. nomination d'un nouveau PDG suite au départ à la retraite de l'ancien dirigeant). L'Annexe 1 présente les exemples des bonnes, neutres et mauvaises nouvelles.

7.2. Contenu quantitatif

La mesure de l'actif immatériel a fait l'objet de nombreux débats scientifiques. Comme nous l'avons constaté dans la première partie, les sociétés souffrent d'un manque d'indicateurs qui leur permettraient de communiquer la performance de leur actif immatériel selon des standards communs.

Nous souhaitons observer ce phénomène sur notre terrain de recherche en élargissant le cadre d'analyse notamment en cherchant les implications financières liées aux messages sur l'actif immatériel. Les besoins des analystes en données financières et chiffrées confirmés par les résultats de nos entretiens préliminaires nous amènent à supposer que le fait d'ajouter des implications financières dans un message immatériel permettrait d'attirer davantage l'attention des analystes. Nous allons nous intéresser un peu plus à ce problème dans les paragraphes suivants. Dans cette partie, nous souhaitons uniquement identifier et systématiser l'apparition d'indicateurs et implications financières dans les communiqués de presse des sociétés.

Lors de la lecture des publications, nous allons donc rechercher :

- des **indicateurs de performance** des actifs immatériels, et
- des **implications financières** liées aux messages communiqués.

Malgré l'existence de nombreuses classifications d'indicateurs de performance de l'actif immatériel dans la littérature, nous n'avons pas créé de liste pré-définie d'indicateurs. L'objectif de cette étude est d'identifier quels indicateurs apparaissent dans les communiqués et ensuite de calculer leur fréquence.

Une démarche similaire sera adoptée lors de la recherche des implications financières. Cette recherche a un caractère exploratoire et nous permettra d'avoir une vision globale de ce type de communication pratiquée par les sociétés françaises.

8. Fiabilité de l'analyse

Afin de valider le codage effectué lors d'une analyse thématique de contenu, il est conseillé de comparer les résultats de lecture obtenus par au moins deux analystes [Giannelloni et Vernet (2005)]. Pour des raisons pratiques, nous n'avons pas été en mesure de trouver un deuxième lecteur prêt à relire les 1892 communiqués de notre échantillon.

Nous avons réussi à comparer les résultats de lecture pour 28 communiqués. Le lecteur participant dans notre étude travaille dans le métier de l'analyse financière et possède 3 années d'expérience professionnelle.

Le coefficient de fiabilité, exprimé comme le rapport entre le nombre d'accords sur les classifications et le nombre total de classifications, était de 0,93. La valeur du coefficient est satisfaisante. Il faut cependant souligner que le nombre de communiqués relus a été très bas par rapport à la taille de notre échantillon ce qui pourrait être considéré comme une des limites de notre travail.

SECTION 2 : RESULTATS ET DISCUSSION

Comme nous l'avons indiqué dans les paragraphes précédents, cette partie de notre recherche a un caractère exploratoire. Son objectif principal est de comprendre les pratiques des sociétés françaises en matière de communication volontaire sur l'actif immatériel. Nous nous sommes basés sur les résultats des études existantes afin de définir les axes de recherche qui ont été développés au fil de l'exploration. Cependant, certaines analyses sont menées par curiosité avec l'espoir d'obtenir des conclusions intéressantes qui nous permettront d'affiner nos hypothèses de recherche pour les parties suivantes de cette étude.

Tout d'abord, nous avons effectué une analyse globale qui nous a permis de mener par la suite des tests plus approfondis avec des objectifs précis.

1. Résultats préliminaires

Sur la période 2001-2005 la base de données de l'AMF comprend 25 067 communiqués. Une partie de ces communiqués ne présente pas d'intérêt du point de vue de notre étude. Il s'agit notamment des communiqués purement financiers, qui ne rentrent pas dans le cadre d'une communication volontaire, ainsi que des traductions anglaises de communiqués français. Certains communiqués ont du être éliminés de l'échantillon à la fin de l'étude car les sociétés émettrices ont fait faillite pendant la période de l'analyse.

Notre échantillon comprend au final 1891 communiqués sur la période 2001 – 2005, soit la répartition par année présentée dans le Tableau 11.

Tableau 11 : Nombre de communiqués analysés par année

Année	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Nombre de communiqués	384	372	379	379	377	1891

La technique d'échantillonnage adoptée dans ce travail nous permet d'observer la communication sans pour autant se limiter à un échantillon de sociétés prédéfinies. La base de données de l'AMF fait apparaître une évolution continue de la communication. Certaines sociétés abandonnent la communication, d'autres s'y inscrivent. La tendance générale du nombre des sociétés dans la base de données est tout de même à la hausse ce qui prouve le

développement de leur activité de communication. Sur la période d'étude, nous avons pu recueillir ainsi des communiqués de 322 sociétés différentes, dont les 40 sociétés du CAC 40. L'échantillon comprend des communiqués d'un grand nombre de sociétés différentes ce qui nous permet d'avoir une vision très représentative de l'ensemble de la communication sur le marché français.

2. Premières observations

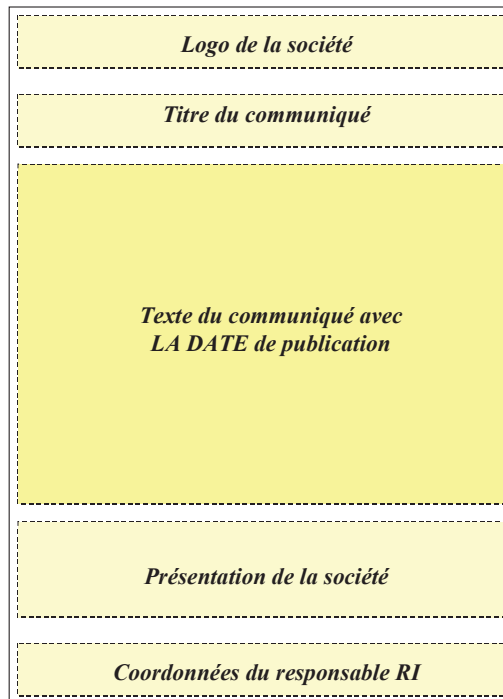
Les premières observations permettent d'avoir une vision globale et synthétique du contenu et de la structure des communiqués de presse des sociétés cotées.

2.1. Structure des communiqués

Les publications des sociétés se caractérisent par une structure commune. De manière générale, les communiqués financiers des sociétés cotées se composent de cinq éléments :

- Logo de la société,
- Titre du communiqué,
- Texte du communiqué avec la date et parfois l'heure si le message est transmis après la clôture de la session boursière. La date du communiqué a une grande importance car elle indique le moment auquel le message a été rendu public, c'est-à-dire à partir de quel moment ces données publiées ont pu avoir un impact sur le cours boursier.
- Présentation de la société qui n'apparaît pas systématiquement mais la grande majorité des sociétés ajoutent ce paragraphe à leur modèle de publication de presse. D'après nos premières observations, les petites sociétés n'adhèrent pas à cette présentation systématique à la fin des communiqués.
- Coordonnées du responsable RI qui est l'information principale pour les investisseurs, les analystes et les journalistes. Cette information indique la personne compétente qui pourra les renseigner rapidement sur les détails du message.

Figure 8 : Structure type d'un communiqué financier



2.2. Cycles de communication

Chaque année, nous pouvons observer des cycles de communication avec des périodes actives en avril, juillet et entre septembre et novembre et des mois creux, notamment en août et juin. Les périodes de communication intense correspondent aux dates des publications trimestrielles.

2.3. Contenu des communiqués

La lecture des communiqués montre que chaque société a sa façon de présenter ses actifs immatériels. Certaines entreprises, telles que SQLI, L'Oréal, Air Liquide ou Thomson fournissent beaucoup d'explications sur la gestion de leur richesse immatérielle en communiquant de nombreux indicateurs. On pourrait les appeler les « leaders de communication » car leur politique de communication semble constituer un élément important de la stratégie globale. Certaines sociétés, et notamment celles du secteur de Santé, publient de nombreuses données caractéristiques qui portent un contenu très scientifique, difficile à déchiffrer pour un lecteur non formé dans le domaine. Dans notre échantillon, il s'agit notamment des sociétés : Nicox et Sanofi-Aventis. Enfin, la communication de certaines

sociétés sur les aspects immatériels reste très modeste et très peu d'éléments explicatifs sont fournis. Nous pouvons citer les exemples des petites sociétés du secteur Financier, telles que Siparex et Locindus.

Par ailleurs, les sociétés publient des informations sur leur activité et des explications de leur développement ou ralentissement. Les messages portent sur des sujets divers. On pourrait distinguer quatre **types de messages** :

- financiers (ex : résultats ou opérations financières)
- économiques (ex : inflation, prix de matières premières)
- matériels (ex : performance des usines, capacités de production)
- immatériels (ex : employés, technologie).

Dans notre étude, nous nous sommes concentrés sur le contenu des messages immatériels. Nous avons également noté la présence d'éléments financiers afin de pouvoir effectuer par la suite une distinction entre les communiqués purement immatériels et ceux qui transmettent également des données financières. Cette distinction est intéressante car l'identification des messages purement immatériels permet de se concentrer sur les publications purement volontaires.

2.4. Statistiques générales

La revue de littérature et la lecture des communiqués nous a permis de déterminer un certain nombre de caractéristiques de chaque communiqué :

- la nature du communiqué (financier, immatériel),
- la classification des messages immatériels selon les catégories pré-établies,
- le sens des messages (bonne nouvelle, mauvaise nouvelle, nouvelle neutre),
- le contenu quantitatif des messages (indicateurs, implications financières),
- le nombre de mots dans le communiqué.

2.5. Nature du communiqué

Nous rappelons que les publications des sociétés portent un contenu :

- purement financier (F),
- financier et immatériel (FI), et
- purement immatériel (I).

Comme nous l'avons précisé dans les paragraphes précédents, nous avons éliminé les communiqués purement financiers lors du tirage car leur contenu ne présente aucun intérêt de point de vue de notre analyse. Nous nous sommes concentrés sur les deux derniers types de publications.

Tableau 12 : Nombre de messages immatériels et financiers par année

Année	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Communiqués FI	157	164	167	217	170	875
Communiqués I	227	208	212	162	207	1016

Notre échantillon comprend 875 communiqués qui abordent des sujets financiers et immatériels (FI) et 1016 communiqués focalisés uniquement sur la problématique de l'immatériel (I).

Une analyse de la nature des communiqués par année nous permet de constater que la relation entre les communiqués purement immatériels et ceux qui portent également des messages financiers est plutôt stable à l'exception de l'année 2004. **En 2004**, cette relation s'inverse et le nombre de communiqués avec un contenu financier augmente de manière significative.

Ce phénomène est dû probablement au passage au nouveau référentiel comptable (**IFRS**) obligatoire à partir du 1 janvier 2005. Par conséquent, l'année 2004 a été marquée par d'importants travaux de préparation à ce passage et par de gros efforts de communication quant à son impact sur les comptes des sociétés. Ainsi, le sujet de l'actif immatériel a reçu un peu moins d'attention que les autres années.

2.6. Classification des messages

Le codage selon les règles de lecture décrites dans les paragraphes précédents a permis de distinguer les messages immatériels inclus dans les communiqués et de les grouper selon la classification présentée auparavant.

Ainsi, sur les 1891 communiqués étudiés, nous avons pu coder 10 023 messages immatériels. Nous constatons alors qu'un communiqué porte en moyenne un peu plus de 5 messages immatériels.

Ci-dessous, nous avons calculé les fréquences des messages identifiés. Dans notre échantillon, les informations concernant la qualité du portefeuille de produits et services et la position sur le marché ainsi que la présence internationale représentent 49% des messages étudiés. Sur la période analysée, les sujets les moins abordés sont : l'environnement et la société, la communication avec les employés et les actionnaires ainsi que les droits et les brevets.

Tableau 13 :Fréquence des messages sur l'actif immatériel identifiés lors de la lecture

Message	Nombre	En %
Qualité produit / service	1944	19,4%
Position marché	1639	16,4%
Présence internationale	1285	12,8%
Employés	700	7,0%
Acquisition / cession	578	5,8%
Technologie	566	5,6%
Culture / Philosophie	528	5,3%
Communication partenaires	425	4,2%
Communication clients	334	3,3%
Compétences employés	321	3,2%
Innovation	277	2,8%
Savoir faire	243	2,4%
Marques	228	2,3%
Changements internes	206	2,1%
R&D	205	2,0%
Réputation	139	1,4%
Droits / Brevets	128	1,3%
Communication actionnaires	119	1,2%
Communication employés	104	1,0%
Environnement / société	54	0,5%
Total	10023	100%

Il est important de noter que les messages codés ont été identifiés dans le corps du texte et dans la partie consacrée à la présentation. Néanmoins, cette dernière partie constitue juste une description de la société et ne porte pas de nouvelles. Pour notre analyse quantitative, nous n'avons pas pris en compte ces messages inclus dans la partie « Présentation ». Cela réduit le nombre de messages étudiés à 6240.

Il faut également souligner que cette répartition générale nous informe des fréquences des sujets sur l'ensemble de la communication étudiée, quels que soient la taille et le secteur d'activité des sociétés émettrices. Nous pouvons constater que la problématique de la position

sur le marché est un thème fréquent de communication avec les actionnaires. En revanche, nous ne pouvons pas généraliser ces résultats et conclure que toutes les sociétés abordent facilement ce sujet. Il est possible que ce thème soit favorisé par des sociétés d'une certaine taille ou provenant d'un secteur d'activité particulier².

2.7. Sens des messages

Lors de la revue de littérature, nous nous sommes penchés sur le problème des motivations des sociétés à publier de mauvaises nouvelles. Dans ce cas, la société émettrice anticipe des avantages permettant de compenser les coûts qu'elle devra supporter, et notamment la baisse de cours induit par l'annonce d'une mauvaise nouvelle. Dans cette recherche, nous avons également étudié le sens de messages analysés et nous avons attribué, à chaque message, un des trois sens possibles:

- Bonne nouvelle (B) – quand il s'agit d'informations susceptibles de créer de la valeur pour les actionnaires,
- Mauvaise nouvelle (M) – pour des messages susceptible de nuire à la création de valeur pour les actionnaires,
- Nouvelle neutre (N) – quand l'impact sur la création de valeur ne peut pas être déterminée.

Afin de calculer les fréquences relatives de bonnes et mauvaises nouvelles, nous n'avons pas pris en compte les données incluses dans les parties consacrées à la présentation des sociétés. Souvent, ces messages ne représentent pas de nouvelles et permettent simplement de mettre en avant les atouts des sociétés. Selon cette règle, le nombre total de messages est de 6 240.

Tableau 14 : Répartition des nouvelles publiées en fonction de leur nature

Sens de messages	Nombre	En %
Bonnes nouvelles	5170	83%
Mauvaises nouvelles	133	2%
Nouvelles neutres	937	15%
Total	6240	100%

² A notre connaissance, cette question n'a jamais été étudiée sur le marché français. Dans les parties suivantes de cette étude, nous allons nous pencher sur les différences de communication selon la taille et le secteur d'activité des sociétés émettrices.

Les résultats de cette analyse nous permettent de confirmer la thèse de Verrechia (1983) et Dye (1985) selon laquelle les sociétés publient plutôt de bonnes nouvelles ainsi que les conclusions de Michalesco et Sranon-Boiteau (2001) qui démontrent que les nouvelles publiées dans les rapports annuels de plusieurs sociétés françaises sont dans la plupart des cas neutres ou bonnes.

98 % des messages identifiés dans notre échantillon portent un contenu positif ou neutre. Seulement 2% révèlent les points négatifs concernant l'activité.

En analysant les communiqués et non les rapports annuels, nous sommes au cœur de la communication volontaire et de la stratégie de la société en matière de communication. La publication de mauvaises nouvelles dans les rapports annuels peut être parfois imposée par le cadre réglementaire tandis que la publication de communiqués de presse est purement volontaire et le choix du contenu est libre. De plus, les sociétés engagent des dépenses supplémentaires dans la publication de ces messages. Par conséquent, elles sont probablement encore plus motivées à publier de bonnes nouvelles afin de compenser ces dépenses à court terme.

Le court-termisme des attentes du marché et de la communication financière est un phénomène existant sur le marché boursier. Les exigences des actionnaires en termes de rentabilité à court terme sont très fortes, ce qui incite les dirigeants à prendre des décisions pouvant pénaliser la performance à long terme.

Pour résumer, les résultats de notre analyse sont plus proches de celles de Verrechia (1983) et Dye (1985) que de celles de Lev et Penman (1990), Sivakumar et Waymire (1994) qui démontrent que les entreprises annoncent régulièrement des informations qui sont tout aussi bien favorables que défavorables afin d'éviter de mauvaises surprises.

Il est possible qu'il existe une différence dans les stratégies de communication volontaire entre les sociétés américaines et françaises, différence qui pourrait être due à une plus grande maturité du marché américain. Il serait intéressant de réaliser une étude des deux marchés sur des échantillons comparables qui permettrait de répondre de manière plus précise à cette question.

Par ailleurs, nous avons suivi l'évolution des messages positifs, négatifs et neutres dans le temps. Le tableau ci-dessous démontre que la baisse du nombre de bonnes nouvelles en 2002 et 2003 est accompagnée par une hausse de messages négatifs. Une tendance inverse peut être observée en 2004 et 2005. Le nombre de messages neutres est plutôt variable sur la période analysée.

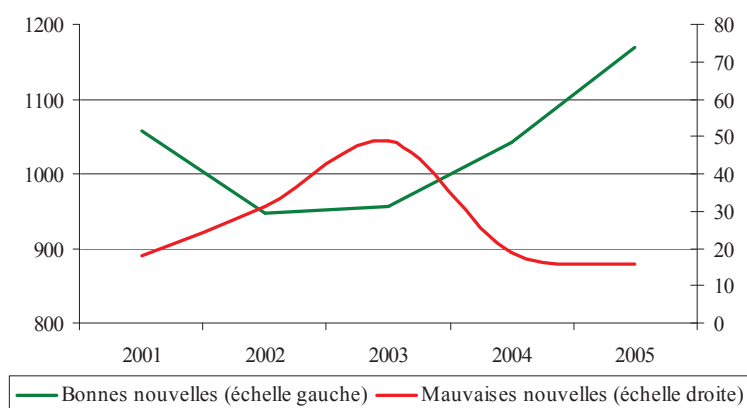
Tableau 15 : Nature des nouvelles publiées par année

Sens de messages	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Bonnes nouvelles	1058	947	955	1041	1169	5170
Mauvaises nouvelles	18	31	49	19	16	133
Neutres	81	226	160	249	221	937
Total	1157	1204	1164	1309	1406	6240

Il est difficile de tirer des conclusions sur une période de 5 ans. Néanmoins, nous pouvons observer que le nombre de messages négatifs augmente toujours avec une baisse de bonnes nouvelles et inversement.

Il serait intéressant d'étudier les facteurs déterminant l'intensité de publications négatives et positives.

Figure 9 : Nature des messages publiées dans le temps



La période d'étude correspond globalement à une phase favorable aux investissements boursiers. Cependant, certaines années ont été marquées par des événements particuliers qui pourraient influencer les stratégies de communications des sociétés cotées. Ce phénomène pourrait être expliqué par le fait que les périodes d'une plus faible communication portant des

contenus négatifs peuvent être liées à des manques de visibilité et de certitude quant à la conjoncture future. L'année 2001 est celle qui a suivi l'effrayant éclatement de la bulle spéculative, tandis que les années 2004 et 2005 sont les années de préparation et de passage aux nouvelles normes comptables. Lorsque la situation sur le marché n'est pas certaine, les actionnaires réagissent de manière excessive à toute nouvelle publiée par les sociétés. Ces dernières préfèrent probablement rester prudentes et s'abstiennent de publier de mauvaises nouvelles.

N'ayant pas fait l'objet d'autres études, il serait intéressant de se pencher sur ce sujet. Ceci nous permettrait de mieux comprendre la logique des sociétés françaises en matière de publication de messages positifs et négatifs. Ce thème constitue donc une voie intéressante pour prolonger notre recherche.

2.8. Contenu quantitatif

La liste des indicateurs publiés par les sociétés a été créée lors de la lecture des communiqués. Ainsi, à la fin de l'analyse des 1891 communiqués, nous avons établi une liste de huit indicateurs de la richesse immatérielle des sociétés. La liste avec les fréquences d'apparition est présentée dans le Tableau 16.

Tableau 16 : Publication des indicateurs quantitatifs de la richesse immatérielle

Indicateur	Total
Parts de marché	68
Nombre de clients par période	65
Taille et structure de la clientèle	46
Paramètres techniques	33
Taux d'occupation des employés	14
Fidélité des clients	12
Rotation des employés	4
Qualité et réputation	4
Total	246

Dans l'Annexe 2, nous décrivons chaque indicateur avec des extraits de communiqués afin de permettre une meilleure compréhension de ces termes.

Les indicateurs identifiés peuvent être regroupés autour de six thèmes importants pour l'activité de chaque société :

- Position sur le marché,

- Clients,
- Technologie,
- Employés,
- Qualité,
- Réputation.

Cependant, les indicateurs concernant la position sur le marché et les clients constituent presque 80% de l'ensemble. Il s'agit souvent de chiffres ou de ratios très simples, tels que le nombre de clients par période ou la taille de la clientèle. Ces informations peuvent aider les actionnaires à estimer l'évolution du CA. Néanmoins, un manque de données « internes » peut pénaliser ces estimations. Les indicateurs qui expriment la performance interne des sociétés sont plutôt rares. Les données quantitatives sur les employés sont communiquées surtout par les sociétés de service (conseil en technologie, etc) qui s'interrogent souvent sur leur *turn over* ou le taux d'utilisation des employés.

Les sociétés technologiques révèlent certains paramètres techniques. Cependant, leur variété et leur complexité rendent difficiles les interprétations et comparaisons.

Pour résumer, le contenu quantitatif concernant la performance de l'actif immatériel des communiqués étudiés est plutôt modeste. Sur l'ensemble de notre échantillon, 1 communiqué sur 8 en moyenne contient des informations chiffrées sur l'actif immatériel (246 indicateurs sur l'ensemble des 1891 communiqués). En outre, ces indicateurs concernent surtout la position de la société sur le marché et ses relations avec les clients. Les données chiffrées sur la gestion des ressources humaines, la qualité des produits ou bien les capacités d'innovation ne sont pas publiées.

Cette conclusion confirme les résultats de l'enquête, menée sur le marché anglo-saxon par la London Business School en 2002 auprès des 250 plus grandes sociétés du FTSE, qui démontre que les systèmes de gestion du capital humain sont souvent sous-développés et que les entreprises ne sont pas capables de fournir l'information pertinente à la communauté financière.

Michaïlesco et Sranon-Boiteau (2001) qui mènent leur analyse sur le marché français confirment également que la communication des sociétés sur l'actif immatériel est plutôt qualitative et que les actionnaires peuvent ressentir un manque de données chiffrées.

En résumé, les sociétés communiquent très peu d'indicateurs sur les sources de création de valeur. A part quelques données chiffrées sur les employés, la technologie et les clients, les autres sources de valeur ne sont pas quantifiées, ce qui rend difficile leur valorisation par les analystes.

2.9. Nombre de mots

Lors de la lecture des communiqués, nous avons remarqué que la longueur varie selon la nature du communiqué et le sens des messages.

Nous avons décidé de comparer le nombre moyen des mots selon la nature et le sens des publications.

Il ressort d'une première analyse que les communiqués portant des messages financiers sont, en moyenne, plus longs. Les commentaires sur les résultats financiers augmentent significativement le volume de publication. Les sociétés considèrent probablement que les messages financiers nécessitent plus d'explications que les commentaires sur l'actif immatériel.

Le Tableau 17 présente la moyenne et la médiane du nombre de mots dans les communiqués en fonction de leur nature.

Tableau 17 :Longueur de communiqués en fonction de leur nature

Nature de communiqué	Nb communiqués	Moyenne	Médiane	Min	Max
Immatériel	1 016	512	440	31	6 590
Financier-immatériel	875	1 000	648	94	13 990
Total	1 891	738	513	31	13 990

En outre, nous avons remarqué que les mauvaises nouvelles sont commentées très brièvement et avec beaucoup de prudence. Nous avons décidé de comparer les chiffres afin de vérifier la justesse de cette observation. Pour cela et afin d'analyser l'intensité des messages de communiqués comparables, nous avons choisi les communiqués qui portaient un seul message : soit positif, soit négatif. Nous avons obtenu deux groupes de communiqués :

- 37 communiqués avec un seul message négatif, et
- 317 communiqués avec une seule bonne nouvelle.

La comparaison du nombre de mots dans les communiqués nous a permis d’observer que, sur l’échantillon obtenu, les communiqués positifs étaient généralement plus longs que ceux avec une mauvaise nouvelle. Le Tableau 18 montre ces résultats.

Tableau 18 :Longueur de communiqués en fonction de la nature de messages

Sens de messages	Nb communiqués	Moyenne	Médiane	Min	Max
Mauvaise nouvelle	37	389	257	68	2 333
Sens de messages	Nb communiqués	Moyenne	Médiane	Min	Max
Bonne nouvelle	317	534	468	57	2 331

Les deux échantillons analysés sont de tailles très différentes. Cependant, cette observation peut constituer une voie de prolongement de la réflexion sur ce sujet. Il semblerait que les sociétés ont peur de publier les mauvaises nouvelles. Il serait intéressant d’analyser le raisonnement des sociétés en ce qui concerne la publication des mauvaises nouvelles.

3. Synthèse préliminaire

Ces premières observations nous ont permis d’identifier les premières caractéristiques de la communication financière relative à la richesse immatérielle. Nous avons pu remarquer que les communiqués ont tous la même structure et que leur publication est soumise à un effet de saisonnalité. Par ailleurs, certaines publications ont un caractère purement financier et ne rentrent pas dans le cadre de notre analyse de la communication volontaire.

Ensuite, nous avons remarqué que les sociétés abordaient une variété de sujets. Toutefois, les thèmes de la qualité de service, de la position sur le marché et de la présence internationale constituent quasiment la moitié des messages identifiés. Nous avons également observé que les sociétés restaient réticentes à communiquer les mauvaises nouvelles et qu’elles n’étaient probablement pas prêtes à fournir plus de données quantitatives. En outre, nous avons constaté que le contenu « négatif » diminuait pendant le marché baissier et que les mauvaises nouvelles étaient habituellement plus courtes. Ces conclusions doivent être considérées comme des pistes de prolongement de recherche car nous n’avons pas pu analyser dans cette étude les facteurs qui expliqueraient de telles variations toutes les problématiques dans notre étude.

Cette partie nous a permis de comprendre la nature générale de la communication relative à l'actif immatériel. Maintenant, nous souhaitons limiter le champ de notre recherche et nous concentrer sur l'étude des facteurs déterminants la communication.

4. Analyse de l'intensité de communication par facteurs déterminants

Cette partie a pour objectif de comprendre les choix stratégiques des sociétés quant à la communication sur la richesse immatérielle. Nous souhaitons identifier des relations entre les caractéristiques de la société, l'intensité de communication et le choix de thèmes des communiqués. Cette analyse vise également à évaluer si les sujets de communication évoluent dans le temps.

4.1. Choix des variables d'analyse

Après nos premières remarques et les analyses préliminaires des données recueillies lors de la lecture des communiqués, nous allons approfondir et affiner notre analyse en nous concentrant sur les facteurs déterminants de la publication.

Dans la revue de littérature concernant les facteurs déterminant l'intensité et le niveau de publication sur l'actif immatériel, nous avons identifié les facteurs suivants : la taille, le secteur d'activité ainsi que la cotation sur un marché étranger [Raffournier (1995), Entwistle (1999), Lang et al, (2003), Ding et al (2002), Chavent et al, (2004)].

Les chercheurs ont analysé la relation entre l'intensité de publication et les facteurs mentionnés ci-dessus. Ils ont démontré que ces variables avaient un impact sur le niveau de publication. Cependant, à notre connaissance, aucune étude n'a été consacrée à une analyse détaillée de l'intensité de publication ou du contenu des communiqués selon la taille, le secteur d'activité de la société et sa cotation sur un marché étranger. Nous allons étendre cette analyse pour examiner l'évolution de la communication dans le temps. Par cette analyse, nous allons apporter des réponses aux questions suivantes :

- Quel est le profil d'une société « ouverte », une société qui communique volontairement de nombreuses informations sur son actif immatériel ? Est-ce qu'il s'agit plutôt de grandes sociétés ou de petites ? Quel est leur secteur d'activité ?
- Quels sont les sujets préférés des sociétés en fonction de leur taille et de leur secteur d'activité ? Quelles sont les valeurs et informations mises en avant par ces sociétés ? Est-

ce que ce choix est cohérent au regard du système de valeurs et des priorités de l'activité quotidienne de ces sociétés ? Par exemple, est-ce que les sociétés du secteur de santé communiquent plus sur la R&D que sur les relations avec les clients ?

- Comment cette communication a-t-elle évolué au fil des années ? Est-ce qu'on peut observer des changements après la bulle technologique ? Est-ce que le passage aux nouvelles normes IFRS a marqué cette communication ?

Cette partie a pour objectif l'exploration d'un nouveau terrain et la synthèse de l'état de la communication financière volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel.

4.2. Présentation des variables

Lors de la lecture des communiqués, nous avons déterminé, pour chaque société émettrice, la taille, le secteur d'activité et une éventuelle cotation ou non sur un marché étranger.

Avant de présenter les premiers résultats des tris croisés, nous allons brièvement présenter la répartition des sociétés par taille, secteur d'activité et selon la cotation à l'étranger.

Dans notre analyse, nous avons distingué quatre groupes de société selon leur **taille** mesurée par la capitalisation boursière. La capitalisation boursière a été utilisée comme indicateur de taille dans des études similaires par Ding et al (2002) et par Hautcoeur (2001).

Pour déterminer les seuils de chaque catégorie, nous nous sommes basés sur la répartition officielle des sociétés par compartiment. Les sociétés cotées sur le marché français sont réparties entre :

- les trois compartiments principaux A, B et C,
- le Compartiment Spécial dans lequel figurent les sociétés ayant momentanément des conditions particulières,
- Alternext qui représente un marché non réglementé avec des sociétés dont les capitalisations boursières sont en réalité supérieures à 10 millions d'euros, et
- le marché libre qui est aussi un marché non réglementé et qui regroupe les plus petites capitalisations.

Afin de ne pas rendre le regroupement peu transparent et trop complexe, nous avons gardé la classification officielle d'Euronext pour les trois compartiments principaux :

- les capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros (ce groupe correspond au Compartiment A),
- les capitalisations comprises entre 150 millions et 1 milliard d'euros (Compartiment B),
- les capitalisations inférieures à 150 millions d'euros (Compartiment C).

Ensuite, nous avons distingué dans le groupe des petites capitalisations boursières dans le regroupement officiel, celles qui avaient une taille similaire à celles du marché libre et d'Alternext. Le dernier Compartiment C ne permet pas de distinguer les petites et les moyennes entreprises. Nous avons donc dû déterminer un seuil en fonction de la médiane de capitalisation des sociétés du compartiment C et du marché libre. Cette analyse nous a amené à constater que le seuil de 12,5 millions est le plus pertinent pour distinguer les deux groupes.

Ainsi, nous avons obtenu les deux derniers groupes suivants :

- les capitalisations comprises entre 150 millions d'euros et 12,5 millions d'euros,
- les capitalisations inférieures à 12,5 millions d'euros.

Dans notre analyse, nous avons pris en compte les capitalisations boursières au 2 janvier 2006.

En ce qui concerne la répartition des sociétés en fonction du secteur d'activité, nous nous sommes basés sur le regroupement officiel proposé par Euronext. Selon cette classification, il existe 10 industries de base :

- Biens de Consommation,
- Industries,
- Matériaux de Base,
- Pétrole et Gaz,
- Santé,
- Services aux Collectivités,
- Services aux Consommateurs,
- Sociétés Financières,
- Technologie,
- Télécommunications.

Cette classification a été adoptée dans notre analyse.

Quant à la cotation sur un marché étranger, nous avons distingué deux groupes de sociétés :

- celles cotées uniquement en France, et
- celles cotées également sur au moins un marché étranger.

La cotation à l'étranger dans notre échantillon concerne notamment la présence sur les marchés londonien et américain

La répartition de notre échantillon selon les classifications adoptées se présente comme suit :

Tableau 19 : Répartition de l'échantillon par taille

Taille	Nombre de communiqués	En %
plus 1 milliard	977	52%
12,5 - 150 millions	471	25%
150 millions - 1 milliard	351	19%
moins 12,5 millions	92	5%
Total	1891	100%

Tableau 20 : Répartition de l'échantillon par secteur d'activité

Secteur d'activité	Nombre de communiqués	En %
Technologie	401	21%
Industries	331	18%
Services aux Consommateurs	327	17%
Biens de Consommation	195	10%
Sociétés Financières	193	10%
Santé	160	8%
Pétrole et Gaz	124	7%
Matériaux de Base	100	5%
Services aux Collectivités	36	2%
Télécommunications	24	1%
Total	1891	100%

Tableau 21 : Répartition de l'échantillon en fonction de la cotation à l'étranger

Cotation à l'étranger	Nombre de communiqués	En %
oui	1377	73%
non	514	27%
Total	1891	100%

Il faut noter dans un premier temps que le service de publication de communiqués sur le site de l'AMF est ouvert à toutes les sociétés. Ainsi, la structure de notre base de données est une information en elle-même. Les sociétés les plus présentes dans cette base sont celles qui souhaitent émettre le plus de publications.

Ainsi, nous pouvons voir que les grandes sociétés sont plus représentées dans les activités de communication. Les capitalisations supérieures à 1 milliard d'euros constituent en effet plus que la moitié de notre échantillon. Sur la période 2001 – 2005, les sociétés technologiques, industrielles et du secteur des services aux consommateurs se montrent beaucoup plus actives que celles des secteurs de télécommunication et de services aux collectivités. Enfin, les sociétés cotées à l'international publient beaucoup plus de communiqués que celles listées uniquement en France.

Dans la partie suivante, nous avons calculé le nombre moyen de communiqués en fonction de la taille, du secteur d'activité et d'une cotation ou non à l'étranger.

4.3. Analyse en fonction de la taille

Tableau 22 : Nombre moyen de communiqués par société selon sa taille

Taille	Nb de communiqués par société	Nb de sociétés (% du total sociétés françaises Euronext)
plus 1 milliard	10,9	90 sociétés (76%)
150 millions - 1 milliard	4,2	84 sociétés (48%)
12,5 - 150 millions	4,0	118 sociétés (32%)
moins 12,5 millions	3,1	30 sociétés (12%)
Total	5,9	322 sociétés (36%)

Les pourcentages de la dernière colonne nous renseignent sur la part des sociétés de notre échantillon par rapport à l'ensemble de sociétés françaises cotées sur Euronext. Notre échantillon couvre la majorité de grandes sociétés et une plus petite part des sociétés dont la taille est moins importante.

Nous pouvons remarquer que les grandes sociétés publient en moyenne beaucoup plus de communiqués (11 communiqués par société) que les petites entreprises (3,1) et moyennes (environ 4). En outre, les capitalisations dépassant 1 milliard d'euros sont beaucoup plus représentées dans notre échantillon (76% de l'ensemble des sociétés françaises cotées sur Euronext) que les autres groupes d'entreprises (12% pour les plus petites et environ 40% pour

les moyennes). Ces résultats prouvent que les grandes sociétés sont plus présentes dans les activités de communication que celles avec des capitalisations boursières plus modeste.

En premier lieu, les grandes sociétés sont plus nombreuses à diffuser volontairement des données sur leur actif immatériel via les communiqués de presse. Ensuite, sur l'ensemble des sociétés présentes dans la base de données de l'AMF, les capitalisations boursières les plus élevées sont les plus dynamiques en communication. Elles diffusent plus de données sur l'actif immatériel et publient en moyenne plus de communiqués que les autres sociétés.

Ensuite, nous avons introduit le facteur secteur d'activité et cotation à l'étranger. Dans le tableau ci-dessous, nous présentons les « leaders de communication ». La liste inclut les 20 premières sociétés de notre échantillon en termes du nombre de communiqués.

Tableau 23 : Leaders de communication (nombre de communiqués sur la période d'analyse)

Rang	Société	Nb de communiqués	Taille	Secteur d'activité	Cotation à l'étranger
1	Technip	69	plus 1 milliard	Pétrole et Gaz	oui
2	Air Liquide	50	plus 1 milliard	Matériaux de Base	non
3	Alstom	46	plus 1 milliard	Industries	oui
4	Sanofi-Aventis	42	plus 1 milliard	Santé	oui
5	Wavecom	39	12,5 - 150 millions	Technologie	oui
6	Total	32	plus 1 milliard	Pétrole et Gaz	oui
7	Rhodia	29	plus 1 milliard	Matériaux de Base	oui
8	Scor	29	plus 1 milliard	Sociétés Financières	oui
9	Thomson	27	plus 1 milliard	Services aux Consommateurs	oui
10	Eurotunnel	25	150 millions - 1 milliard	Industries	non
11	Suez	25	plus 1 milliard	Services aux Collectivités	oui
12	Vivendi Universal	25	plus 1 milliard	Services aux Consommateurs	oui
13	Safran	24	plus 1 milliard	Industries	non
14	Transgene	24	12,5 - 150 millions	Santé	non
15	Pinault Printemps	23	plus 1 milliard	Services aux Consommateurs	non
16	Accor	22	plus 1 milliard	Services aux Consommateurs	non
17	Pernod Ricard	22	plus 1 milliard	Biens de Consommation	non
18	Thales	21	plus 1 milliard	Industries	non
19	AGF	20	plus 1 milliard	Sociétés Financières	non
20	Crédit Agricole	20	plus 1 milliard	Sociétés Financières	non

Nous observons que 17 parmi les 20 premiers acteurs de communication représentés ont une capitalisation boursière de plus d'un milliard d'euros. Ceci confirme notre thèse d'une relation positive entre la taille et l'intensité de communication. En revanche, l'analyse de notre liste de « leaders » ne nous permet pas de définir aussi facilement leur profil typique en termes de

secteur d'activité et de cotation ou non sur un marché étranger. Nous allons donc creuser davantage pour chercher d'éventuelles relations entre ces variables.

4.4. Analyse en fonction du secteur d'activité

Tableau 24 : Nombre moyen de communiqués par société selon son secteur d'activité

Secteur d'activité	Nb de communiqués par société	Nb de sociétés (% du total Euronext)	Médiane	Capitalisation moyenne en Mds €
Pétrole et Gaz	20,7	6 sociétés (67%)	10,5	24,8
Matériaux de Base	10,0	10 sociétés (34%)	3,5	2,5
Télécommunications	8,0	3 sociétés (30%)	4	16,3
Services aux Collectivités	7,2	5 sociétés (28%)	3	15,6
Services aux Consommateurs	6,8	48 sociétés (36%)	3,5	3,0
Santé	6,7	24 sociétés (59%)	3	5,0
Industries	5,5	60 sociétés (32%)	2	2,6
Sociétés Financières	5,2	37 sociétés (26%)	3	7,0
Technologie	4,9	82 sociétés (48%)	3	0,5
Biens de Consommation	4,1	47 sociétés (28%)	3,0	4,0
Total	5,9	322 sociétés (36%)	3	3,8

L'analyse de l'intensité de communication selon le secteur d'activité paraît moins évidente. Le secteur de Pétrole et Gaz se montre leader incontestable en la matière tandis que les Biens de Consommation ont l'activité la plus faible. Cependant, compte tenu de la structure de notre échantillon, il est difficile de tirer des conclusions car il est possible que la communication soit l'œuvre d'une seule société. En effet, l'échantillon ne compte que 6 sociétés du secteur Pétrole et Gaz (sur un total de 322). En outre, ces sociétés se caractérisent par une capitalisation moyenne très élevée ce qui peut également déterminer l'intensité de communication observée.

En revanche, la faible activité de communication sur l'actif immatériel des sociétés technologiques nous paraît surprenante. La capitalisation moyenne au sein de ce secteur est relativement basse (0,5 milliard d'euros). Seules 7 sociétés parmi les 82 sociétés présentes dans notre échantillon ont une capitalisation supérieure à 1 milliard d'euros. Il est donc difficile de tirer les premières conclusions sur le lien entre l'intensité de communication et le secteur d'activité, car il est probable que les résultats obtenus soient influencés par la taille des sociétés.

4.5. Analyse en fonction de la cotation à l'étranger

Tableau 25 : Nombre moyen de communiqués par société en fonction de sa cotation à l'étranger

Cotation à l'étranger	Nb de communiqués par société	Nb de sociétés (% du total Euronext)	Capitalisation moyenne en Mds €
oui	20,6	25 sociétés (93%)	21,6
non	4,6	297 sociétés (34%)	2,3
Total	5,9	322 sociétés (36%)	3,8

Une première étude des chiffres présentés ci-dessus nous amènerait à constater que la cotation à l'étranger détermine significativement l'intensité de publication. Les sociétés cotées à l'étranger publient en moyenne 5 fois plus de communiqués que celles cotées sur le marché français.

Cependant, l'impact de la taille des sociétés sur ces résultats ne doit pas être négligé. Nous remarquons que 23 sociétés parmi les 25 cotées sur un marché étranger ont une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard d'euros. En outre, la liste des leaders de communication peut être divisée en deux groupes équivalents en termes de cotation car la moitié de ces sociétés ne sont pas cotées à l'étranger.

Nous pensons donc que la cotation sur un marché étranger n'a pas d'impact significatif sur les résultats obtenus sur notre échantillon. Il s'agit plutôt d'une relation positive entre la taille des sociétés et leur cotation à l'étranger.

Après l'étude des relations entre la communication et la taille, le secteur d'activité et la cotation à l'étranger, nous allons analyser l'évolution dans le temps.

5. Evolution de la communication dans le temps (2001 – 2005)

Dans la partie théorique de cette étude, nous avons constaté que, dans des conditions d'incertitude, les sociétés peuvent avoir tendance à s'imiter. Ce phénomène décrit par la théorie d'isomorphisme institutionnel mimétique peut contribuer à la création des effets de mode. Nous souhaitons étudier l'évolution de la communication sur l'actif immatériel dans le temps pour vérifier si cette théorie peut être vérifiée sur notre échantillon.

Dans le Tableau 26, nous présentons le nombre de messages par thème et par année. Afin de faciliter la comparaison, nous avons indexé les données en prenant la base 100 pour l'année 2001.

Tableau 26 : Evolution des thèmes de communication dans le temps

Messages	2001	2002	2003	2004	2005
Acquisition / cession	100	102,6	96,5	100,9	107,0
Changements internes	100	135,5	129,0	183,9	116,1
Communication clients	100	186,2	251,7	327,6	286,2
Communication employés	100	214,3	342,9	428,6	400,0
Communication partenaires	100	98,7	119,0	106,3	113,9
Communication actionnaires	100	141,2	129,4	241,2	88,2
Compétences employés	100	109,7	111,3	75,8	121,0
Culture / Philosophie	100	99,0	90,6	117,7	142,7
Droits / Brevets	100	161,9	76,2	138,1	133,3
Employés	100	110,7	71,1	73,6	84,9
Environnement / société	100	250,0	400,0	1050,0	900,0
Innovation	100	102,3	104,5	163,6	159,1
Marques	100	100,0	79,5	93,2	145,5
Position marché	100	107,1	94,4	97,8	108,0
Présence internationale	100	105,0	87,3	97,3	104,6
Qualité produit / service	100	110,3	102,9	128,2	128,7
R&D	100	88,4	100,0	95,3	93,0
Réputation	100	82,8	113,8	82,8	100,0
Savoir faire	100	92,2	82,4	86,3	115,7
<u>Technologie</u>	<u>100</u>	<u>88,0</u>	<u>63,3</u>	<u>71,3</u>	<u>54,7</u>
Total	100	106,9	96,4	109,6	114,1

Nous pouvons remarquer que les thèmes de communication changent au fil des années. Certains sujets sont abordés plus souvent tandis que la fréquence des autres thèmes diminue. Nous avons identifié les thèmes pour lesquels la fréquence diminue ou augmente régulièrement et pour lesquels la variation est plus forte que pour l'ensemble de l'échantillon. Ainsi, nous dégageons six thèmes pour lesquels les variations de l'intensité de communication sont différentes de l'évolution moyenne. Il s'agit des sujets suivants :

- Changements internes,
- Communication avec les clients,
- Communication avec les employés,
- Communication avec les actionnaires,
- Environnement / société

- Technologie.

Changements internes

L'analyse montre que ce thème a été particulièrement populaire en 2004. Nous supposons qu'il s'agit de l'effet de la préparation au passage vers le nouveau référentiel comptable IFRS. L'étude détaillée du contenu des messages de l'année 2004 montre en effet que les sociétés communiquaient surtout sur l'adaptation de leur système d'information et sur l'ajustement de leur organisation interne afin d'implémenter les nouvelles normes.

Communication avec les clients et employés

L'intensité de communication sur ces deux thèmes augmente de manière significative entre 2001 et 2005. Nous pensons que cette augmentation est liée à la demande plus importante de transparence exprimée par le marché après la bulle spéculative de l'année 2000. Les sociétés ont probablement essayé de se montrer plus ouvertes et plus transparentes en mettant l'accent sur leur volonté de communication avec les clients et les employés.

Communication avec les actionnaires

L'évolution de cette communication est également marquée par une hausse en 2004. L'étude de contenu des messages a également permis de constater qu'il s'agit d'une communication liée à la préparation du passage au nouveau référentiel comptable. En effet, les sociétés soulignaient l'importance d'informer les actionnaires des éventuels impacts de l'application du nouveau standard comptable sur la valorisation. Plus la communauté financière était capable d'estimer les impacts futurs, moins les sociétés risquaient la volatilité de leurs titres.

Environnement / société

L'intensité de communication sur les sujets environnementaux et sociaux augmente de manière très significative sur la période analysée. Dans la première partie de notre étude, nous avons cité les travaux de recherche qui mettaient en évidence l'intérêt grandissant des sociétés à ces aspects. Ces thèmes ont pris la place des sujets technologiques après la bulle spéculative de l'année 2000. Cette évolution pourrait être interprétée comme un effet de mode. Actuellement, le fait de communiquer sur le développement durable est perçu positivement par le marché sans qu'on puisse estimer de manière précise l'impact de ces données sur les performances boursières.

Technologie

Ce sujet est visiblement de moins en moins abordé. L'excès d'information sur ce thème lors du boom technologique en 2000 pourrait en être l'explication. Les sociétés se sont désintéressées de ces aspects après avoir réalisé que le marché avait perdu la confiance dans l'exactitude des données technologiques. Par conséquent, le thème a cédé la place aux autres sujets, tel que l'environnement. Nous pouvons supposer qu'il s'agit également d'un effet de mode ou d'imitation entre les sociétés.

SYNTHESE DE L'ANALYSE DESCRIPTIVE DES COMMUNIQUES FINANCIERS

Cette première partie de l'étude empirique a permis d'identifier certaines tendances et relations intéressantes qui pourront être approfondies dans les parties qui suivent. Nous avons ainsi exploré la communication financière volontaire sur l'actif immatériel.

Pour nous concentrer sur la communication purement volontaire, nous avons choisi d'étudier les communiqués de presse, choix qui constitue un des apports méthodologiques de cette étude. L'étude menée est une analyse de contenu de ces communiqués. Pour comprendre les sujets abordés dans cette forme de communication, nous avons choisi le thème comme unité d'analyse contrairement à la majorité des travaux qui se basaient sur le mot comme unité d'analyse. Ceci constitue un autre apport méthodologique de notre recherche.

Le codage des thèmes nous a permis de créer notre propre classification de l'actif immatériel en complétant celles identifiées dans la littérature. Notre étude contribue ainsi à un apport théorique.

La lecture des communiqués a également visé l'identification d'un contenu quantitatif. Ce travail a permis de confirmer les résultats des travaux existants (ex : Michaïlesco et Sranon-Boiteau en 2001), selon lesquels le contenu quantitatif dans la communication des sociétés françaises sur l'actif immatériel est très faible.

Ensuite, nous avons analysé le sens du discours des sociétés. Nous avons également confirmé les résultats des études existantes qui démontrent que les communiqués avaient un contenu plutôt positif ou neutre. Cette conclusion ne soutient pas la thèse de Lev et Penman (1990) et de Sivakumar et Waymire (1994) selon laquelle les sociétés ont tendance à publier les nouvelles aussi bien favorables que défavorables.

Dans la dernière partie de cette étude, nous avons cherché à établir des relations entre les facteurs déterminants de la communication sur l'actif immatériel identifiés dans la littérature (la taille, le secteur d'activité et la cotation à l'étranger) et l'intensité de cette communication. Nous avons pu constater qu'il existe probablement un lien positif entre la taille des sociétés et l'intensité de leur communication sur l'actif immatériel. En revanche, nous n'avons pas obtenu de résultats aussi probants concernant le secteur d'activité et la cotation à l'étranger.

Enfin, nous avons suivi l'évolution de cette communication dans le temps pour vérifier si le choix des thèmes pouvait être déterminé par les effets de mode et d'imitation. Nous avons ainsi observé quelques changements dans la communication autour de l'année 2004, marquée par la préparation au passage vers le nouveau référentiel comptable. Nous avons constaté également que les thèmes ont évolué globalement au fil des années. Par exemple, après la bulle spéculative liée aux nouvelles technologies, les thèmes technologiques ont cédé la place aux sujets environnementaux. Connaissant la difficulté à valoriser le contenu d'une communication sur le développement durable nous pouvons supposer que l'évolution de la communication est expliquée plutôt par des effets de mode et d'imitation.

Ces premières observations nous emmènent à approfondir la recherche des relations entre les deux facteurs majeurs de la communication identifiés dans la partie précédente (la taille et le secteur) et les thèmes de communication. Nous avons opté pour une méthode quantitative qui permet de consolider les résultats issus de la première partie exploratoire. Nous avons réalisé ainsi une Analyse Factorielle des Correspondances (AFC) afin de déterminer les relations entre les thèmes de communication et la taille et le secteur d'activité.

Chapitre 2 : Facteurs déterminants de la communication sur la richesse immatérielle : Analyse Factorielle de Correspondances

SECTION 1 : OBJECTIF ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE

Les statistiques descriptives réalisées dans les parties précédentes de notre étude ont permis de constater que les grandes sociétés sont susceptibles de communiquer plus activement sur l'actif immatériel. Nous avons pu également observer que la communication varie dans le temps. Cependant, ces premières analyses ne nous ont pas permis d'approfondir la recherche sur le contenu de cette communication et les relations entre le contenu et les caractéristiques des sociétés, telles que la taille et le secteur d'activité. Cette partie sera consacrée à la recherche des relations et constitue donc un prolongement de la première partie d'analyse de contenu.

1. Objectif de l'étude

A notre connaissance, aucune des études existantes n'a étudié cette problématique. Ainsi, notre analyse a un triple apport :

- Premièrement, les travaux précédents ont étudié la publication de données immatérielles selon une approche quantitative où seule l'intensité de communication a été analysée. Notre étude renseigne sur les thèmes de communication selon la taille et le secteur d'activité de sociétés.
- Deuxièmement, comme nous l'avons indiqué dans les paragraphes précédents, notre étude porte sur les communiqués de presse de sociétés et non sur les rapports annuels afin d'étudier la communication volontaire.
- Enfin, le choix d'étudier des données non comptables est également dicté par la volonté d'analyser la communication volontaire.

Dans la mesure où nos variables sont de nature nominale et pour faire apparaître la nature des sujets abordés par les sociétés selon leur taille et leur secteur d'activité, la méthodologie de l'AFC nous paraît la plus pertinente. En effet, l'Analyse Factorielle de Correspondances a pour objectif de simplifier et d'interpréter un ensemble de données peu lisibles au premier abord. Elle exige des variables nominales et offre une véritable passerelle entre les traitements

qualitatifs, par exemple les tris croisés issus d'une analyse de contenu, et les traitements quantitatifs multivariés [Giannelloni et Vernet (2005)].

Nous avons travaillé sur le même échantillon que celui de l'analyse de contenu. Nous avons recueilli 1891 communiqués de sociétés françaises cotées sur Euronext. Les communiqués sont publiés dans la base de données de l'AMF. La période d'analyse est de 5 ans et couvre les années 2001 – 2005. Les communiqués ont été triés par la technique d'échantillonnage aléatoire systématique. Ils concernent 322 sociétés.

Comme nous l'avons décrit précédemment, chaque communiqué a été lu et codé selon les règles de lecture prédéterminées. La partie la plus importante de ce codage a consisté à identifier les messages concernant l'actif immatériel. Sur l'ensemble des 1891 communiqués de notre échantillon, nous avons identifié 6240 messages, soit environ 3 messages en moyenne par communiqué.

2. Variables d'analyse

De nombreuses études ont étudié les facteurs déterminants du niveau de publication (intensité) des sociétés sur l'actif immatériel. Il s'agit notamment de la taille, du secteur d'activité et de la cotation sur un marché étranger. Considérant les résultats de notre étude exploratoire, nous avons décidé de ne pas étudier l'impact de la cotation à l'étranger sur le contenu des publications. En effet, les sociétés cotées sur un marché international ont habituellement une très importante capitalisation boursière. Les résultats d'une étude des relations entre la publication et la cotation internationale pourraient ne pas être valides, les habitudes de communication s'expliquant par la taille des sociétés.

En premier lieu, nous avons effectué une analyse factorielle globale sur toute la période d'analyse à l'aide du logiciel SAS.

2.1. Signification des variables

Nous avons attribué à nos variables les codes suivants.

Tableau 27 : Codification des messages

Message	Code
Acquisition / cession	ACES
Changements internes	CHANI
Communication clients	COMCL
Communication employés *	COMEM
Communication partenaires	COMPA
Communication actionnaires	COMAC
Compétences employés *	COMPE
Culture / Philosophie	CULP
Droits / Brevets	DBR
Employés *	EMP
Environnement / société	ENVS
Innovation	INNO
Marques	MAR
Position marché	POSM
Présence internationale	PREI
Qualité produit / service	QPRO
R&D	RD
Réputation	REP
Savoir faire	SAVF
Technologie	TECH

* selon les sous-catégories spécifiées dans l'analyse de contenu

Tableau 28 : Codification des secteurs d'activité

Secteur d'activité	Code
Biens de Consommation	BDC
Industries	IND
Matériaux de Base	MDB
Pétrole et Gaz	PG
Santé	SAN
Services aux Collectivités	SCOL
Services aux Consommateurs	SCON
Sociétés Financières	SF
Technologie	TECH
Télécommunications	TEL

Tableau 29 : Codification des compartiments de taille

Taille	Code
plus 1 milliard	BLUECHIP
150 millions - 1 milliard	GRAN
12,5 - 150 millions	MOY
moins 12,5 millions	PET

SECTION 2 : RESULTATS ET DISCUSSION

1. Relation entre la communication et le secteur d'activité

Dans un premier temps, nous avons réalisé un tableau de contingence qui permet de croiser les secteurs d'activité avec les messages inclus dans les communiqués. Le tableau de contingence est un point de départ pour analyser les relations entre deux variables nominales.

Tableau 30 : Tableau de contingence : message – secteur d'activité

Industrie / Message	ACES	CHANI	COMCL	COMEM	COMPA	COMAC	COMPE	CULP	DBR	EMP	ENVS	INNO	MAR	POSM	PREI	QPRO	RD	REP
BDC	85	22	32	6	32	11	30	59	9	31	1	26	84	128	109	125	17	11
IND	91	25	40	22	61	14	51	69	9	124	12	35	19	296	219	334	14	13
MDB	36	17	5	5	15	23	16	39	4	84	16	17	1	74	77	121	5	4
PG	22	3	5	5	31	0	16	20	7	96	4	5	1	168	119	131	14	2
SAN	40	16	23	5	58	3	24	57	61	45	2	13	18	110	92	201	94	25
SCOL	14	5	5	2	11	1	6	12	3	19	15	13	1	43	40	37	2	2
SCON	125	38	60	19	58	17	52	84	16	126	1	30	56	299	238	297	5	26
SF	68	21	56	20	31	28	47	61	0	11	1	17	13	107	71	158	3	24
TECH	89	55	96	17	123	16	72	116	19	160	2	113	30	398	309	522	49	32
TEL	8	4	12	3	5	6	7	11	0	4	0	8	5	16	11	18	2	0
Total	578	206	334	104	425	119	321	528	128	700	54	277	228	1639	1285	1944	205	139

Le tableau ci-dessus nous montre que le message concernant les acquisitions et les cessions est apparu 85 fois dans le secteur des biens de consommation et 91 fois dans le secteur industriel.

Ensuite, nous avons effectué un test d'indépendance entre les lignes et les colonnes. L'examen visuel nous permet de constater que les lignes et les colonnes ne sont pas indépendantes. Dans le cas contraire, chaque message serait apparu avec la même intensité au sein de même secteur d'activité.

Afin de confirmer cette conclusion, nous avons réalisé un test de χ^2 à l'aide du logiciel SAS. Notre hypothèse nulle consiste à constater que les thèmes des messages et les secteurs d'activité sont des variables indépendantes. Nous chercherons à la rejeter et à démontrer qu'il existe une relation de dépendance entre ces deux variables.

Ainsi, nous avons calculé la valeur observée du χ^2 . Elle était égale à 2004,399. En acceptant le risque d'erreur de 5% (seuil de signification : $\alpha = 0,050$), nous avons obtenu la valeur critique du χ^2 de 212,31 tandis que la valeur attendue était égale à 180. Puisque la valeur critique est supérieure à la valeur attendue ($212,31 > 180$), nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle et constater qu'il existe une relation statistiquement significative entre le thème du message et le secteur d'activité.

Sur la base du tableau de contingence présenté ci-dessus, nous avons obtenu à l'aide du logiciel SAS un tableau des valeurs propres et des pourcentages de variance pour les axes factorielles identifiés.

Tableau 31 : Valeurs propres et % de variance : message – secteur d'activité

Facteurs	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7	F8	F9
Valeur propre	0,066	0,055	0,028	0,022	0,012	0,010	0,004	0,002	0,001
% variance	32,904	27,736	13,822	11,233	5,981	4,915	1,810	1,134	0,466
% cumulé	32,904	60,640	74,462	85,695	91,676	96,591	98,401	99,534	100,000

Dans la mesure où l'on observe une baisse des valeurs propres entre la 3^{ème} et la 4^{ème} valeur propre, nous avons retenu pour notre analyse trois facteurs qui expliquent ensemble 74 % de la variance du modèle.

Ensuite, le logiciel SAS nous a aidé à calculer les contributions des points-lignes pour chaque axe factoriel.

Tableau 32 : Contribution des points-lignes : message – secteur d'activité

	F1	F2	F3
BDC	-0,242	0,468	0,274
IND	-0,051	-0,147	-0,006
MDB	-0,019	-0,349	-0,101
PG	0,058	-0,349	0,269
SAN	0,691	0,253	0,006
SCOL	-0,092	-0,381	0,129
SCON	-0,167	0,040	0,118
SF	-0,291	0,266	-0,339
TECH	0,051	-0,065	-0,108
TEL	-0,283	0,291	-0,319

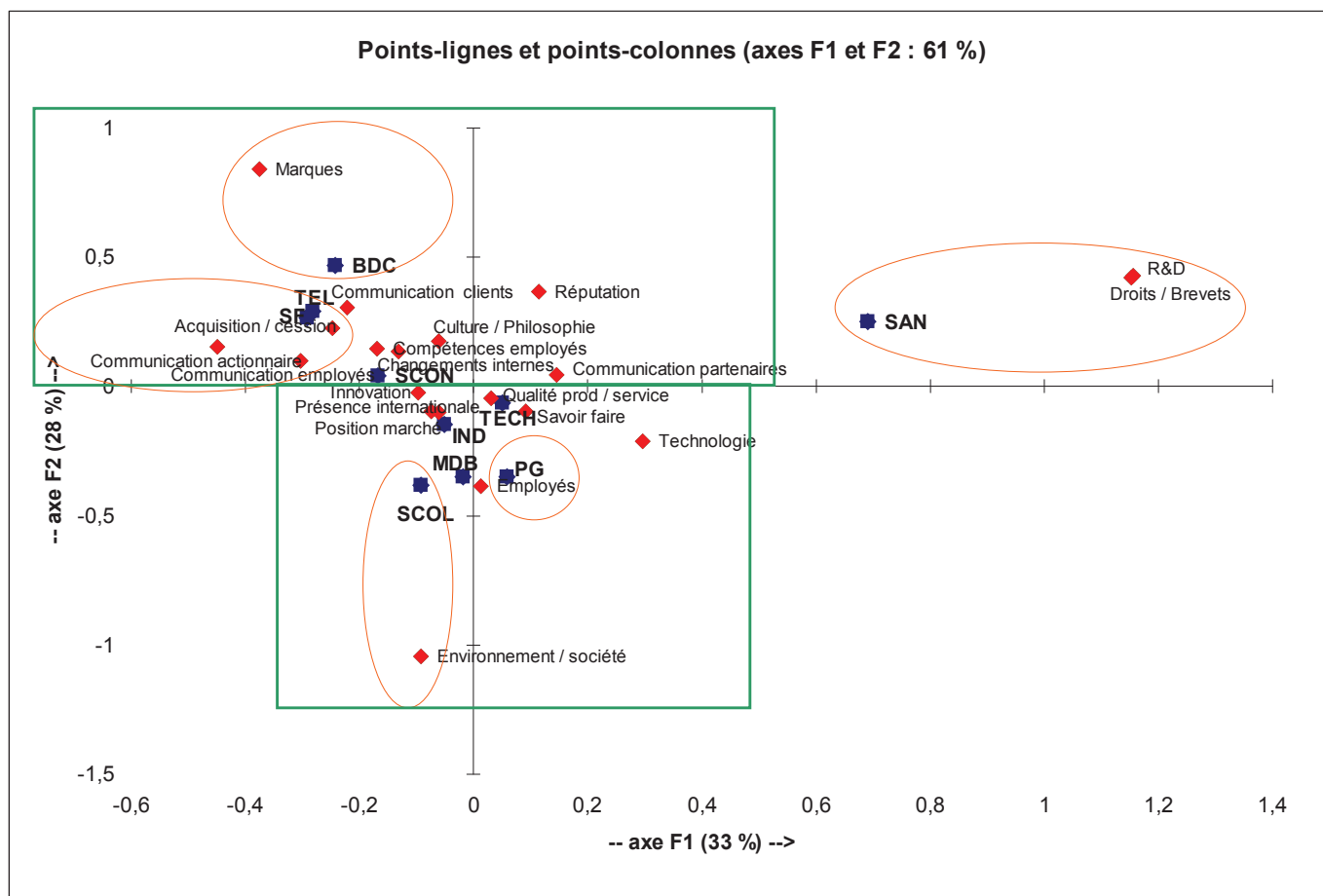
Analogiquement, nous avons obtenu les valeurs des contributions des points-colonnes.

Tableau 33 : Contribution des points-colonnes : message – secteur d'activité

	F1	F2	F3
ACES	-0,248	0,225	0,069
CHANI	-0,132	0,134	-0,121
COMCL	-0,222	0,306	-0,287
COMEM	-0,304	0,099	-0,272
COMPA	0,145	0,045	-0,022
COMAC	-0,449	0,153	-0,525
COMPE	-0,169	0,147	-0,155
CULP	-0,060	0,177	-0,088
DBR	1,152	0,423	0,210
EMP	0,012	-0,386	0,175
ENVS	-0,093	-1,046	0,129
INNO	-0,096	-0,025	-0,188
MAR	-0,376	0,842	0,546
POSM	-0,074	-0,097	0,103
PREI	-0,061	-0,099	0,120
QPRO	0,030	-0,046	-0,034
RD	1,156	0,428	0,067
REP	0,114	0,368	-0,218
SAVF	0,091	-0,095	-0,146
TECH	0,295	-0,212	-0,187

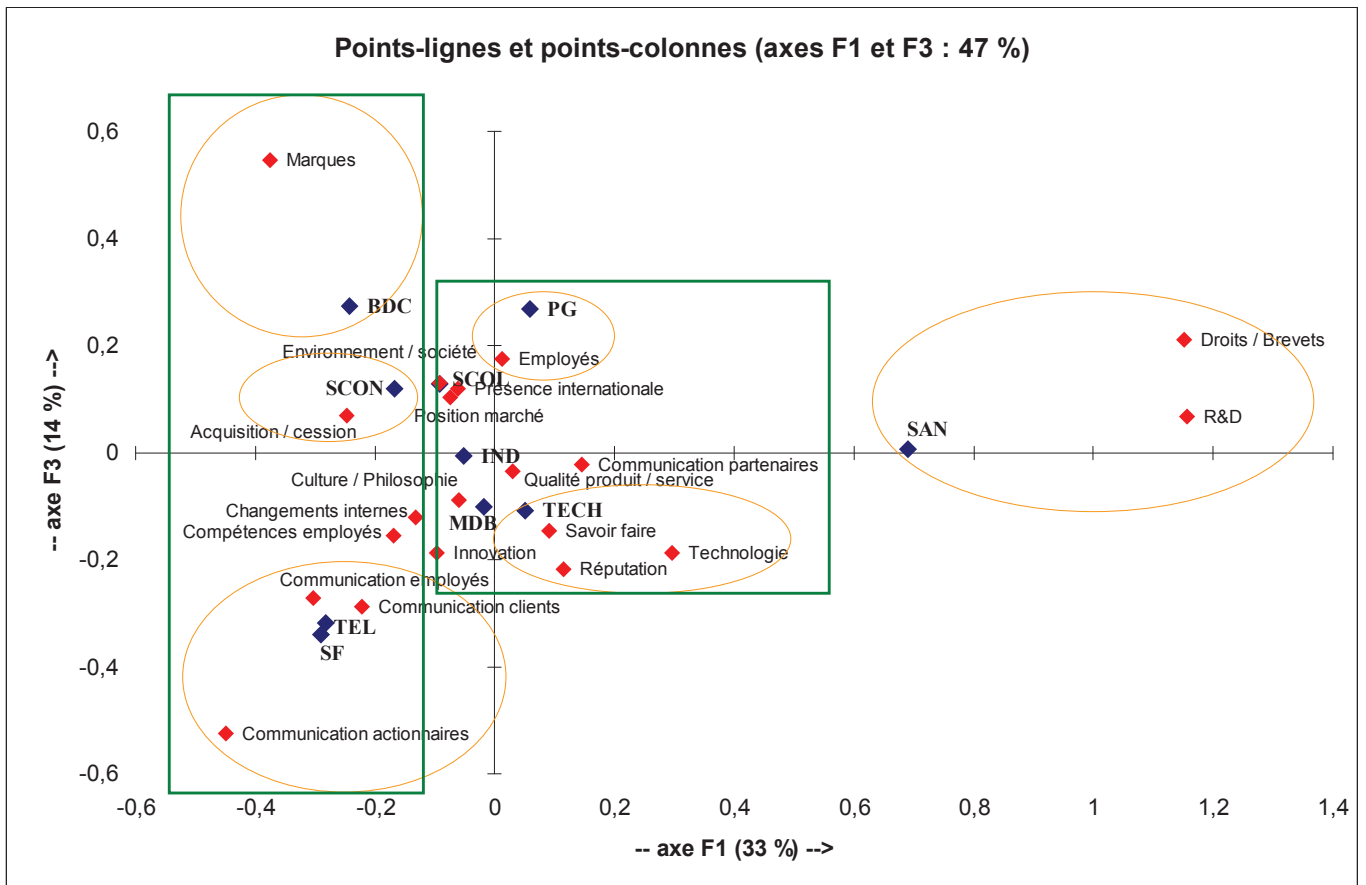
Ces valeurs nous ont permis de réaliser les interprétations graphiques de cette analyse. Ci-dessous, nous présentons les illustrations des relations entre nos deux variables sur les axes factoriels retenus pour notre analyse.

Figure 10 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 1 et 2)



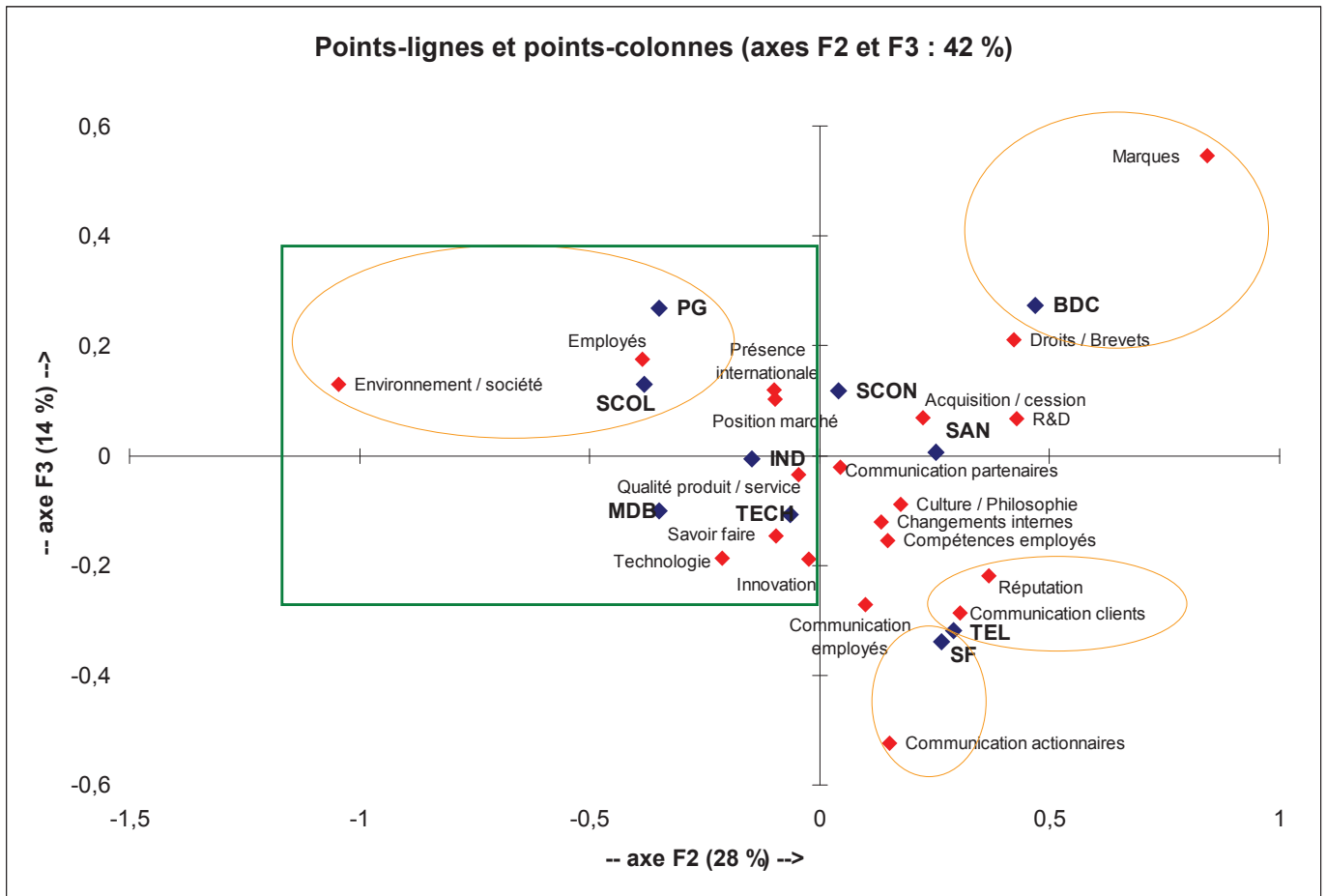
Les Facteurs 1 et 2 expliquent 61% de la variance du modèle.

Figure 11 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 1 et 3)



Les Facteurs 1 et 3 expliquent 47% de la variance du modèle.

Figure 12 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – secteur d'activité (facteurs 2 et 3)



Les Facteurs 2 et 3 expliquent 42% de la variance du modèle.

Ces illustrations graphiques nous permettent de remarquer qu'il existe des relations entre les thèmes de communication et le secteur d'activité des sociétés émettrices.

Avant d'étudier les politiques de communication des sociétés appartenant à des secteurs d'activité différents, il est intéressant de souligner que sur tous les graphiques, nous pouvons distinguer visuellement trois grandes parties. Sur le premier graphique, la première partie correspond à la zone au-dessus de l'axe des abscisses X, à l'exception de la communication du secteur de Santé. La deuxième zone se trouve en-dessous de cet axe. Nous avons marqué ces zones par deux rectangles verts. La troisième partie correspond à la communication particulière du secteur de Santé concernant les Droits / Brevets et La Recherche et Développement.

Au-dessus de l'axe, nous retrouvons les secteurs Biens de Consommation, Services aux Consommateurs, Sociétés Financières et de Télécommunications. Tandis que de l'autre côté de l'axe nous avons les sociétés de Pétrole et Gaz, Matériaux de Base, Industrie, Technologie et Services aux Collectivités. Le secteur de Santé se trouve toujours à l'écart.

Dans cette répartition, nous remarquons très facilement une distinction entre les sociétés de services qui sont en contact direct avec le consommateur final (secteurs « commerciaux) et les sociétés industrielles et technologiques qui ne visent pas directement le client individuel. Le secteur de Santé semble pratiquer une communication plus particulière. Nous l'avons déjà remarqué lors de la lecture des communiqués. Certaines sociétés du secteur, telles que Nicox ou Sanofi-Aventis, fournissent dans leurs publications de nombreux éléments dont le contenu est difficile à interpréter pour des lecteurs qui n'ont pas de formation scientifique. Cette observation se confirme sur nos graphiques où la communication des sociétés du secteur de Santé est focalisée surtout sur la Recherche et Développement et les Droits et Brevets.

Les sociétés des secteurs « commerciaux », c'est-à-dire du premier groupe, communiquent principalement sur les thèmes suivants :

- Marques,
- Communication avec les Clients, les Actionnaires et les Employés
- Acquisitions et Cessions,
- Compétences des Employés, et
- Changements Internes.

Les entreprises des secteurs industriels et technologiques mettent l'accent sur les sujets suivants :

- Technologie,
- Savoir Faire,
- Environnement et la Société,
- Employés,
- Qualité de Produits et Services,
- Présence Internationale,
- Position sur le Marché.

Cette répartition des thèmes selon les secteurs d'activité reste, pour la plupart des éléments, en harmonie avec leur domaine d'activité. Les sociétés « commerciales » abordent souvent les problématiques relatives à leurs marques ainsi que la politique de communication avec différents partenaires. Alors que les sociétés industrielles et technologiques sont plus concentrées sur les nouvelles technologies, leur savoir faire et les impacts de leurs activités sur l'environnement. Ainsi, nous pouvons observer une intensité particulière de communication sur le sujet des Droits / Brevets et de la Recherche & Développement au sein du secteur de Santé. Cette relation est très visible notamment sur le premier et le deuxième graphique. Cette politique de communication est cohérente avec la nature de l'activité de ces sociétés dont la richesse réside dans des découvertes scientifiques. En ce qui concerne le secteur des Biens de Consommation, les sociétés mettent particulièrement l'accent sur la notoriété de leurs marques. Nous retrouvons au sein de ce secteur les grands acteurs du luxe, de la mode ainsi que les sociétés agro-alimentaires, tels que LVMH ou Pernod Ricard. Les marques jouent dans l'activité de ces entreprises un rôle non négligeable car leur force détermine la position de ces sociétés sur le marché. Enfin, les Sociétés Financières ainsi que celles du secteur des Télécommunications sont davantage préoccupées par des problèmes liés à la Communication avec les Clients, les Actionnaires et les Employés. Ces entreprises sont souvent de grands organismes appartenant historiquement au secteur public. Elles sont soumises à des réglementations multiples qui les obligent à maintenir un niveau élevé de transparence. Le rôle de la communication avec les acteurs externes et internes est donc logiquement mis en avant. En outre, ces sociétés ont souvent un actionnariat très développé, représenté en partie par les employés ou d'autres partenaires prépondérants. Ce type d'actionnariat nécessite une politique particulière de communication. Enfin, puisqu'il s'agit de grands acteurs dans des secteurs envahis par des vagues des fusions et acquisitions, ce sujet revient souvent dans les communiqués de presse.

Pour les sociétés technologiques, les graphiques montrent une communication portée sur la Technologie, le Savoir Faire et la Qualité des Produits et Services. Sur les deux premiers graphiques, nous retrouvons ces éléments dans la partie basse droite tant dis que sur le dernier, elles sont plus au centre. Cette relation nous paraît également logique et cohérente avec l'activité de ces sociétés.

Les sociétés des secteurs Matériaux de Base, Pétrole et Gaz et Services aux Collectivités sont souvent positionnées dans la même zone des graphiques. Il est plus difficile de déterminer

exactement leurs thèmes préférés de communication. Nous pouvons, cependant, remarquer que les sociétés du secteur Pétrole et Gaz ont tendance à communiquer les données relatives à leurs Employés. Il faut cependant souligner qu'il s'agit d'une communication sur le capital humain qui prend une forme très quantitative et souvent limitée au nombre d'employés. Puisque les sociétés de ce secteur sont souvent d'une grande taille, elles mettent en avant le volume de leur capital humain. Ceci confirme nos observations préliminaires issues de la lecture des communiqués concernant la relation entre le caractère de communication sur le capital humain et la taille des sociétés. Nous allons, cependant, étudier ce problème de plus près lors de l'analyse factorielle des relations entre les thèmes de communication et la taille des sociétés. En outre, nous observons une tendance des sociétés des secteurs du Services aux Collectivités et du Matériaux de Base à aborder la problématique de l'Environnement / Société. Ce résultat semble logique puisque ces sociétés sont souvent soucieuses des problèmes environnementaux.

Par ailleurs, il est plus difficile d'établir des profils de communication dans le cas des sociétés des autres secteurs. Leur positionnement est souvent très neutre et change selon les facteurs analysés. Il est possible que d'autres facteurs, non abordés dans cette étude, déterminent leur communication. Nous allons maintenant étudier la relation entre la taille des sociétés et leur politique de communication.

2. Relation entre la communication et la taille

Pour étudier la relation entre la taille des sociétés et les thèmes des communiqués, nous avons également réalisé un tableau de contingence.

Tableau 34 : Tableau de contingence : message - taille

Taille/Message	ACES	CHANI	COMCL	COMEM	COMPA	COMAC	COMPE	CULP	DBR	EMP	ENVS	INNO	MAR	POSM	PREI	QPRO	RD	REP	SAVF
MOY	112	59	99	21	133	29	88	157	29	123	2	97	41	359	260	547	58	40	90
GRAN	116	44	68	20	69	18	58	121	27	124	11	47	35	333	263	415	38	21	35
PET	22	21	28	1	17	3	20	25	2	20	2	15	9	66	38	104	22	6	25
BLUECHIP	328	82	139	62	206	69	155	225	70	433	39	118	143	881	724	878	87	72	93
Total	578	206	334	104	425	119	321	528	128	700	54	277	228	1639	1285	1944	205	139	243

Le Tableau 34 nous montre les thèmes choisis par les sociétés en fonction de leur taille.

Ensuite, nous avons réalisé un test d'indépendance entre les lignes et les colonnes. Dans le cas d'indépendance, chaque message serait apparu avec la même intensité pour les sociétés de même taille.

Afin de confirmer cette conclusion, nous avons réalisé un test de χ^2 à l'aide du logiciel SAS. Notre hypothèse nulle consiste à constater que les thèmes des messages et la taille de l'entreprise sont des variables indépendantes. Nous chercherons à la rejeter et à démontrer qu'il existe une relation de dépendance entre ces deux variables.

Ainsi, nous avons calculé la valeur observée du χ^2 . Elle était égale à 356,014. On acceptant le risque d'erreur de 5% (seuil de signification : $\alpha = 0,050$), nous avons obtenu la valeur critique du χ^2 de 79,083 tandis que la valeur attendue était égale à 60. Puisque la valeur critique est supérieure à la valeur attendue ($79,083 > 60$) nous pouvons rejeter l'hypothèse nulle et constater qu'il existe une relation statistiquement significative entre le thème du message et la taille de la société.

Ensuite, nous avons obtenu à l'aide du logiciel SAS un tableau des valeurs propres et des pourcentages de variance pour les axes factoriels identifiés.

Tableau 35 : Valeurs propres et % de variance : message - taille

	F1	F2	F3
Valeur propre	0,026	0,005	0,004
% variance	73,785	14,499	11,716
% cumulé	73,785	88,284	100,000

Trois facteurs retenus pour l'analyse expliquent 100% de la variance du modèle. La communication des sociétés selon leur taille est plus facile à factoriser que la relation entre cette communication et le secteur d'activité de sociétés.

Ensuite, nous avons calculé les valeurs des contributions des points-lignes et des points-colonnes.

Tableau 36 : Contribution des points-lignes : message - taille

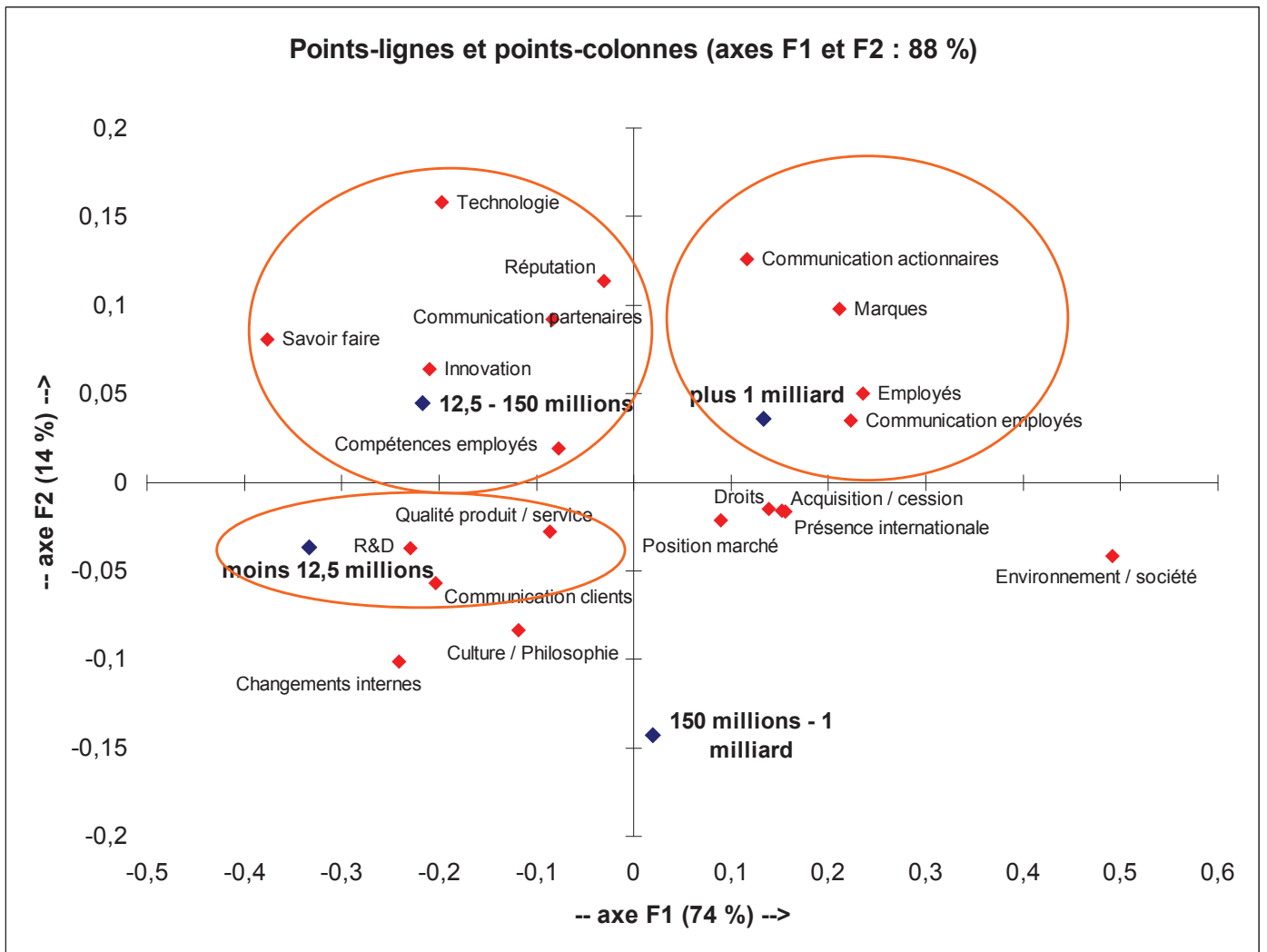
	F1	F2	F3
MOY	-0,217	0,045	-0,056
GRAN	0,019	-0,143	-0,029
PET	-0,334	-0,037	0,255
BLUECHIP	0,133	0,036	0,016

Tableau 37 : Contribution des points-colonnes : message - taille

	F1	F2	F3
ACES	0,152	-0,016	0,028
CHANI	-0,241	-0,101	0,153
COMCL	-0,203	-0,057	0,082
COMEM	0,223	0,035	-0,081
COMPA	-0,084	0,092	-0,071
COMAC	0,116	0,126	-0,041
COMPE	-0,077	0,019	0,043
CULP	-0,118	-0,084	-0,072
DBR	0,139	-0,015	-0,099
EMP	0,235	0,050	0,029
ENVS	0,492	-0,042	0,196
INNO	-0,210	0,064	-0,065
MAR	0,212	0,098	0,081
POSM	0,090	-0,021	0,006
PREI	0,155	-0,016	-0,016
QPRO	-0,086	-0,028	-0,001
RD	-0,229	-0,037	0,197
REP	-0,031	0,114	-0,023
SAVF	-0,376	0,081	0,112
TECH	-0,198	0,158	-0,071

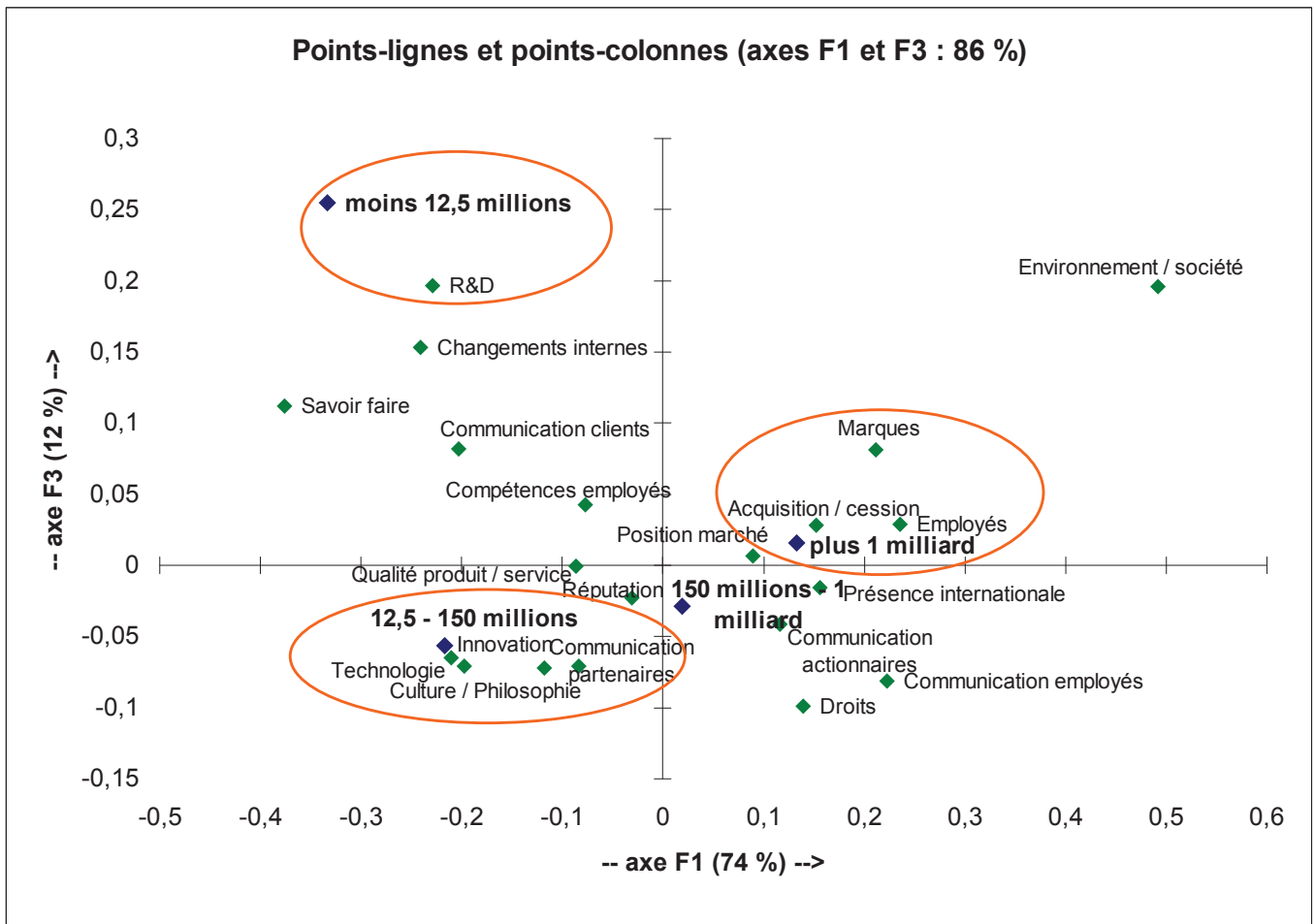
Enfin, nous avons pu réaliser les interprétations graphiques de cette analyse. Ci-dessous, nous présentons, les illustrations des relations entre nos deux variables sur les trois axes factoriels.

Figure 13 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 1 et 2)



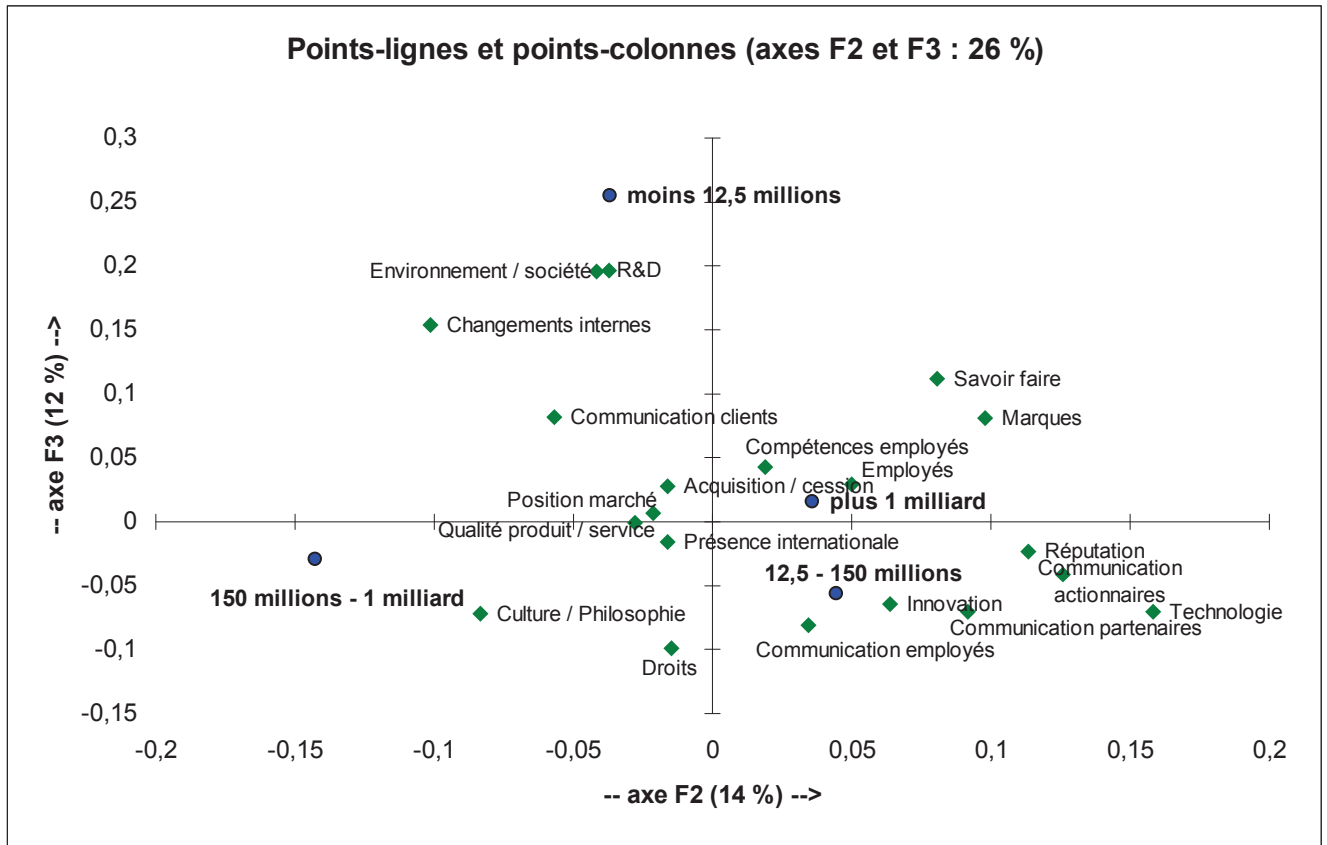
Les Facteurs 1 et 2 expliquent 88% de la variance du modèle.

Figure 14 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 1 et 3)



Les Facteurs 1 et 3 expliquent 86% de la variance du modèle.

Figure 15 : Illustration graphique de l'analyse factorielle : message – taille (facteurs 2 et 3)



Les Facteurs 2 et 3 expliquent 26% de la variance du modèle.

L'analyse factorielle de la communication selon la taille des sociétés donne des résultats encore plus lisibles que l'étude des messages en fonction du secteur d'activité.

Trois facteurs expliquent 100 % de la variance et les deux premiers 88%. Ce sont des résultats très satisfaisants qui signifient que la relation entre les thèmes de publications et la taille de sociétés est très forte.

Quand on regarde la première illustration graphique de manière globale, nous pouvons remarquer que chaque groupe de sociétés de même taille occupe un carré séparé. Le graphique est naturellement divisé en quatre parties autour des axes X et Y. Nous retrouvons ainsi les grandes sociétés (celles dont la capitalisation boursière dépasse 150 millions d'euros) à droite de l'axe des ordonnées Y. Les messages caractéristiques de ces sociétés sont les suivants :

- Communication avec les Actionnaires,
- Marques,
- Communication avec les Employés et leur nombre,

- Acquisitions / Cessions,
- Position sur le Marché,
- Présence internationale,
- Droits / Brevets,
- Environnement / Société.

Ces sociétés mettent donc en avant leur transparence vis-à-vis des partenaires (Communication avec les Actionnaires et Employés). Cet élément est d'une très grande importance dans le cas des sociétés qui sont constamment observés par de nombreux acteurs du marché.

Elles soulignent également la notoriété de leurs marques et leur position de leader sur le marché national et étranger. Les grandes entreprises fondent souvent leur avantage concurrentiel sur ces éléments. La publication fréquente du nombre d'employés a également pour objectif de mettre en avant l'avantage de taille.

Un autre message important concerne leur capacité à mener des opérations d'acquisition ce qui confirme leur force sur le marché et leur solidité financière.

Elles abordent enfin les aspects environnementaux et sociétaux. Les comportements éthiques et en harmonie avec l'environnement ont un impact important et positif sur leur image. Les grandes sociétés sont souvent prêtes à consacrer des moyens supplémentaires à des actions humanitaires ou à celles qui visent la protection de l'environnement. Une telle philosophie est très positivement perçue par le marché. Enfin, les grandes entreprises parlent souvent de leur richesse contractuelle.

Cette communication aide les grandes sociétés à créer une image de puissance, de transparence et de capacité à mener des actions d'envergure pour l'environnement et la société.

De l'autre côté de l'axe des ordonnées, nous retrouvons les petites et moyennes capitalisations (moins de 150 millions d'euros). Les plus petites sociétés communiquent davantage sur les sujets suivants :

- Technologie,
- Innovation,
- Savoir Faire,
- Qualité de Produits / Services,

- R&D,
- Compétences des Employés,
- Communication avec les Clients et les Partenaires,
- Culture / Philosophie,
- Changements internes.

Nous pouvons immédiatement remarquer une différence de thèmes et de système de valeurs. Une grande partie de la communication est consacrée aux éléments relatifs aux compétences, à la capacité à innover et à utiliser des solutions technologiques. Les petites sociétés ne peuvent pas justifier d'une position dominante sur le marché. Elles compensent cette faiblesse en se focalisant sur la qualité de leur travail et leurs compétences uniques. Les moyennes et petites entreprises se positionnent souvent grâce à leur capacité de spécialisation et à leur savoir faire spécifique. C'est ainsi qu'elles essaient de se présenter auprès de la communauté financière.

Pour les sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 150 millions et 1 milliard d'euros, il est difficile d'établir le profil de leur communication. Il s'agit de grandes sociétés qui ne se positionnent pas comme des « leaders de communication ». Leur communication est relativement variable. Certaines peuvent essayer de suivre le modèle des géants, d'autres s'identifient plus aux plus petites capitalisations.

Les sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 12,5 et 150 millions d'euros publient plus d'informations sur la technologie, les compétences des employés et l'innovation. Elles parlent également de leur réputation et des accords conclus avec leurs partenaires. Nous remarquons une grande différence quant au choix des thèmes. Comme nous l'avons déjà constaté, les sociétés moyennes essaient de se distinguer grâce à leurs compétences plutôt que par leur taille ou leur position sur le marché. Lors de la lecture des communiqués, nous avons également remarqué que ces sociétés publient des nouvelles concernant les accords conclus avec des partenaires, idéalement reconnus. Ce type de message leur permet de renforcer leur réputation et leur visibilité sur le marché.

Il est également intéressant d'observer la différence entre les types de communication sur le capital humain. Les grandes sociétés sont plutôt fières de la quantité tandis que les plus petites

mettent plutôt l'accent sur sa qualité. Les grandes entreprises soulignent également le rôle du dialogue social qui a sa place dans leur stratégie.

Enfin, les plus petites sociétés dont la capitalisation est inférieure à 12,5 millions d'euros communiquent particulièrement sur la R&D. Les avancées et les compétences techniques constituent probablement leur avantage concurrentiel majeur.

SYNTHESE DES ANALYSES FACTORIELLES

Ces deux Analyses Factorielles de Correspondances nous ont permis de constater que les sociétés choisissent les thèmes de communication sur l'actif immatériel en fonction de leur taille ainsi que de leur secteur d'activité.

Globalement, les sociétés adaptent la communication sur l'actif immatériel à leur secteur d'activité. Ainsi, les sociétés commerciales communiquent davantage sur leurs marques et les relations avec des partenaires divers. Les sociétés industrielles et technologiques communiquent principalement sur les aspects technologiques, environnementaux et liés au savoir-faire. Enfin, les sociétés du secteur de santé publient beaucoup d'informations sur la recherche et développement et les brevets.

L'impact de la taille sur le thème de communication est encore plus important. Les plus grandes capitalisations boursières communiquent principalement sur leur position sur le marché, les acquisitions, les marques, la réputation et la communication avec des partenaires. Elles essaient de se présenter comme des institutions puissantes, ouvertes, transparentes et reconnues. Plus la taille de la société diminue, plus les thèmes de communication s'orientent vers le savoir-faire, les compétences des employés, l'innovation et la qualité des produits. Les sociétés les plus petites mettent en avant la qualité de leur service tandis que les grands groupes soulignent leurs volumes.

Dans les deux premières études empiriques, nous avons examiné les pratiques des sociétés en matière de communication. Nous avons également souligné que l'activité de communication volontaire génère un coût supplémentaire que l'entreprise espère récupérer suite aux publications réalisées.

Afin d'obtenir des bénéfices en retour, les entreprises doivent s'interroger sur les besoins du marché et doivent essayer de répondre à ses attentes. Autrement, leur communication s'inscrirait davantage dans une logique de mimétisme. En effet, dans des conditions d'incertitude, les acteurs du marché auront tendance à s'imiter et à suivre des effets de mode. Puisque les sociétés déclarent être conscientes du rôle important de la communication sur l'actif immatériel, elles pratiquent une telle communication. Cependant, elles peuvent rester perplexes quant au choix des thèmes.

Cette réflexion nous amène donc à étudier de plus près les attentes du marché et sa perception de la communication existante. Cette étude est réalisée dans le cadre d'une observation

participante. Nous avons eu la possibilité de participer au travail d'analystes financiers au sein d'une grande banque d'investissement pendant une période de six mois. Cette expérience très enrichissante nous a permis de mener des observations sur la perception de la communication sur l'actif immatériel par les analystes financiers et ainsi de mieux comprendre leurs attentes.

Chapitre 3 : Perception de la communication par les analystes financiers : l'observation participante

Dans les deux premières études empiriques, nous avons réalisé successivement une analyse de contenu et une analyse factorielle des correspondances, qui ont permis de mieux illustrer la communication actuelle sur l'actif immatériel. Nous avons identifié les axes et les tendances de cette communication. Nous avons constaté que les sociétés publient peu de contenu quantitatif, se limitent souvent aux informations favorables à la société et adaptent leur communication à la taille et au secteur d'activité. Les grandes entreprises semblent être plus actives et abordent plus fréquemment les thèmes liés à leur position sur le marché et leurs marques. Les petites sociétés mettent l'accent sur leur savoir-faire et les aspects technologiques.

Ce phénomène d'adaptation de la communication nous incite à penser que les sociétés doivent connaître les besoins du marché pour adapter leur communication.

Cependant, certaines études (ex : Bolton, 2003 ; Demers et Lev, 2001) ont démontré que les sociétés ne connaissent pas vraiment les besoins du marché et ne sont pas en mesure de répondre à ses attentes. Puisqu'elles ne possèdent pas de données détaillées concernant les attentes du marché, elles communiquent sur l'actif immatériel pour la simple raison qu'elles sont conscientes de son importance. Si les entreprises n'étaient pas aussi rationnelles et informées, leurs choix de communication s'inscriraient davantage dans les tendances du marché. Selon la théorie d'isomorphisme institutionnel mimétique présentée par Di Maggio et Powell (1983, 1991), elles ne feraient qu'imiter les comportements des autres acteurs du marché.

Le marché financier fonctionne dans des conditions d'incertitude car les sociétés cotées ne sont pas capables de prévoir comment le marché réagira à certaines nouvelles. A cela s'ajoute toute la problématique liée à la mesure et à l'évaluation de l'actif immatériel qui n'est pas parfaitement maîtrisée par le marché. Pour valider cette hypothèse, nous allons donc étudier les besoins du marché, à travers la perception de la communication sur la richesse immatérielle par les analystes financiers.

Ce chapitre sera consacré à la description de nos observations lors de notre travail sur le terrain. Dans la première section, nous présentons la méthodologie d'observation participante, notre terrain de recherche, la source de données, la période d'analyse et les limites

méthodologiques. Dans la deuxième section, nous présentons les résultats de nos observations. Ainsi, nous décrivons le fonctionnement de la banque, notre rôle et nos premières impressions. Ensuite, nous présentons le travail des analystes et la façon dont la problématique de l'actif immatériel s'articule dans leur travail. Ces observations auront toujours un caractère subjectif. Il s'agit de la limite majeure de la méthodologie de l'observation participante. Cependant, elle pourrait suggérer de nouvelles pistes de recherche.

SECTION 1 : METHODOLOGIE DE L'ETUDE

1. Types de l'observation participante

La méthodologie d'observation participante a été introduite par Malinowski et Layard au début du XIX siècle (Malinowski, 1922). Au début, cette technique a été utilisée principalement dans des études ethnologiques.

Avant l'introduction de cette méthode, les études ethnologiques consistaient à analyser des récits de voyages d'explorateurs qui restaient souvent imprécis. Leur objectif était d'identifier les différences avec les autres. L'observateur restait à l'extérieur et ne s'intégrait pas dans la société étudiée.

L'observation participante introduit un changement important dans le champ des études ethnologiques car elle incite le chercheur à s'immerger et prendre un rôle dans la vie sociale des individus étudiés. Malinowski définit l'observation participante de la manière suivante :

- le chercheur arrive à se couper du monde extérieur et ainsi « se défait de sa propre culture »
- il réalise son étude lui-même sans passer par des intermédiaires
- il essaie de pénétrer la mentalité des individus analysés et comprendre leurs habitudes et langage.

Bogdan et Taylor (1975) définissent l'observation participante comme étant « *une recherche caractérisée par une période d'interactions sociales intenses entre le chercheur et les sujets, dans le milieu de ces derniers. Au cours de cette période des données sont systématiquement collectées.* »

Avec l'évolution des grandes organisations et des usines, l'observation participante a été appliquée comme méthode de recherche en sociologie au sein de ces institutions. Peneff (1983) décrit l'observation participante comme étant « *le fait, pour un sociologue, de participer, en tant que salarié, à la production dans l'entreprise pour en tirer l'information et la documentation la plus proche des faits et du travail concret. Cette participation se déroule généralement sur une longue période (trois mois à un an (...)) de manière à s'intégrer dans le collectif de travail, à se familiariser avec la forme spécifique de l'activité et à contrôler sur un grand nombre de cas les analyses dégagées* »

Ce chercheur introduit également l'observation participante dans les études en gestion. Il présente l'observation du monde industriel algérien par des chefs d'entreprises. La méthode a également été utilisée pour une étude du processus d'apprentissage organisationnel au sein d'un cabinet de courtage (Garreau, 2006). Legalais (2008) a étudié les activités des contrôleurs de gestion à travers cette méthode.

Le chercheur peut être introduit dans le milieu observé dans le cadre de son embauche dans l'institution cible (Marquart, 1974). Il peut intégrer le milieu visé grâce à une connaissance. Il peut, par exemple, s'agir d'être présenté à un chef de bande pour mener une étude sur les milieux défavorisés (Whyte, 1951). Enfin, l'étude peut être réalisée grâce à une relation privilégiée avec le milieu lui-même. Nous pouvons citer l'exemple d'un membre de la famille travaillant dans un hôpital pour réaliser une étude sur des centres médicaux (Hoffman, 1980).

Le premier choix consiste donc à trouver la meilleure approche pour s'introduire dans le milieu. Ensuite, nous devons fixer notre rôle dans le milieu lui-même. La littérature nous propose une multitude des rôles que l'on peut adopter.

Adler et Adler (1987) qui continuent les recherches dans le cadre de l'école de Chicago distinguent trois rôles possibles du chercheur :

- Rôle passif : Le chercheur est en contact avec les individus étudiés mais ne participe pas dans la vie de cette société. Ce rôle est imposé parfois par la nature de l'environnement étudié. Nous pouvons citer le cas de Peskin (1984) lors de sa recherche sur un groupe chrétien fondamentaliste étant lui-même juif avec les convictions religieuses juives. Horowitz (1983) qui étudie les comportements des étudiants rencontre des limites à l'implication compte tenu de son âge et de ses habitudes vestimentaires.
- Rôle actif : Le chercheur prend un rôle plus central dans l'activité étudiée tout en maintenant une certaine distance. Wieder (1974) a adopté ce rôle lors de son étude dans un centre de transit hébergeant des jeunes ex-prisonniers, arrêtés pour des affaires de drogue. Elle n'a pas réalisé cette étude en tant que prisonnière mais en tant que sociologue embauchée dans une prison.
- Rôle immergé : Le chercheur a le même statut que les individus étudiés, il poursuit les mêmes objectifs et partage les points de vue. A titre d'exemple, Jules-Rosette (1976) adopte les comportements et la religion d'une tribu africaine pour étudier leur mentalité.

En adoptant ce rôle, le chercheur peut être parfois appelé participant observant au lieu d'observateur participant.

La participation « observante » implique de la part du chercheur une immersion totale dans son terrain, pour tenter d'en savoir toutes les subtilités, au risque de manquer de recul et de perdre en objectivité.

L'avantage est cependant clair en termes de production de données : cette méthode permet de vivre la réalité des sujets observés et de pouvoir comprendre certains mécanismes difficilement décryptables pour les acteurs externes. En participant au même titre que les acteurs, le chercheur a un accès privilégié à des informations inaccessibles au moyen d'autres méthodes empiriques (Soulé, 2007).

La littérature indique également qu'on peut distinguer deux rôles du chercheur selon son positionnement antérieur vis-à-vis de l'univers étudié (Lapassade, 1998) :

- Observateur participant externe (OPE). Il s'agit d'un chercheur qui vient de l'extérieur pour un temps limité dans l'objectif de réaliser le projet de recherche.
- Observateur participant interne (OPI). C'est le cas de chercheurs qui ont été au sein des institutions observées avant l'étude et qui ensuite ont pris leurs rôles de chercheurs.

Nous pouvons également distinguer les observations participantes « clandestine » et ouverte :

- L'observation « clandestine », également dite « couverte » est réalisée sans que le groupe étudié ne soit prévenu. Il s'agit généralement d'observer des groupes sociaux de taille réduite, de type fermé, comme des organisations au sein desquelles le chercheur peut prendre un emploi (Abercrombie, 2000).
- L'observation ouverte consiste à prévenir les individus des intentions du chercheur qui prend le rôle d'observateur (Diaz, 2005). Le risque de cette méthode est que le milieu pourrait adopter des comportements artificiels.

Enfin, Chanlat (1990) distingue trois types d'observation participante :

- Observation complète au cours de laquelle le chercheur réalise une étude dissimulée. Cette méthode concerne également des individus déjà intégrés dans les collectifs qui décident de mener un travail de recherche.
- Observation active concernant le chercheur qui a le statut de salarié et qui communique les objectifs de son travail de recherche à l'entourage. Cette forme

d'observation participante laisse au chercheur une plus grande marge de manœuvre pour mener son enquête.

- Observation périphérique qui consiste à communiquer son rôle d'observateur sans formellement prendre part aux activités de l'organisation. Cette technique permet de garder une certaine distance de manière à éviter la subjectivité du jugement.

Pour résumer, la méthodologie adoptée dans notre travail est l'observation participante qui permet de se plonger dans l'univers des individus étudiés afin de comprendre leur mentalité et leur mode de fonctionnement. En fonction du rôle choisi, le chercheur risque la perte d'objectivité mais il gagne en profondeur d'analyse. Un rôle plus externe et passif permet de rester plus objectif car il n'y a pas d'implication directe dans la vie des individus. Cependant, certains éléments peuvent échapper à l'attention du chercheur car il ne peut pas participer à toutes les activités. Un rôle interne et immergé expose l'étude au risque de subjectivité mais assure plus d'authenticité et de vécu. Dans le paragraphe suivant, nous présentons notre choix quant au rôle et au terrain de recherche.

2. Rôle du chercheur et terrain de recherche

L'objectif de cette partie de l'étude est de comprendre la perception de la communication sur l'actif immatériel par le marché financier. Quand nous avons opté pour la méthode d'observation participante nous nous sommes interrogés sur le rôle que l'on pourrait prendre dans cet univers pour mener cette recherche. Le marché financier est composé de nombreux acteurs : investisseurs institutionnels, particuliers, media, banques et analystes financiers. Dans la première partie de cette étude, nous avons souligné le rôle important des analystes financiers en tant qu'intermédiaires entre les sociétés et les consommateurs finals – investisseurs. Les avis et les recommandations des analystes financiers ont actuellement un impact non négligeable sur les décisions d'investissement. Par conséquent, nous avons décidé d'aborder le milieu des analystes financiers pour mieux comprendre leur perception de la richesse immatérielle.

Nous avons constaté que de manière générale, en fonction de la nature du groupe étudié et des possibilités, le chercheur peut adopter un rôle d'observateur, de participant actif ou de participant immergé, connu ou dissimulé. Sur la base de la revue de littérature réalisée, nous avons constaté que le rôle immergé est le plus adapté pour notre étude. Au départ, nous ne

savions pas si nous allions communiquer ou dissimuler notre rôle. Cette décision a été prise après avoir intégré le milieu. Ainsi, nous avons choisi de rejoindre une équipe d'analystes financiers au sein d'un bureau d'analystes. Cette participation dans le travail quotidien en tant que membre d'équipe et l'observation des réactions suite à des publications immatérielles nous ont permis d'étudier la perception de l'actif immatériel de manière authentique. Par conséquent, nous avons mis en œuvre toutes les démarches nécessaires pour intégrer un cabinet d'analystes financiers pour une période de quelques mois. Nous avons réussi à obtenir un poste de stagiaire au sein d'une grande banque d'investissement pour une durée de six mois. Nous avons rejoint un bureau de 22 analystes, organisés par pôles (secteurs d'activité). Nous n'avons pas pu décider de notre affectation à un pôle en particulier. Ainsi, nous avons rejoint le pôle Luxe, Cosmétiques et Biens de Consommation dont l'activité est très fortement liée à la problématique de la richesse immatérielle. Les sociétés suivies par les analystes de ce pôle ont été les suivantes : Luxottica, Christian Dior, Clarins, Inter Parfums, L'Oréal, LVMH, Hermès, Bulgari, Richemont, Swatch, Valentino et Bic. L'équipe de ce pôle est composée d'un analyste senior, avec 22 années d'expérience professionnelle, et d'une analyste junior avec à son actif 3 ans d'expérience.

Les interactions entre les pôles sont très fortes, que ce soit pendant les réunions matinales (*morning meetings*) ou autour d'un café. Ainsi, nous avons eu l'occasion d'observer le travail et d'échanger les avis avec les analystes de tous les autres pôles.

Après avoir intégré ce bureau d'analystes financiers, nous avons conclu que notre fonction de stagiaire pour laquelle nous étions rémunérés ne nous permettait pas de mettre en avant notre rôle de chercheur. Ainsi, nous avons décidé de dissimuler notre travail de recherche.

3. Sources de données

La littérature nous propose deux types de recueil de données :

- observation systématique qui consiste à mener un travail régulier d'observations en adoptant un même dispositif de collecte et d'analyse (Baumard et al., 1999)
- observation « flottante » utilisée comme une source complémentaire de données menée de façon moins régulière et visant à identifier des comportements ou des avis exprimés de manière moins formelle (Yin, 2003).

Nous avons recueilli les données en observant le travail quotidien des analystes, en participant dans les discussions et les réunions, en lisant les notes et les études rédigées par les analystes,

et en suivant les conseils de nos supérieurs lors de la réalisation des tâches qui nous ont été confiées.

Pendant ces mois de stage, nous avons eu l'accès à toutes les notes et toutes les études publiées par les analystes de notre pôle ainsi qu'à celles publiées par les analystes de tous les autres pôles. De plus, nous avons pu accéder à la base de données qui regroupait les notes et les études des analystes des autres banques d'investissement. La lecture de ces textes a été pour nous une source d'informations complémentaire très importante car c'est essentiellement à travers ces notes que les messages des analystes sont transmis au marché. En dehors des observations des écrits, nous avons assisté à de nombreuses réunions matinales, discussions et conférences téléphoniques pendant lesquelles nous avons pu nous familiariser avec le langage des analystes financiers et avec leur perception des messages transmis par les sociétés. Nous avons pris beaucoup de notes pendant cette analyse des réactions et des comportements des analystes. Enfin, une des missions qui nous a été confiée était la mise à jour des modèles de valorisation suite à des publications des sociétés. Ce travail sous la supervision des analystes nous a permis de mieux comprendre leur perception des sources de valeur et de nous familiariser avec les modèles d'évaluation utilisés.

4. Période d'analyse

Nous avons effectué notre stage entre octobre 2006 et avril 2007. Cette période s'est caractérisée par une conjoncture relativement bonne sur le marché financier. La problématique du passage aux nouvelles normes IFRS avait été clôturée, toutes les sociétés ayant géré ce problème en 2005 et les données étant comparables depuis cette année-là.

5. Limites de l'étude

Les limites de cette méthode sont différentes en fonction du rôle adopté par le chercheur. Nous avons opté pour un rôle actif, voire immergé qui permet d'obtenir une image plus fidèle de la réalité mais les observations peuvent être plus subjectives.

Bourdieu (1978, 67) constate qu'il est très difficile pour un chercheur d'être à la fois pris dans le jeu et de l'observer. « *Quand on joue on ne peut tout faire à la fois, on ne peut jouer et prendre le temps de voir ce que l'on fait* ». Il remarque également que le sociologue ne peut réussir son travail d'objectivation que si, l'observateur observé, il arrive à objectiver non

seulement ce qu'il voit mais également son propre travail d'objectivation, les intérêts cachés qui s'y trouvent investis, les profits qu'ils promettent.

La deuxième limite réside dans le raisonnement du chercheur lui-même. Rester objectif sur ce que l'on voit est une chose mais comprendre ce que l'on voit comme le comprennent les individus observés, en est une autre (Durkheim, 1985). Cependant, plusieurs auteurs comme Thrasher (1927), Shaw (1930), Whyte (1943), Chapoulie (2001), réalisant leurs travaux dans le cadre de l'école de Chicago, ont montré l'apport irremplaçable de cette observation active en sociologie.

Malgré ces limites, nous pensons que notre étude constituera un apport méthodologique important. A notre connaissance, aucune étude portant sur la communication sur l'immatériel utilisant cette méthodologie n'a été réalisée. De plus, la structure de notre recherche qui consiste à étudier à la fois les pratiques actuelles et la perception de ces pratiques nous permettra de confronter les avis des deux acteurs concernés par la communication, à savoir ; les sociétés et le marché.

Après avoir défini le protocole de notre étude, nous allons présenter et commenter dans la section suivante les résultats issus de notre observation.

SECTION 2 : RESULTATS ET DISCUSSION

Les résultats des analyses précédentes montrent que les sociétés mènent des actions de communication sur une grande variété de sujets en fonction de leur taille et de leur secteur d'activité. La communication volontaire nécessite parfois des dépenses considérables et la plupart des grandes sociétés semblent être disposées à consacrer un budget important afin d'informer le marché de toutes les nouvelles concernant leur activité. En revanche, ces nouvelles portent dans la grande majorité des cas un contenu positif et qualitatif, les messages négatifs et chiffrés étant communiqués plus rarement.

Ces efforts de communication de la part des sociétés nous emmènent à imaginer qu'elles anticipent un retour bénéfique sur ces activités. Ceci les pousse à observer et à analyser le marché afin d'adapter leur communication à ses besoins.

Compte tenu des problèmes de mesure de l'actif immatériel que nous avons évoqués dans le premier chapitre de cette étude, il semble logique de se poser des questions quant à la capacité des sociétés à communiquer. Ceci nous conduit à nous interroger sur la valeur des données majoritairement qualitatives et leur perception par le marché.

Nous sommes partis sans affirmation préalable mais avec une conviction que l'actif immatériel est tout de même un sujet majeur des discussions des analystes. Nous n'avons aucune connaissance de la manière avec laquelle le marché gère le problème de mesure et comment il valorise la communication faite par les sociétés. C'est dans cet état d'esprit que nous avons observé les échanges sur le sujet de la richesse immatérielle afin de comprendre si la communication pratiquée est en phase avec les attentes. L'existence de cette cohérence entre les attentes et la pratique signifierait que les sociétés choisissent leurs thèmes de communication après avoir déterminé les besoins du marché. En revanche, un manque de cohérence pourrait nous amener à constater que les sociétés agissent dans des conditions d'incertitude et peuvent être incitées à suivre tout simplement les comportements des autres acteurs du marché. Un tel phénomène contribuerait alors à confirmer l'hypothèse sur des effets de mode et d'imitation. Cependant, toutes ces réflexions n'étaient pas très étayées et nous étions ouverts à d'autres conclusions ou remarques concernant les échanges d'informations sur l'actif immatériel.

1. Fonctionnement du pôle et métier d'analyste financier

Le 16 octobre 2006, nous avons rejoint le pôle Luxe, Cosmétiques et Biens de Consommation d'un bureau d'analystes d'une grande banque d'investissement. Le bureau compte 10 pôles différents. Chaque pôle comprend un analyste senior, un analyste junior et des stagiaires. Chaque analyste suit en moyenne 7 à 10 sociétés.

Au sein du pôle, l'analyste senior est le responsable de toute la communication faite aux traders et gérants de portefeuille. L'analyste junior ne prend pas contact avec les clients sans avoir convenu du discours avec son supérieur. Toutes les notes et les études sont relues par l'analyste senior. En tant que stagiaire, nous avons eu un rôle support dans la réalisation des études, des notes et des mises à jour des modèles de valorisation.

Au bout de quelques semaines nous avons réalisé que le métier d'analyste financier était un métier très difficile et que l'expérience s'acquerrait avec des années de pratique. L'analyste senior a plusieurs années d'expérience, au sein du même pôle et connaît toutes les spécificités du secteur d'activité et des sociétés suivies. Il suit attentivement toutes les nouvelles et, en fonction de leur nature, adapte ses prévisions aux nouvelles circonstances. Cependant, il a une opinion et une intuition sur chacune des sociétés. L'analyste avec qui nous avons eu l'occasion de travailler utilisait souvent le terme « feeling » qui l'aidait à juger de l'impact potentiel des données communiquées sur le cours boursier. Et c'est ce « feeling » qui constitue son avantage majeur par rapport à un analyste junior.

L'analyste junior apprend pendant les premiers mois de travail comment rédiger les notes de recommandation, comment utiliser les modèles de valorisation, comment parler à un trader et à un gérant de portefeuille, comment entretenir les relations avec les responsables de communication dans les sociétés et quelles sont les caractéristiques du secteur et des sociétés suivies. Avec le temps, il appréhende de plus en plus les spécificités du secteur mais il lui faut beaucoup d'années pour acquérir ce « feeling » du senior. Cette observation nous a beaucoup marqué et a été très importante pour la suite de nos analyses.

Un autre aspect important du travail d'un analyste financier que nous avons pu observer était le fait qu'il n'avait pas le droit à l'erreur. Un analyste qui se trompe perd la confiance des traders et de ses clients (gérants de portefeuille) et avec le temps n'est plus reconnu dans son milieu. Nous avons assisté lors de notre stage à une scène très désagréable entre un analyste et

un trader suite à l'erreur du premier. Dans la mesure où les traders agissent très vite et travaillent dans un environnement très stressant, ils acceptent très difficilement les erreurs de leurs conseillers. La violence verbale est alors à l'ordre du jour.

2. Premières impressions

Le premier jour dans une nouvelle ambiance de travail est toujours intéressant et en même temps stressant. La journée d'un analyste financier commence à 7h30 du matin. Nous nous sommes retrouvés dans un open-space occupé par une quarantaine de personnes et nous avons senti que l'ambiance était tendue et pressée. Dans un bureau d'analyse financière, l'arrivée matinale n'est pas un moment de détente. Les analystes ont une demi-heure pour lire toutes les nouvelles concernant leurs sociétés et pour préparer une brève note pour les traders. Chacun court rapidement à sa place et se met à la revue de presse et des nouvelles sur Reuters. Vu l'heure très matinale et l'ambiance nocturne tous les mois d'hiver, la tâche n'est pas facile.

C'est dans cette ambiance de stress et d'empressement que les analystes prennent connaissance des nouvelles de la matinée dans l'objectif d'émettre une recommandation d'achat, de conservation ou de vente des titres et de préciser un « cours objectif ». Une chose est sûre, c'est que le moment n'est pas du tout propice à l'analyse de la richesse immatérielle des sociétés.

L'ambiance devient plus conviviale une fois les notes préparées et communiquées aux traders. Les analystes prennent leur café matinal et échangent dans un cadre plus détendu sur les nouvelles lues dans la presse. Le reste de la journée est plus calme et les analystes peuvent prendre plus de temps pour rédiger des études sur leurs sociétés, mettre à jour leurs modèles de valorisations, contacter les traders et les gérants de portefeuille pour discuter leurs avis sur l'évolution potentielle des cours boursiers.

Notre première impression concernant les traders qui travaillaient dans la salle avoisinante a été assez ambiguë. Ce sont des personnes très professionnelles et très compétentes mais le stress du travail qu'ils effectuent les rend parfois peu aimables. Quand ils appellent un analyste, ils ont besoin d'une réponse immédiate et concrète. Puisque leur objectif est de décider s'ils vendent, achètent ou conservent le titre, leur intérêt est concentré sur la

recommandation et sur le montant de « cours objectif » fixé par l'analyste. Leur comportement très direct et très pressé nous a beaucoup marqué.

En arrivant au sein du pôle qui s'occupe des grandes marques, nous nous attendions à des échanges importants sur le sujet des marques, de la position sur le marché et sur la réputation de la société. Bien évidemment, ces messages apparaissaient assez souvent dans les discours des sociétés et ils étaient remarqués par les analystes. Cependant, les messages restaient souvent très imprécis, aucune information chiffrée n'était communiquée. Puisque l'objectif d'un analyste et son principal rôle auprès des traders et gérants de portefeuille est d'interpréter ces données en termes financiers et plus concrètement d'estimer leur impact sur la valeur de la société et l'évolution de son cours boursier, nous avons eu l'impression que les messages qualitatifs passaient parfois inaperçus.

Après quelques jours de stage, nous nous sommes rendu compte que la journée d'un analyste se déroulait suivant le même schéma que nous allons décrire pour illustrer les responsabilités d'un analyste financier.

3. Journée d'un analyste financier

Comme nous l'avons indiqué dans le paragraphe précédent, la journée d'un analyste financier commence à 7h30.

7h30-8h

Les analystes arrivent et se dirigent précipitamment vers leurs postes de travail pour commencer la revue de presse. La prise de connaissance des nouvelles majeures de la journée doit être très rapide et efficace car en une demi-heure pour chaque société qui a publié une information importante il faut :

- Préparer une note de recommandation qui décrit les évènements,
- précise leur impact sur la valorisation,
- émettre une recommandation (achat, conservation ou vente), et
- fixer un « cours objectif ».

Ceci n'est pas une tâche facile et l'analyste junior est souvent aidé par son supérieur.

8h-8h30

Cette demi-heure est toujours consacrée à la réunion matinale (*morning meeting*) pendant laquelle les analystes communiquent les messages principaux de leurs notes de recommandation aux traders. Ces derniers posent d'éventuelles questions mais tout est chronométré car en trente minutes il y a dix pôles à présenter. Chaque analyste a trois minutes à lui et s'il ne termine pas son discours à temps on lui coupe la parole pour passer aux notes suivantes... Par conséquent, la réunion ne se déroule pas dans une ambiance de détente surtout que les traders écoutent très attentivement et posent des questions très pointues auxquelles les analystes sont censées répondre de manière claire et concise.

8h30-9h

C'est un moment de détente. Les analystes se retrouvent autour d'un café et échangent leurs avis sur les recommandations émises et les évènements notés.

9h-10h

C'est le moment d'appeler tous les clients externes (gérants de portefeuille) pour leur faire part des recommandations communiquées aux traders dans la matinée. Puis on peut discuter plus tranquillement avec les traders des opinions des uns et des autres sur les sociétés suivies.

10h-19h

Cette partie de la journée n'est pas aussi bien structurée que la matinée car son déroulement dépend des évènements sur le marché et de la charge de travail propre à chaque analyste. Elle peut être consacrée aux tâches suivantes :

- revue plus détaillée de la presse,
- échanges avec les autres analystes, les traders et les gérants de portefeuille.
- rédaction des études par société et par secteur,
- mise à jour de modèles de valorisation,
- participation aux conférences téléphoniques organisées par les sociétés afin de communiquer leurs résultats trimestriels, semestriels et annuels,
- début de rédaction des notes de briefing pour la journée suivante,

La journée est habituellement bien remplie même si l'après-midi est souvent plus calme que la matinée.

Maintenant, nous allons décrire nos observations quant aux attentes des traders et des gérants de portefeuille car ce sont ces besoins qui déterminent le contenu des notes des analystes.

4. Attentes des traders et gérants de portefeuille

De manière générale, les analystes adressent leur communication aux traders et aux gérants de portefeuille. Les traders sont embauchés au sein de la même banque et travaillent dans le bureau voisinant. Les gérants de portefeuille sont les clients des analystes et travaillent dans des organismes indépendants de la banque. Les gérants de portefeuille ont un horizon d'investissement assez long et sont intéressés par les prévisions à long terme. En revanche, les traders investissent à très court terme, parfois sur une journée, et leurs besoins en information sont très particuliers. Les informations sont filtrées en amont par l'analyste et seules les données jugées importantes sont transmises aux traders.

Les traders et les gérants de portefeuille sont des investisseurs professionnels qui disposent d'un portefeuille de titres qui leur a été confié. Leur objectif est de maximiser les bénéfices : les traders via des investissements à court terme, voire le *day-trading*, et les gérants de portefeuille via des investissements avec un horizon plus long.

Les analystes leur adressent chaque jour des notes de recommandation sur les sociétés suivies. Ces notes sont rédigées suite à des publications des sociétés concernant soit les résultats financiers (trimestriels, semestriels ou annuels), soit d'autres nouvelles jugées suffisamment importantes par les analystes pour les communiquer aux traders. Le message principal retenu par le trader ou le gérant de portefeuille est la nature de la recommandation (achat / conservation / vente) et le « cours objectif » fixé pour le titre. Le « cours objectif » signifie la limite haute ou basse en fonction de la recommandation émise au delà de laquelle l'investisseur doit passer à la réalisation de gains. Par exemple, le cours d'un titre est aujourd'hui de 80. L'analyste émet une recommandation d'achat avec un « cours objectif » de 100. Le message pour le trader ou le gérant de portefeuille est d'acheter le titre et de le vendre au moment où le cours boursier atteindra 100. Puisque les traders ont un horizon d'investissement très court ils sont moins réceptifs à des messages porteurs de bénéfices à long terme. Ce stage nous a permis de comprendre pourquoi l'ambiance dans les salles de marché est souvent qualifiée de difficile.

La salle de marché de notre banque était occupée par une trentaine de traders. Ils étaient situés dans un open-space, chaque trader travaillant devant deux ou trois écrans. Le bruit dans la salle provenant des discussions très animées par téléphone ou entre les traders renforçait cette ambiance stressante. Les insultes et les coups dans les claviers n'étaient pas rares... La discussion entre un analyste et un trader n'est jamais calme et longue. Il faut répondre vite et sans se tromper.

Cette ambiance nous pousse à nous poser la question sur les attentes des traders en matière de communication sur l'actif immatériel.

Avant d'y répondre, nous allons présenter rapidement le deuxième interlocuteur d'un analyste financier, à savoir ; le gérant de portefeuille.

Les gérants de portefeuille travaillent dans une ambiance beaucoup plus détendue. Les conversations téléphoniques avec ce type d'investisseur sont plus posées et se caractérisent par une argumentation plus approfondie. Les gérants de portefeuille ont le temps d'écouter les nouvelles sur les avancées technologiques, les innovations ou même la culture de la société. Cependant, l'objectif final est aussi de recommander une action et de donner un « cours objectif ».

Ainsi, la capacité d'un analyste d'interpréter les messages des sociétés en termes financiers est aussi importante pour un gérant de portefeuille que pour un trader. Ces observations sont utiles pour la suite de notre analyse. Nous allons présenter maintenant, comment s'articule le rôle de la communication sur l'actif immatériel à chaque phase de travail des analystes.

5. Rôle de l'actif immatériel dans le travail de l'analyste financière

Il est difficile de penser que d'une manière générale, les analystes s'intéressent ou ne s'intéressent pas à l'actif immatériel des sociétés. Pour répondre de façon plus claire à cette question, nous avons décidé d'observer étape par étape la journée de travail d'un analyste qui s'articule autour des étapes suivantes :

- présentation à la réunion matinale,
- rédaction des notes de recommandation,
- rédaction des études,
- conférences téléphoniques,

- mises à jour des modèles de valorisation.

Les paragraphes suivants seront consacrés à l'observation de toutes ces étapes et à la quête d'un éventuel intérêt aux aspects immatériels.

5.1. Morning meeting ou réunion matinale

Comme nous l'avons décrit ci-dessus, la réunion matinale est un échange très rapide entre les analystes et les traders pour informer ces derniers des nouvelles de la journée sur les sociétés suivies. Nous avons souvent participé à ces réunions, ce qui nous a permis de bien visualiser leurs objectifs et leur déroulement. Le timing chronométré de la réunion ne laisse pas beaucoup de temps pour étudier la richesse immatérielle en profondeur. Les messages clés transmis sont dans la plupart des cas des données financières. Parfois, les analystes parlent de lancement de nouveaux produits, de changements dans la direction etc. Cependant, pour un trader le but de cette réunion est de savoir ce qu'il doit faire avec les titres dans la journée. C'est à cette question que doit répondre l'analyste financier le matin et son discours se limite à la présentation des faits et surtout à l'analyse de leurs implications financières. De manière directe, le sujet de l'actif immatériel des sociétés n'est souvent pas abordé lors de ces réunions.

5.2. Rédaction des notes de recommandation

Le support des réunions matinales est la note de recommandation. Lors de notre stage, nous avons été directement impliqué dans la rédaction des notes d'analyse. Notre travail a toujours été réalisé sous la supervision des analystes junior et senior. Ainsi, nous avons pu appréhender comment créer ces publications d'une page. Les notes ont toujours la même structure et sont divisées en quatre parties :

- Les faits,
- Implications pour la société,
- Impact boursier,
- Evaluation et risques.

La première partie constituée par les faits, décrit l'événement lui-même. Notre observation nous a permis de constater qu'environ 80% des notes sont consacrées aux commentaires des publications de résultats. Ainsi, l'analyste présente les résultats financiers, les compare avec

les prévisions du marché et avec les données de l'année précédente. Ensuite, il commente l'évolution de chiffres et fait part parfois des sentiments de la société elle-même concernant ces résultats. Cependant, ce type de publication n'est pas consacré à la problématique de l'actif immatériel.

Les autres 20% sont consacrées aux données non financières. Dans notre secteur d'activité, nous avons pu voir les notes concernant les annonces des sociétés sur :

- le lancement de nouveaux produits et de nouvelles marques,
- le développement de la société à l'international,
- l'implémentation d'une nouvelle technologie de production,
- les acquisitions et les fusions dans le secteur,
- le positionnement de la marque et les parts de marché,
- l'arrivée / le départ des personnes clés.

Ces éléments correspondent aux résultats dégagés par notre deuxième étude par AFC. La description de ces éléments doit, cependant, toujours être suivie d'une interprétation en termes de chiffres. Par exemple, nous retrouvons dans les notes d'analystes des phrases du type : *« Sur les cinq dernières années, le groupe a investi 302M€ en capacité de production », « Il possède désormais 18 sites de fabrication dont 17 en Suisse et un en Allemagne », « La marque vient d'ouvrir une maison à Genève de 400m². Près de 15 000 unités sont commercialisées chaque année, l'objectif à moyen terme étant d'atteindre 20 000 unités. Si les prix d'entrée de gamme se situent à 7 000 CHF, le prix moyen est proche de 30 000 CHF. »*

En lisant les notes de recommandation, on retrouve très peu de phrases sans chiffres. Lors de la rédaction de notes de recommandation, les analystes se concentrent particulièrement sur l'accessibilité des chiffres qui pourront confirmer le message qualitatif. Un texte sans chiffres est un texte vide qui n'a pas beaucoup de valeur aux yeux des traders. Ceci était le message qui nous a été transmis quand nous avons débuté la rédaction des notes.

La deuxième partie porte sur les implications pour la société. Elle consiste à traduire les messages ci-dessus en termes financiers. Suite aux publications commentées, les analystes revoient leurs prévisions des résultats financiers de la société. Ainsi, dans cette partie nous pouvons lire *« Ces très bons chiffres nous conduisent à revoir nos prévisions de résultats*

d'exploitation qui sont ainsi révisées en hausse de 8%. Nous attendons désormais pour l'année en cours un chiffre d'affaires de 4 200M€. »

Ce paragraphe n'est pas très long et son objectif est de mettre à jour les prévisions financières. S'il s'agit d'un commentaire sur un élément immatériel, le pronostic de son impact sur le chiffre d'affaires et sur le résultat d'exploitation est communiqué.

La troisième partie concerne l'impact boursier, dont l'objectif est de communiquer les attentes de l'analyste concernant l'impact de la nouvelle sur le cours boursier. Cette partie est très courte et peut être rédigée de la manière suivante : *« Cette publication et surtout les perspectives attractives de croissance devraient permettre au titre de poursuivre sa hausse (+13% depuis le début de l'année). »*

Le dernier paragraphe porte sur les évaluations et risques. Il termine la note par l'émission d'une recommandation et la fixation d'un cours objectif et peut être formulé de la manière suivante : *« Nous maintenons notre recommandation Conserver avec une fair value de 72€.* »

Lors de la rédaction et de la lecture des notes de recommandation, nous avons pu observer que la majorité des publications étaient consacrées aux thèmes financiers. Seulement, une petite partie des notes communiquait sur les impacts financiers et boursiers d'un élément immatériel. D'une part, nous avons été surpris par le poids assez faible des messages sur la richesse immatérielle dans un secteur aussi « intangible ». Pourtant, les sociétés de luxe et de cosmétiques construisent leur richesse sur leurs marques et leur réputation. Ces messages sont présents mais l'intensité n'est pas aussi forte qu'attendue. D'autre part, nous nous sommes rendu compte que les messages immatériels ont un sens uniquement s'il est possible de les traduire en termes financiers. Les messages trop vagues sans implications financières ne peuvent pas être exploités directement par les analystes.

Ce constat nous renvoie encore une fois à la problématique de mesure de l'actif immatériel qui peut freiner la communication sur l'actif immatériel. Dans l'impossibilité de fournir des données précises, les analystes abandonnent parfois la communication sur les thèmes immatériels. Cependant, les notes de recommandation ne sont pas les seules publications des analystes.

5.3. Rédaction des études

La rédaction des études se fait dans une ambiance plus calme et sur une durée plus longue. Les analystes rédigent en moyenne une ou deux études par mois. Ces publications font en moyenne 5 à 10 pages et présentent une analyse plus approfondie de l'activité de la société.

Ce sont les analystes qui décident de la publication d'une étude. Ils le font habituellement quand ils veulent faire le point sur des événements particuliers qui demandent une analyse plus détaillée. Il peut s'agir d'un commentaire sur la réalisation de la stratégie de la société dans un horizon de temps relativement long, la situation sur le marché exceptionnellement favorable ou défavorable, l'évolution surprenante du cours boursier ou les rumeurs sur les perspectives d'une fusion. Les études reprennent l'historique des événements marquants de la période commentée et les résultats financiers dans un contexte un peu plus large. Dans une étude, il y a plus de place pour l'actif immatériel. Il y apparaît plus souvent que dans les notes de recommandation. Cependant, les messages doivent être toujours précis et chiffrés. Il ne suffit pas de dire que la marque connaît une forte expansion à l'international ou que le capital humain de la société s'enrichit. Il faut préciser combien de points de vente ont été récemment ouverts à l'étranger, quelles y sont les prévisions de vente. Concernant le capital humain, il faut préciser qui a récemment rejoint la société et quel est son parcours professionnel. Ensuite, ces informations et leur analyse donne une base pour ajuster les prévisions des résultats financiers et modifier ou maintenir la recommandation et la *fair value*. Ces deux éléments sont toujours l'objectif final de chaque communication d'un analyste financier.

Notre conclusion est que les études abordent plus facilement l'impact de la richesse immatérielle sur les performances des sociétés. Cependant, les messages doivent être également confirmés par des chiffres. Des informations purement qualitatives ne sont pas un centre d'intérêt.

5.4. Conférences téléphoniques

Les conférences téléphoniques, appelées dans le langage de la banque « *conf-calls* », sont des réunions téléphoniques entre les analystes de plusieurs bureaux d'analyse financière et les sociétés à l'occasion de publications de résultats trimestriels, semestriels ou annuels. Les réunions sont animées par les responsables de communication financière au sein des sociétés

qui présentent d'abord les résultats et les événements majeurs de la période et ensuite, répondent aux questions des analystes.

Nous avons participé à plusieurs conférences téléphoniques, ce qui nous a permis d'une part d'observer le type de questions posées par les analystes et d'autre part les réponses fournies par les directeurs.

Les analystes se préparent toujours à ce type de réunions et listent les questions à poser aux responsables de communication. Les questions sont habituellement très précises et concernent les prévisions de l'évolution de l'activité et des résultats financiers. Les analystes suivent bien l'historique du discours des sociétés et posent des questions comme par exemple : « *Lors de la dernière publication, vous nous aviez annoncé que la société allait ouvrir 15 magasins en Chine sur le dernier trimestre. Où en êtes-vous dans les ouvertures ? Quel chiffre d'affaires génèrent les nouveaux magasins et quelles sont vos prévisions d'évolution des ventes dans ce pays ?* »

Les questions concernent souvent l'actif immatériel mais, comme dans le cas des notes de recommandation et d'études, la valeur informationnelle augmente avec la présence de données chiffrées.

En parallèle, nous avons pu remarquer une autre spécificité de ces réunions, qu'il s'agisse de données financière ou non. Elles sont toujours animées par les responsables de communication financière. Le directeur financier y assiste rarement. Les responsables de communication répondent aux interrogations des investisseurs et des analystes dans les limites fixées par le directeur financier. C'est ce dernier qui décide quelle donnée peut être révélée au marché. Puisque les attentes de la communauté financière en termes d'information vont souvent au-delà de ce cadre accordé par la direction avant la réunion, le responsable de communication doit prendre la décision sur le champ. Il a d'un côté, les analystes et les actionnaires qui exigent des données jugées nécessaires pour pouvoir valoriser la société. De l'autre côté, il y a le directeur financier qui ne souhaite peut être pas révéler certaines données afin de se protéger de la curiosité des concurrents. Ainsi, si la coopération et la confiance entre le responsable de communication financière et le directeur financier n'ont pas été bien établies, ces rendez-vous téléphoniques se limitent à la répétition des chiffres publiés. Aucune nouvelle information n'est communiquée et les questions complémentaires des analystes restent sans réponse. Nous avons assisté à plusieurs réunions dont la valeur ajoutée était quasi

nulle. Cependant, parfois, pour ne pas décevoir les analystes et les investisseurs en les laissant sans réponse, le directeur financier se présente aux réunions. Ainsi, nous avons remarqué que la communication n'est pas déterminée uniquement par l'accessibilité de données mais aussi par la qualité des interactions des responsables au sein des sociétés. Par conséquent, nous pouvons supposer que l'ancienneté, la connaissance de la société et une bonne communication avec le directeur financier permettent au responsable de communication financière d'augmenter la qualité de son travail, et ainsi augmenter le retour sur investissement réalisé par sa fonction. Nous avons évoqué ce point lors de notre revue de littérature et nous avons pu le confirmer sur le terrain.

5.5. Mise à jour des modèles de valorisation

Une dernière tâche importante d'un analyste financier est la valorisation des sociétés en utilisant des méthodes financières d'évaluation. Nous avons été en charge des mises à jour de ces modèles et ainsi nous avons pu constater quels modèles étaient utilisés par les analystes et quel type de données leur était utile.

Arrivés avec la conviction profonde que le marché valorise de manière formelle l'actif immatériel des sociétés, nous avons été fortement surpris de constater que les modèles de valorisation utilisés étaient ceux que nous avons appris en cours de finance. Les analystes du bureau au sein duquel nous avons travaillé se servaient de trois modèles de valorisation :

- DCF (discounted cash flow),
- Méthode des comparables boursières,
- P/B value (Price-to-Book).

En gardant encore un peu d'espoir, nous avons recherché dans les bases de données d'autres modèles de valorisation comme les méthodes permettant d'estimer la valeur de la richesse immatérielle présentée dans la première partie de cette étude. Malheureusement, notre recherche n'a donné aucun résultat car ces trois modèles constituent effectivement la base des valorisations.

Après cette première déception, nous avons été amenés à participer aux travaux de valorisation au cours desquelles nous avons pu remarquer une chose tout de même intéressante. La méthode des comparables boursières, qui consiste à trouver une entreprise comparable sur le marché pour effectuer la valorisation, ne permettait pas de prendre en compte de manière individuelle la richesse immatérielle des sociétés. Le calcul du ratio P/B

value et la comparaison avec son niveau historique et moyen du secteur était également trop simple pour inclure la réflexion sur l'actif immatériel.

Néanmoins, la méthode des cash flows contient deux variables qui sont estimées de manière très subjective dans un bureau d'analyse financière. La méthode d'actualisation des flux de trésorerie consiste à estimer les flux futurs générés par la société et à les actualiser au taux estimé de risque de la société.

Les flux futurs et le taux de risque doivent être estimés par l'analyste. Cette estimation peut être très différente en fonction de l'expérience de l'analyste. Un junior cherchera à pondérer la croissance du marché et la croissance historique de la société versus le marché pour arriver au taux de croissance des flux générés sur dix ans. Ensuite, pour estimer le taux de risque, il calculera le coût de capital via une formule mathématique. Ainsi, il aura ses variables pour un DCF. En revanche, un senior cherchera à voir au-delà des formules et des chiffres. Dans un des paragraphes précédents, nous avons parlé du « *feeling* » d'un analyste. Ce « *feeling* » se forme avec les années d'expérience dans le secteur ou dans le métier. Notre responsable de pôle avait derrière lui 22 ans de carrière en analyse financière au sein du même pôle. Ces longues années de travail lui ont sans doute permis de connaître en profondeur toutes les sociétés du secteur et de se créer une image pertinente de chacune. Il nous a expliqué que c'était cette intuition qui lui indiquait souvent comment affiner les paramètres du modèle. Après les calculs, il y avait un moment de réflexion et de jugement subjectif pour prendre en compte tous les éléments que l'on ne peut mesurer. Au début, nous avons été surpris par cette démarche qui ne correspondait pas à celle enseignée en cours de finance. Cependant, après ce moment de doute, nous nous sommes demandés s'il ne pouvait pas s'agir d'une évaluation de la richesse immatérielle. Après la prise en compte de tous les résultats financiers et d'autres éléments chiffrables qui peuvent être interprétés sur le champ en termes financiers et qui sont tellement demandés par le marché, les analystes se laissent une petite marge de manœuvre pour juger de la valeur des autres messages transmis par la société, tels que la qualité de son capital humain, sa position réputée dans son domaine, son potentiel de développement etc. Nous pensons que les analystes ne peuvent pas transmettre ces informations directement aux traders car elles ne sont pas chiffrables et ne seraient pas correctement valorisées par ce public. Cependant, ils retiennent tous les messages transmis par la société. La réputation, le capital humain, les capacités de management ne sont pas abordés directement dans les notes des analystes et dans les échanges quotidiens. Cependant, ces éléments sont perçus positivement et sont pris en compte dans les valorisations un peu intuitives.

Nous avons pu confirmer cette observation lors d'une autre situation qui n'était pas directement liée aux activités de valorisation mais qui a permis d'établir l'importance de cette intuition. Un jour, une rumeur concernant un rachat potentiel d'une des sociétés suivies par notre pôle est apparue sur le marché. Les traders exigeaient une réponse concrète sur la faisabilité de cette opération et sur ses implications pour la société. Le rachat ne semblait pas avantageux pour la société et le marché a commencé à manifester les premiers signes de nervosité. Notre responsable de stage n'était pas sûr de savoir comment interpréter cette nouvelle mais il devait émettre rapidement une opinion pour les traders. Il a parcouru ses notes datant de plusieurs années, il s'est rappelé de la personnalité des dirigeants de cette société, de leurs relations avec les autres entreprises et notamment de celles qui aurait fait l'objet du rachat. Cette analyse très rapide et efficace l'a conduit à constater que le rachat ne se ferait pas. Il a transmis ce message aux traders et comme nous l'avons vu quelques jours plus tard il ne s'est pas trompé.

Cette observation nous a permis de comprendre que l'actif immatériel est tout de même pris en compte par les analystes financiers. Dans leur travail quotidien, en rédigeant les notes et en communiquant avec les traders ils utilisent des termes concrets et ont une préférence pour les données chiffrées. Cependant, ils retiennent également les autres messages émis par la société et même s'ils ne peuvent pas les communiquer sur le champ ils les gardent dans leurs notes pour une occasion future. Nous pensons que c'est ainsi qu'ils valorisent les messages qualitatifs sur l'actif immatériel. Ils ne peuvent pas transmettre aux traders tous les messages publiés par la société car ces messages ne présentent pas d'intérêt du point de vue de ces professionnels très pressés et concentrés sur les chiffres. Une nouvelle concernant un prix ou une récompense attribuée à une société ne sera pas admise à être communiquée pendant la réunion matinale avec les traders. Cependant, l'analyste prendra note de cet événement et retiendra que la qualité de service de cette entreprise a été remarquée. Lors de la revalorisation de cette société à l'occasion de l'apparition d'un nouveau concurrent sur la même gamme de services, l'analyste se rappellera de cet avantage qu'il a noté auparavant. Il estimera probablement que la variable « risque » dans son modèle de valorisation n'augmente pas fortement dans ces nouvelles circonstances car la qualité de services de cette société est très élevée.

Sur la base de nos observations, nous avons constaté que dans les conditions actuelles c'est ainsi que les analystes prennent en compte les messages qualitatifs sur l'actif immatériel. Cette évaluation serait probablement plus précise et moins intuitive si les sociétés étaient en

mesure de fournir plus de données chiffrées sur leur richesse immatérielle. Ce changement aurait sans doute diminué le risque d'une évaluation erronée due au manque d'informations plus précises.

SYNTHESE DE L'OBSERVATION PARTICIPANTE

Cette dernière étude, réalisée dans le cadre d'une observation participante, avait pour objectif de comprendre le raisonnement des analystes financiers et leur intérêt pour l'actif immatériel. Nous avons pu mener ces observations en tant que participant actif car nous avons eu l'occasion de rejoindre une équipe d'analystes financiers pendant un stage de six mois. Cette expérience nous a permis de suivre le travail de ces professionnels au quotidien et de mieux comprendre comment ils percevaient les communiqués sur la richesse immatérielle. Cette étude constitue un apport méthodologique important car, à notre connaissance, aucun travail dans le domaine n'a été réalisé sur le terrain.

Nos observations ont permis de comprendre l'ambiance particulière dans ce milieu de travail. Les personnalités des traders, les heures matinales, le travail intense et les approches intuitives à la valorisation nous ont beaucoup marqué. Nous avons réalisé qu'au quotidien les analystes financiers recherchent, dans les messages des sociétés, un contenu chiffré et précis. Ils ne peuvent pas se consacrer à la présentation de données trop vagues aux traders. En revanche, ils retiennent les messages qualitatifs concernant l'actif immatériel. Ces informations leur permettent de se forger une intuition afin de réaliser des prévisions souvent dans des conditions d'incertitude. Le métier serait plus facile si les messages sur l'actif immatériel étaient chiffrés. La part d'évaluation à faire intuitivement serait moins importante et la valorisation de l'actif immatériel serait plus juste.

Sur la base des ces observations, nous pouvons essayer de répondre à la question que nous nous sommes posés avant cette étude. Est-ce que les sociétés connaissent les besoins du marché en données immatérielles et est-ce qu'elle arrivent à satisfaire ces besoins ? Et par conséquent, est-ce qu'elles adaptent leur communication aux attentes du marché ou bien s'imitent-elles les unes et les autres ?

La revue de littérature nous a démontré que les sociétés sont conscientes du rôle de la communication relative à la richesse immatérielle. Cependant, compte tenu des problèmes de mesure, elles ne sont pas toujours capables d'alimenter le marché avec les données attendues. Les résultats de notre observation participante confirment ces constats. Les sociétés essaient de communiquer sur l'actif immatériel car elles savent que le marché prend en compte ces données. Cependant, elles ne peuvent pas toujours fournir les données chiffrées attendues par

la communauté financière. Par conséquent, elles communiquent parfois au hasard ou bien en imitant les autres.

Le marché fonctionnerait de manière plus transparente si les méthodes de mesure étaient plus développées et adoptées par les entreprises. Dans ces conditions, il serait très pertinent de mener une enquête auprès des analystes dans l'objectif de comprendre très précisément leurs besoins en données chiffrées. Ainsi, les sociétés capables de mesurer leur richesse immatérielle pourrait communiquer les données attendues par le marché.

CONCLUSION GENERALE

A travers ce travail de recherche, nous avons voulu étudier la communication financière sur l'actif immatériel.

La revue des travaux existants a permis de constater que cette communication joue un rôle non négligeable sur le marché financier. Les partisans de la théorie du signal incitent les entreprises à publier des informations complémentaires afin de réduire l'asymétrie informationnelle. Les chercheurs évoquent également d'autres avantages tels que la baisse du coût du capital, le renforcement de la confiance du marché ou le découragement de concurrents potentiels. Cependant, cette communication génère des dépenses supplémentaires, ce qui signifie que la communication devrait être adaptée au mieux aux besoins du marché pour rapporter les bénéfices attendus.

Malheureusement, ces efforts de communication sur la richesse immatérielle peuvent être freinés par le manque de méthodes communes de mesure de ces éléments. La littérature cite de nombreuses approches mais aucune d'entre elles n'assure la comparabilité des données. Par ailleurs, la complexité de la mise en œuvre décourage la plupart des sociétés. Ainsi, elles restent fidèles aux méthodes traditionnelles qui ne donnent pas d'outils adaptés à la mesure de la richesse immatérielle.

Les sociétés sont soumises aux règles comptables et valorisent leurs actifs en utilisant des techniques bien particulières. Cependant, l'approche comptable ne permet pas de prendre en compte l'intégralité de la richesse immatérielle des sociétés. Ainsi, le marché doit faire face aux problèmes de mesure de l'actif immatériel.

En parallèle, de nombreuses études ont démontré que les sociétés pratiquent la communication volontaire sur l'actif immatériel. Cependant, les données transmises sont souvent qualitatives et positives. Les sociétés n'arrivent pas à fournir beaucoup de données chiffrées. De plus, la revue de littérature montre que l'intensité de cette communication varie en fonction de la taille et du secteur d'activité.

Ces constats nous ont incité à explorer dans un premier temps la communication volontaire des sociétés françaises sur l'actif immatériel. Nous avons étudié la communication volontaire qui porte normalement le plus de messages immatériels. Pour cela, nous avons opté pour une

analyse des communiqués de presse. Ce terrain de recherche constitue en lui-même un apport méthodologique important car, à notre connaissance, aucune étude n'a été réalisée sur ce type de publications.

Puisque les communiqués de presse représentent un terrain qui n'a pas été exploré par les études dans le domaine et dans la mesure où le cadre de ces publications n'est pas standardisé, nous avons opté dans un premier temps pour une étude exploratoire basée sur l'analyse de contenu.

Nous avons lu 1 891 communiqués de presse publiés par 322 sociétés différentes sur la période 2001 – 2005. L'analyse de contenu a été basée sur l'identification de thèmes. Ce choix constitue un autre apport méthodologique car les analyses de contenu dont nous avons pris connaissance retiennent souvent le mot comme unité d'analyse. Les thèmes représentent mieux le vrai contenu des publications que les mots. La lecture des communiquées, soumises à des tests de fiabilité, a permis d'identifier les principaux thèmes de communication. Ce qui a conduit à construire une nouvelle classification des actifs immatériels, à partir de la littérature, et enrichie sur le terrain. Cette nouvelle classification de l'actif immatériel constitue un apport théorique de notre étude.

Cette première étude a permis de confirmer les résultats des études existantes selon lesquelles les sociétés publient peu de données quantitatives. Nous avons obtenu une liste d'indicateurs communiqués par les sociétés. Cette liste a été très modeste par rapport au nombre de communiqués. En parallèle, nous avons pu nous assurer que les sociétés sont effectivement réticentes à publier de mauvaises nouvelles. Sur 6 240 messages identifiés au total, seulement 133 portait un message défavorable à la société. Cela confirme les résultats des études existantes qui ont démontré que les entreprises ne sont pas prêtes à maintenir la transparence du discours afin de renforcer la confiance du marché. Ce manque de volonté à publier des messages négatifs a été également confirmé par un contrôle du nombre de mots moyen d'un communiqué positif et négatif, ces derniers étant beaucoup plus courts. Il semble que les sociétés restent très prudentes et limitent le discours au minimum nécessaire quand il s'agit d'une nouvelle défavorable. Ensuite, nous avons essayé de croiser le nombre de publications avec trois caractéristiques des sociétés : taille, secteur d'activité et la cotation à l'étranger. Nous avons pu montrer que les grandes sociétés sont plus actives quant à la communication sur l'actif immatériel. La relation n'était pas aussi évidente dans le cas de la répartition par

secteur d'activité. La cotation à l'étranger semblait également affecter l'intensité de la communication. Cependant, nous avons remarqué que la majorité des sociétés cotées à l'étranger étaient de grande taille. Dans la dernière partie de cette étude, nous avons analysé l'évolution de la communication sur la période analysée. Ceci a permis de constater que la communication évolue dans le temps. Les sujets technologiques laissent la place aux thèmes sociaux et environnementaux. Nous nous sommes interrogés sur les raisons de ce changement de thèmes. Deux réponses étaient envisageables. Les sociétés connaissent les besoins des investisseurs et elles y adaptent la communication. Ou bien, elles les ignorent et dans ce cas elles suivent des effets de mode et d'imitation.

La troisième partie de notre thèse permet de donner des réponses à ces questions. Cependant, avant d'entreprendre cette étude, nous avons décidé d'approfondir la recherche de relations entre les caractéristiques des sociétés, notamment la taille et le secteur d'activité ainsi que les thèmes de communication.

Afin de compléter les résultats de la première analyse réalisée avec une méthode qualitative exploratoire, nous avons opté pour une méthode quantitative à travers une analyse factorielle des correspondances effectuée à l'aide du logiciel SAS. Cette étude a permis d'établir des relations significatives entre la taille des sociétés, leur secteur d'activité et les thèmes de communication. Il s'est avéré que les grandes sociétés mettent en avant leur position sur le marché, leur réputation, les acquisitions et fusions, et les activités de communication avec les partenaires. A travers ces messages, elles essaient de créer une image d'institutions puissantes, reconnues et transparentes. En revanche, les petites sociétés soulignent leurs compétences, leur savoir-faire, la capacité d'innovation et technologique. Ainsi, elles mettent l'accent sur la qualité de leur travail plus que sur la dimension de l'activité. Ces choix semblent logiques.

En ce qui concerne le choix des thèmes en fonction du secteur d'activité, les sociétés commerciales publient plus de nouvelles sur leurs marques, la communication avec les partenaires, les acquisitions et les cessions. Tandis que les sociétés industrielles mettent l'accent sur les aspects technologiques, le savoir-faire, l'environnement, la qualité des produits et la présence sur le marché. En revanche, les sociétés du secteur de la santé semblent pratiquer une communication différente des autres. Les textes de leurs publications sont très scientifiques et portent surtout sur les thèmes de la R&D et des droits et brevets.

Toutefois, ce phénomène d'adaptation de la communication en fonction de la taille et du secteur d'activité ne permet pas de prouver que la communication découle plutôt de la connaissance des besoins du marché par les entreprises ou bien de l'existence des effets de mode.

C'est pourquoi, il est primordial de cerner quels sont les besoins du marché pour répondre à cette question. Pour cela, nous avons réalisé une étude de la perception de la communication par la communauté financière. Puisque les analystes jouent un rôle non négligeable sur le marché financier, notre étude porte sur leur perception de cette communication. Grâce à un stage de six mois effectué dans un bureau d'analystes financiers, nous avons mené une étude qualitative s'appuyant sur l'observation participante. L'utilisation de cette méthode dans le domaine de la communication financière est aussi un apport méthodologique important de notre thèse. Nous avons intégré le pôle Luxe, Cosmétiques et Biens de Consommation et nous avons opté pour un rôle immergé dans cette observation. Cette analyse nous a permis de constater que les analystes attendent en priorité de la part des sociétés des données chiffrées car ce type d'informations leur facilite le travail au quotidien. En parallèle, nous avons remarqué que la majorité de la communication faite par les analystes est concentrée sur les résultats financiers, l'actif immatériel étant passé au deuxième plan. Cependant, nous avons observé que les messages qualitatifs sont retenus par les analystes financiers pour développer une certaine intuition dans les méthodes de valorisation des sociétés.

Ces résultats prouvent que les sociétés adaptent leur communication aux besoins des analystes. Nous pensons qu'elles sont conscientes du rôle de l'immatériel et essaient de rester actives dans leurs pratiques de communication. Cependant, compte tenu des limites de mesure de cette richesse immatérielle elles ne sont pas toujours capables de fournir les données chiffrées. Ainsi, elles multiplient les efforts de communication « avec les moyens du bord » en essayant d'assurer des échanges réguliers et transparents. Dans certains cas, elles peuvent suivre la mode et imiter les autres acteurs du marché. De l'autre côté, les analystes suivent attentivement cette communication mais surtout recherchent des chiffres. Les messages chiffrés leur permettent de valoriser les éléments immatériels de manière plus précise. Cependant, en cas de manque de données chiffrées, ils sont obligés de compléter leurs valorisations de manière intuitive avec les informations qualitatives.

Sur la base de ces constats, nous pouvons conclure que l'échange de données entre les sociétés et les analystes serait plus efficace si les entreprises avaient des outils plus adaptés à la mesure de l'actif immatériel. Les valorisations des analystes seraient plus pertinentes car la justesse de l'estimation intuitive peut être fortement affectée par l'expérience de l'analyste.

Comme chaque travail de recherche, notre étude a également ses limites. La première limite est liée à la fiabilité de l'analyse de contenu. La relecture des communiqués par un deuxième analyste a été réalisée seulement sur un échantillon. Les résultats étaient satisfaisants et cela nous rassure par rapport à la fiabilité de notre lecture et à l'interprétation des publications. Malheureusement, pour des raisons pratiques, nous n'avons pu trouver un deuxième lecteur prêt à relire les 1 891 communiqués.

La deuxième est liée à la subjectivité inhérente à l'observation participante. Nous avons opté pour un rôle immergé qui assure plus d'authenticité mais qui implique moins d'objectivité.

Pour conclure, il serait intéressant d'évoquer les pistes de prolongement de notre travail de recherche. Puisque l'étude avait un caractère exploratoire, nous avons abordé une variété de sujets que nous n'avons pas pu étudier jusqu'au bout. Premièrement, il serait intéressant de focaliser un travail de recherche sur les facteurs déterminants la publication de nouvelles négatives. Quel type de sociétés est prêt à assurer plus de transparence au risque de voir son cours boursier s'effondrer ?

Deuxièmement, un autre prolongement consisterait à identifier si d'autres facteurs, tels que le niveau d'endettement, la structure d'actionnariat ou la rentabilité ont un impact sur le choix des thèmes de communication sur l'actif immatériel.

Enfin, une enquête auprès d'analystes financiers pourrait permettre d'identifier quel type de messages chiffrés leur serait utile, ce qui permettrait aux sociétés d'avoir des pistes d'amélioration des méthodes de mesure de leur actif immatériel.

ANNEXE 1 : EXEMPLE DES BONNES, NEUTRES ET MAUVAISES NOUVELLES

Acquisition / cession

Bonne nouvelle

*Poursuite de la croissance externe : Acquisition de la société CGO Informatique
Cegid, 2 juillet 2004*

Nouvelle neutre

Smart & Final Inc., filiale américaine cotée au NYSE du groupe Casino, a annoncé hier avoir finalisé les cessions précédemment annoncées de ses activités en Floride (foodservice et magasins) et de son activité de foodservice en Californie (cf. communiqués de presse du groupe Casino des 6 juin et 19 août 2003).

Casino Guichard, 17 septembre 2003

Mauvaise nouvelle

La Federal Trade Commission (autorité américaine en charge de la Concurrence) a refusé l'acquisition en l'état de la division Spiritueux et Vins de Seagram par Pernod Ricard et Diageo.

Pernod Ricard, 23 Octobre 2001

Changements internes

Bonne nouvelle

Points forts de 2001 : [...] Renforcement des activités marketing du Groupe par l'évaluation et la mise en oeuvre de synergies sous forme de ventes croisées entre les pays et entre les laboratoires.

Eurofins Scientific, 20 mars 2002

Nouvelle neutre

Le groupe HBS Technologie aborde donc l'exercice 2004-2005 dans des conditions favorables, avec un meilleur contrôle de ses coûts, des structures adaptées à son niveau d'activité, une organisation industrielle et logistique optimisée.

HBS Technologie, 15 octobre, 2004

Mauvaise nouvelle

Le Conseil d'Administration a décidé de mettre en place immédiatement un plan d'action portant sur le recentrage du portefeuille d'activités, la réduction des coûts et la structure financière du Groupe de manière à lui permettre de traverser ce cycle conjoncturel défavorable et tirer le plein bénéfice de la reprise du secteur quand elle se produira.

Rhodia, 3 octobre 2003

Le communiqué représente une mauvaise nouvelle car il s'agit des restructurations multiples qui sont mal perçues par le marché (Séverin, 2004) Communiqué du 29 janvier 2001 : 2001, une année de restructurations pour améliorer durablement la compétitivité.

Communication actionnaires

Bonne nouvelle

A l'occasion d'une remise de prix chez Boursorama, L'Oréal a reçu les labels BoursoScan® 2002 dans la catégorie « meilleur site d'information ».

L'Oréal, 12 juin 2002

Nouvelle neutre

Vivendi Universal a reçu, selon la procédure usuelle, une notification de griefs émanant de la Commission des Opérations de Bourse. Cette notification, qui invite la société à faire valoir ses observations dans un délai de trois mois, est en cours d'étude par Vivendi Universal et ses conseils.

Vivendi Universal, 12 septembre 2003

Mauvaise nouvelle

Business Objects, [...], annonce avoir reçu des services de la Securities and Exchange Commission une notification (communément nommée « Wells Notice ») selon laquelle ils recommandent d'engager une action juridique civile à l'encontre de Business Objects. Les services de la Securities and Exchange Commission estiment que la Société n'a pas respecté la réglementation en matière d'information périodique telle que stipulée dans le Securities and Exchange Act de 1934.

Business Objects, 3 août 2004

Communication clients

Bonne nouvelle

Accor lance aujourd'hui un vaste programme de fidélisation, « Compliments from Accor hotels », qui propose à tous ses clients, porteurs des cartes d'abonnement, de fidélité et de paiement, d'acquérir des Points Compliments convertibles en une prime, le Chèque-Compliments, utilisable dans 2000 hôtels du Groupe à travers le monde. « Compliments from Accor hotels » est un programme mondial, simple et attractif.

Accor, 15 novembre 2001

Nouvelle neutre

Le simulateur FTD Boeing 737 NG est conçu pour répondre aux exigences du client et des autorités aériennes de la Corée.

Faros, 16 décembre 2002

Mauvaise nouvelle

Nous ne pouvons consacrer à la promotion de l'hémodialyse qu'un pourcentage très faible de notre chiffre d'affaires (2,5% par rapport à 11% dans l'industrie pharmaceutique).

Boiron, 8 décembre 2003

Communication et compétences employés

Bonne nouvelle

Afin de faciliter l'accès de tous aux nouvelles technologies, au moment de l'entrée dans le 3ème millénaire, Technip a offert aux salariés des sociétés françaises du Groupe la possibilité d'acquérir dans des conditions tout à fait privilégiées, grâce à une participation versée par l'entreprise, un ordinateur pour leur usage personnel et celui de leur famille.

Technip, 19 mars 2001

Nouvelle neutre

L'assemblée générale, après avoir pris connaissance du rapport du conseil d'administration, décide de porter à 70 ans la limite d'âge du Directeur Général, et décide de rédiger ainsi le quatrième alinéa de l'article 16-V des statuts :

« la limite d'âge applicable pour la fonction de direction générale est fixée à 70 ans »

IPO, 21 décembre 2003

Mauvaise nouvelle

Les résultats affichés s'inscrivent en retrait par rapport à ceux du 1er semestre de l'année précédente et s'expliquent par :

Des facteurs pénalisants ponctuels, d'une part [...]

- Non intégration à la culture de l'entreprise d'une nouvelle équipe de cadres ayant eu un impact direct sur l'exploitation de la zone placée sous leur responsabilité.

Catering International Services, 6 novembre 2003

Communication partenaires

Bonne nouvelle

Intercede Group, [...], annonce aujourd'hui la signature d'un accord OEM avec Oberthur Card Systems, un des leaders mondiaux de l'industrie de la carte à puce.

Oberthur Card Systems, 12 septembre 2001

Nouvelle neutre

Invoquant l'article L 615-9 du code de la propriété intellectuelle, Soitec annonce aujourd'hui qu'il a demandé à MEMC de clarifier ses allégations de contrefaçon de 3 brevets européens relatifs au silicium "COP free". A travers cette action, Soitec a initié la première des deux étapes nécessaires pour entamer une action en justice en France contre MEMC et requérir une décision d'un tribunal de l'absence de contrefaçon.

Soitec, 22 décembre 2005

Mauvaise nouvelle

Lafarge Zement vient d'être officiellement informé, ce jour, de la décision des autorités allemandes de la concurrence (Bundeskartellamt) de lui infliger une amende de 86 millions d'euros pour avoir pris part à des actions anti-concurrentielles en Allemagne.

Lafarge, 14 avril 2003

Culture / Philosophie

Bonne nouvelle

*La dynamique insufflée dans l'entreprise par la préparation et le début de la mise en œuvre du Plan « Ambition FT2005 », et notamment de son volet d'amélioration des performances opérationnelles « TOP », est déjà partiellement visible dans les comptes 2002 : France Télécom, malgré les difficultés de 2002, a réussi à dégager un REAA*2 consolidé de 14,9 milliards d'euros et à maintenir ses dépenses d'investissements*5 à hauteur de 7,4 milliards d'euros, en dessous de ses prévisions initiales.*

France Telecom, 5 mars 2003

Nouvelle neutre

Aventis annonce aujourd'hui la cession de la totalité de sa participation de 11,85% dans la société de chimie suisse Clariant. Cette vente s'inscrit dans la stratégie d'Aventis de se recentrer autour de ses activités pharmaceutiques.

Aventis, 4 novembre 2003

Mauvaise nouvelle

Un contrôle interne en cours des filiales de la zone Amérique Latine - Ibérique dont le chiffre d'affaires a représenté 18% du chiffre d'affaires consolidé du groupe en 2002 a mis à jour des irrégularités et des comportements non éthiques.

XRT, 8 Août 2003

Droits / Brevets

Bonne nouvelle

Dans le domaine de l'énergie, SUEZ a obtenu les autorisations pour la construction de 2 turbines à cycle combiné gaz-vapeur de 400 MW chacune, situées à Castelnou (200 km à l'ouest de Barcelone).

Suez, 27 décembre 2002

Nouvelle neutre

En accord avec les Conseils d'Administration de Bouygues et de BDT, le Conseil d'Administration de Bouygues Telecom a décidé de ne pas soumettre d'offre en réponse à l'appel à candidatures des licences UMTS en France. Les progrès très importants et récents de la compression numérique permettent d'utiliser le GSM, avec ses développements GPRS puis EDGE, comme solution technologique pour le développement du multimédia mobile.

Bouygues, 30 janvier 2001

Mauvaise nouvelle

Sanofi-aventis a été informée que son brevet britannique issu du brevet européen revendiquant le principe actif du produit Plavix® est attaqué par Aircoat, Ltd, une société écossaise, devant un tribunal écossais.

Sanofi-Aventis, 25 janvier 2005

Environnement / société

Bonne nouvelle

Le Groupe SCOR a contribué à la campagne d'aide aux populations victimes du Tsunami à hauteur de 150 000 euros. En plus de cette aide, il a doublé les dons versés par l'ensemble des collaborateurs du Groupe dans le monde entier qui ont spontanément organisé une collecte à l'intérieur de l'entreprise.

SCOR, 11 janvier 2005

Nouvelle neutre

Le nouveau procédé de gazéification s'inscrit parfaitement dans une logique environnementale de développement durable à laquelle Air Liquide est attaché.

Air Liquide, 23 septembre 2003

Mauvaise nouvelle

Pas de mauvaises nouvelles dans la base de données

Innovation

Bonne nouvelle

Société Générale et Fimatex ont annoncé ce jour à Milan, le lancement de CLICKBORSA : broker en ligne. Notre plate-forme constitue une évolution du système actuel de vente de produits financiers, puisqu'elle permet, pour la première fois, à l'investisseur privé d'accéder aux produits financiers comme les obligations structurées qui combinent des performances

similaires à celles qui peuvent être obtenues sur le marché des actions et la sécurité des obligations.

Société Générale, 26 janvier 2001

Nouvelle neutre

Le Groupe s'appuiera au second semestre sur le lancement de nouveaux produits élaborés et innovants et sur le renforcement de partenariats commerciaux pour développer son activité.

Duc, 7 août 2002

Mauvaise nouvelle

Pas de mauvaises nouvelles dans la base de données

Marques

Bonne nouvelle

Ce leadership est soutenu par la force de la marque PagesJaunes, qui bénéficie d'un taux de notoriété assistée de 99 %.

France Telecom, 22 juin 2004

Nouvelle neutre

Sabaté Diosos, qui réunit au sein d'un même projet d'entreprise deux métiers complémentaires au service du vin, – l'élevage et le bouchage – annonce qu'il proposera à ses actionnaires lors de sa prochaine Assemblée Générale Mixte prévue le 18 Juin 2003 à La Grande Arche - 1, parvis de la Défense- Paris La Défense, d'adopter une nouvelle raison sociale reflétant sa vocation de leader mondial des produits et services à valeur ajoutée destinés aux acteurs du monde du vin. En devenant Oeneo, le groupe rendra hommage à ses métiers d'origine et au savoir-faire de ses équipes, offrira un nouvel espace de valorisation à l'ensemble de ses marques et se positionnera naturellement comme le partenaire de référence des professionnels du vin sur les marchés internationaux.

Sabaté Diosos, 16 mai 2003

Mauvaise nouvelle

Pas de mauvaises nouvelles dans la base de données

Position marché

Bonne nouvelle

Au 1er février 2001, le carnet de commandes du groupe CGG s'établit à 300 millions d'Euros (US\$ 280 millions) à comparer à 342 millions d'Euros (US\$ 300 millions) au 31 octobre 2000, ce qui, après les très fortes livraisons de matériels chez Sercel en décembre 2000 correspond en fait à une augmentation sensible pour les Services d'environ 15% en US \$.

Géophysique, 14 février 2001

Nouvelle neutre

Si l'activité a progressé en Afrique du Nord, en Asie, en Russie et en Amérique du Sud, en revanche, elle a été freinée par plusieurs événements non récurrents. CIS a notamment décidé de mettre un terme à deux contrats, l'un en Iran et l'autre à Sakhaline, afin de ne pas exposer la société à des risques d'impayés ou de rentabilité insuffisante.

Catering International Services, 11 février 2005

Mauvaise nouvelle

Les principales pertes de budget (clients) sont :

Publicité Traditionnelle : Bayer, Midas, March First, Verizon, Liberty Surf, Commerce One, PNC Bank, TCI Communication, Merck.com

Marketing Services : ICI, Bell, Citibank, Merck, IBM, Bouygues Telecom, Microsoft, Biztro, Andersen, Daves & Busters, Datek

Media : One Tel, Heinz, Microsoft

Havas, 14 février 2002

Présence internationale

Bonne nouvelle

Le succès extraordinaire des nouvelles lignes de produit et l'ouverture d'une boutique au design novateur à Tokyo ont contribué à la forte progression du dernier trimestre.

LVMH, 22 janvier 2004

Nouvelle neutre

Séché Environnement poursuit sa stratégie de désengagement systématique de ses activités à l'International et annonce la cession de Speichim Do Brasil et de Cintec Tredi :

Séché Environnement, 10 mai 2004

Mauvaise nouvelle

Pas de mauvaises nouvelles dans la base de données.

Qualité produit / service

Thèmes : lancements, retraits, qualité du portefeuille, mix produit, politique produit, ratings et classements de produits, respect de normes, perception du produit par le client

Chiffres / Indicateurs : nombre de produits lancés / retirés, CA par produit, indices techniques (ex : résistance)

Bonne nouvelle

Afin de répondre aux souhaits exprimés par les détenteurs et fournisseurs de contenus multimedia de disposer de système de protection supplémentaire contre la copie illicite, Thomson multimedia dévoile le système Smartright—une nouvelle méthode de protection renforcée des contenus multimedia numériques.

Thomson, 30 mai, 2001

Nouvelle neutre

Enfin, dans l'esprit d'une « satisfaction-client » optimale, de l'approche client via des outils modernes (télémarketing, mailing, internet, etc...), d'une gestion plus approfondie de notre gamme produits, un nouveau service a vu le jour : le service Qualité.

Huis Clos, 22 octobre 2004

Mauvaise nouvelle

La question récurrente du manque de qualité du service offert par les réseaux pour le transport des marchandises, résultant entre autres e l'existence de goulets d'étranglement, a été aggravée par les grèves à la SNCF en 2001 et la décision de cette entreprise publique de répondre aux incursions des clandestins sur son site de Fréthun par la diminution du nombre de trains de marchandises à destination de la Grande-Bretagne.

Eurotunnel, 11 février 2002

R&D

Bonne nouvelle

NicOx S.A. (Nouveau Marché: NICOX) annonce une publication dans l'édition du 27 mars 2001 de la revue officielle PNAS (Proceedings National Academy of Sciences of USA) élucidant les mécanismes par lesquels les agents donneurs d'oxyde nitrique (NO), et NCX 4016 (le dérivé nitré de l'aspirine, breveté, de NicOx) inhibent la prolifération des cellules musculaires lisses vasculaires in vitro.

Nicox, 27 mars 2001

Nouvelle neutre

Ce rapprochement s'inscrit dans le cadre d'une stratégie commune de développement, visant à accroître nos synergies en terme de Recherche et Développement, pour répondre aux besoins du marché des implants de la colonne vertébrale.

Ideal Medical Products, 21 janvier 2002

Mauvaise nouvelle

Le Ministre de la Santé a annoncé le 23 Septembre sa décision de baisser le remboursement de l'homéopathie de 65 % à 35 % dans le cadre du projet de loi de financement de la Sécurité Sociale. Le passage à 0 % de toute l'homéopathie est même déjà programmé par le Ministère. L'homéopathie est une économie difficile. Nous ne pouvons consacrer à la recherche qu'un pourcentage très faible de notre chiffre d'affaires (1,3% par rapport à 12,1% dans l'industrie pharmaceutique).

Boiron, 8 décembre 2003

Réputation

Bonne nouvelle

Digigram, fournisseur mondial de solutions en réseau pour l'audio numérique, s'est vu décerner le Trophée de l'expatriation, à l'occasion de la 12ème édition du salon de l'exportation et de la mobilité internationale (« Avenir export - Avenir expat' », à Paris, les 7, 8 et 9 mars derniers). Un jury composé d'exportateurs et de professionnels du commerce extérieur et de la mobilité internationale a récompensé par 10 Trophées à l'international « les PME les plus méritantes et les plus dynamiques à l'international, qui par leur rayonnement et leur développement à l'international, contribuent au rayonnement de la France à l'étranger et à l'excédent du commerce extérieur du pays ».

Digigram, 12 mars 2001

Nouvelle neutre

Des milliers de visiteurs pourront essayer la Xbox, cette semaine au salon Electronic Entertainment Expo en Californie, pour lequel Thomson a mis en place 170 écrans RCA sur le stand Microsoft. L'installation comprend 70 écrans plasma, le plus grand nombre de produits plasma RCA jamais rassemblés en un seul lieu.

Thomson, 17 Mai 2001

Mauvaise nouvelle

La division bouchage, qui a représenté 55 % de l'activité du groupe, a souffert des effets combinés :[...] • des répercussions de l'effet d'image défavorable des litiges en cours aux USA sur les ventes d'Altec.

Sabaté Diosos, 2 octobre 2002

Savoir faire

Bonne nouvelle

Suite à l'acquisition du réseau L'Aide Auditive, le Groupe Audika dispose d'un nouveau savoir-faire en matière d'appareillage de l'enfant. Cette niche de marché spécifique (environ 5% du marché de la correction auditive), sur laquelle Audika n'intervenait pas sera désormais exploitée au sein du département « Audika Kids ».

Audika, 19 octobre 2004

Nouvelle neutre

Cette livraison démontre le know-how et l'implication de Cryospace, au service de projets de grande envergure dans l'industrie spatiale à laquelle Air Liquide apporte son expertise en matière d'hydrogène et d'oxygène et de services associés à travers Cryospace aux Mureaux, la Division des Techniques Avancées à Sassenage, et Air Liquide Spatial Guyane, à Kourou.

Air Liquide, 19 décembre 2001

Mauvaise nouvelle

Pas de mauvaises nouvelles dans la base de données.

Technologie

Bonne nouvelle

Surcouf lance le 31 mai 2001 son site Internet, surcouf.com, qui permet aux Internauts de retrouver sur Internet le concept particulièrement original de l'enseigne et l'ensemble des

18.000 références disponibles dans le magasin. Géré au quotidien par les vendeurs du magasin, surcouf.com mise sur l'interactivité entre le magasin et Internet.

Pinault Printemps, 29 mai 2001

Nouvelle neutre

De même, en ce qui concerne le coefficient d'exploitation, au-delà du maintien du positionnement très compétitif de chacun des pôles sur son marché, le groupe s'attachera à améliorer encore son coefficient d'ensemble à l'horizon 2007. Pour cela, de nouveaux gains de productivité seront recherchés, intégrant le développement des recettes et des économies de coûts et poursuivant la rationalisation et la mutualisation des plates-formes opérationnelles et des systèmes d'information.

BNP Paribas, 3 février 2005

Mauvaise nouvelle

Par ailleurs, d'importantes difficultés techniques ponctuelles dans la mise en place du nouveau système informatique de gestion (ERP) de FACOM TOOLS, désormais résolues, ont entraîné des décalages de commandes et de facturations.

Fimalac, 07 mai 2002

ANNEXE 2 : DESCRIPTION DES INDICATEURS DE PERFORMANCE IMMATERIELLE

Parts de marché

Il s'agit des indicateurs qui quantifient la présence de sociétés sur le marché : parts de marché, taux de pénétration de la clientèle cible, etc.

Avec une part de marché de 33% (en progression de +10% en 2003) sur un marché de 314 M€ (en progression de +9% en 2003), Fleury Michon a réussi en 30 ans à s'imposer comme le leader des plats cuisinés frais individuels libre-service, marché à part entière au sein du traiteur frais libre-service.

Fleury Michon, février 2004

Nombre de clients par période

Il s'agit d'une autre manière d'exprimer la position de sociétés sur le marché. Parfois, cette information peut être renseignée par de tels indicateurs que le taux d'occupation de locaux disponibles pour la location ou de chambres d'hôtel.

Wanadoo est devenue l'un des principaux portails européens avec un nombre de visiteurs uniques mensuel de 17,2 millions (source : Nielsen-Home, décembre 2003).

France Telecom, 25 février 2004

Taille et structure de la clientèle

Il s'agit des chiffres concernant notamment le nombre de clients. Parfois, les sociétés renseignent le poids relatif de groupes de clients ou leur part dans le CA.

Exemple :

Les 10 premiers clients représentent maintenant 29% du chiffre d'affaires total contre 33% en 1999 et aucun client ne réalise plus de 5% du chiffre d'affaires total.

ESI Group, 13 mars 2001

Taux d'occupation des employés

Il s'agit des indicateurs concernant l'intensité de l'activité du personnel. Ces indicateurs sont les plus souvent communiqués par des sociétés de service dont les performances dépendent du taux d'activité de leurs employés.

Exemple :

Taux d'inter-contrat : 7,8 % (1er semestre 2003-04)

Aedian, 7 janvier 2004

Paramètres techniques

Il s'agit de paramètres relatifs à l'application des nouvelles technologies. Les sociétés mettent en avant leur haut niveau de maîtrise et d'utilisation de solutions avancées.

Le problème majeur de ce type d'indicateurs est un manque de comparabilité entre les sociétés car peu de sociétés décident de publier le même type de ratio.

Exemple :

Notre portefeuille technologique compte désormais 5000 méthodes analytiques dont les plus avancées pour plus de 13 millions de paramètres analysés en 2001.

Eurofins Scientific, 20 mars 2002

Fidélité de clients

Il s'agit des taux de fidélité ou de fidélisation de clients.

Le nombre total d'annonceurs de PagesJaunes a augmenté de 22 656 annonceurs, soit une hausse de 4%, à 583 836 en 2004 grâce à la conquête de 98 365 nouveaux annonceurs, en hausse de 20 % par rapport à 2003, et à l'amélioration du taux de fidélisation des annonceurs qui est passé de 85,5% en 2003 à 86,5% en 2004.

Pages Jaunes, 3 février 2003

Rotation des employés

Il s'agit notamment des indicateurs publiés par des sociétés de services qui doivent faire face à la rotation importante des employés.

Le faible turn-over de 7% en 2000 illustre cet avantage compétitif sur le plan de la gestion des femmes et des hommes du groupe.

SQLI, 30 mars 2001

Qualité et réputation

Il s'agit des indicateurs divers concernant la qualité de service (ex : taux de ponctualité de trains, temps d'attente au téléphone) et la réputation (ex : taux de notoriété).

Ce leadership est soutenu par la force de la marque PagesJaunes, qui bénéficie d'un taux de notoriété assistée de 99 %.

France Telecom, 22 juin 2004

BIBLIOGRAPHIE

ABECASSIS P., BATIFOULIER P., BILON I., GANNON F., MARTIN B. (2005) « Les médecins sont-ils réellement imperméables aux principes de la politique de santé ? Une analyse textuelle de la déontologie et des conventions médicales » Actes des XXVèmes journées de l'Association d'Économie Sociale : l'Économie du vieillissement, Septembre, L'Harmattan

ABERCOMBIE N., HILL S. TURNER B.S (2000) « Participant Observation » Dictionary of Sociology (4ème ed.), New York : Penguin Books

ADLER, P. A., & ADLER, P. (1994) « Observational techniques » dans N. K. Denzin & Y. S. Lincoln (Eds.), Handbook of qualitative research, p. 277-392, Thousand Oaks, CA ; Sage

ARTHUR W. B. (1997) « Increasing returns » The Cap Gemini Ernst & Young Center For Business Innovation Research Paper – Issue 2, p. 81-83

ATKINSON, P., COFFEY, A., & DELAMONT, S. (2003) « Key themes in qualitative research : Continuities and changes » Walnut Creek, CA ; AltaMira

BARDIN L. (2001) « L'Analyse de contenu » Paris : Presses Universitaires de France

BARRY C., BROWN S. J. (1986) « Limited Information as a Source of Risk » Journal of Portfolio Management, n° 12, p. 66-73

BAUMARD P., DONADA C., IBERT J., XUEREJ J.-M. (1999) "La collecte des données et la gestion de leurs sources", Méthodes de recherche en management, Paris, Dunod

BEJAR Y. (2006) « La Valeur Informationnelle du Capital Immatériel : Application aux Entreprises Technologiques Nouvellement Introduites En Bourse (1997 – 2004) » Thèse de doctorat, Paris Dauphine

BELERSON B. V. (1954) « Content Analysis » Handbook of Social Psychology, G. Lindzey (Ed.), Readings ? Addison Wesley

BOGDAN R., TAYLOR S. J. (1975) « Introduction to qualitative research methods. A phenomenological approach to the social sciences » New York, London John Wiley and Sons

BOIZARD M., PARLEANI I. (1995) « Statuts des associations de défense des actionnaires et des investisseurs ? » Revue des Sociétés, N° 2, p. 217-239

BOLTON L. (2003) « Analysis : Non-financial disclosures – Accounting for people » Accountancy, Vol. 131 Issue 1317, p. 53-53

BONTIS, N. (1996), "There's a price on your head: managing intellectual capital strategically", Business Quarterly, No.Summer, p. 40-47.

- BOURDIEU, P. (1978) « Sur l'objectivation participante. Réponse à quelques objections » Actes de la Recherche en Sciences Sociales, N° 23, p. 67-69
- B. BUBLITZ, M. ETTREDGE (1989) "The information in discretionary outlays: Advertising, research, and development", The Accounting Review, Vol. 64, p.108 - 124
- CHANLAT J.-F. (1990) « L'individu dans l'organisation, les dimensions oubliées » Les Presses de l'Université Laval, Edition Eska
- CHAPOULIE J. M. (2001) « La tradition sociologique de Chicago 1892-1961 » Paris, Editions du Seuil
- CHAVENT M., DING Y., FU L., STOLOWY H., WANGC H. (2006) « Disclosure and determinants studies: An extension using the divisive clustering method (DIV) » European Accounting Review, Vol. 15 Issue 2, p. 181-218
- DAMODARAN A. (2002) « Information Transparency and Valuation : Can you value what you cannot see? » Managerial Finance, vol.33, N°.11, p. 877-892
- DARROUGH M., STOUGHTON N. (1990) « Financial Disclosure Policy in an Entry Game » Journal of Accounting and Economics, N° 12, p. 219-243
- DAVIS G. F., THOMPSON T. A. (1994) « A social movement perspective on corporate control. » Administrative Science Quarterly, N° 39, p. 141-173 ; Re-printed in Amy S. Wharton (ed.), The Sociology of Organizations: An Anthology of Contemporary Theory and Research. (Los Angeles: Roxbury Publishing Company, 2007)
- DEEGAN C., BROWN, N. "The Public Disclosure of Environmental Performance Information - A Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory", Accounting and Business Research, Winter 1998, Vol 29, N°. 1, p. 21 – 41
- DEEGAN C, RANKIN M. (1997) « The materiality of Environmental Information to users of Annual Reports » Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 10, Issue 4, p. 562-583
- DEIACO E., HÖRNELL E., VICKERY, G (1990) « Technology and Investment: Crucial issues for the 1990s » Pinter, London
- DEMERS E., LEV B. (2001) « A Rude Awakening: Internet Shakeout in 2000 » Review of Accounting Studies, June, p. 331-359.
- DIAZ F. (2005) « L'observation participante comme outil de compréhension du champ de la sécurité – Récit d'un apprentissage de l'approche ethnographique pour tenter de rendre compte de la complexité du social » Champ Pénal, Vol. II

DiMAGGIO P. J., POWELL W. W. (1983) « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields » *American Sociological Review*, N° 48, p. 147-160

DiMAGGIO P. J., POWELL W. W. (1991) « Introduction » *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago: University of Chicago Press p. 1–38

DING Y., STOLOWY H., TENENHAUS M. (2002) « The Internationalization of Financial Statements Presentation: an Empirical Study of French Groups » *Comptabilité Contrôle Audit*, Vol. 8 Issue 1, p. 45-68

DUMONTIER P., RAFFOURNIER B. (1998) « Why firms comply voluntarily with IAS : An empirical analysis with Swiss data » *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 9, N° 3, p. 216-245

DURKHEIM E. (1985) « Le suicide » Vendôme, Presses Universitaires de France

DYE R. (1985) « Disclosure of non-proprietary information » *Journal of Accounting Research*, N° 23, p. 123-145

ECONOMIST (ANONYMOUS) (1997) « Valuing Companies. A Star to Sail by ? » *The Economist*, August, p. 57-59

Edvinsson L., Malone M. (1997) « INTELLECTUAL CAPITAL » HARPERBUSINESS

ENTWISTLE G. M. (1999) « Exploring the R&D disclosure environment » *Accounting Horizons*, Vol. 13, N° 4, p. 353-385

EPSTEIN B. J., MIRZA A. A., FUJINUMA A., SIR CARLSBERG B. (2000) « Wiley IAS 2000 : Interpretation Application of International Accounting Standards » Wiley

ERNST&YOUNG (1998) « Measures that Matter : Aligning Performance Measures with Corporate Strategy » *Knowledge@Wharton*

ETTREDGE M., RICHARDSON V. J., SCHOLZ S. (2002) « Dissemination of information for investors on corporate Web sites”ele Matters ? » *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 21 Issue 4/5, p. 357-369

FAMA E. F. (1965) « Random Walks in Stock Market Prices » *Financial Analysts Journal*, Vol. 21 Issue 5, p. 55-59

FARRAGHER E. J., KLEIMAN R., BAZAZ M. S. (1994) « Do Investor Relations Make a Difference ? » *The Quarterly Review of Economics and Finance* vol. 34, n°4, p. 403-412

FARRAGHER E. J., KLEIMAN R. (1996) « Pension Funds Make Real Estate Investment Decisions » *Real Estate Review*, Vol. 25, No. 4, p. 17-23

FOURNIER C. (2004) « Aux origines de l'inégale appétence des salariés pour la formation »
Bref Céreq, N° 209

GARREAU L. (2006) « Création de sens et apprentissage organisationnel, une perspective croisée » Acte du XVIIe Congrès de l'AGRH, IAE de Lille et Reims Management School, 16 et 17 novembre 2006, Reims

GIANNELLONI J., VERNETTE E. (2005) « Etudes de marché » 2^{ème} édition, Vuibert

GIBBINS, M., RICHARDSON A., WATERHOUSE J. (1992) « The Management of Financial Disclosure: Theory and Perspectives » The CGA Research Foundation Research, Monograph, N° 20, p. 97

GRABOWSKI H. G., MUELLER D. C. (1978) « Industrial Research and Development, Intangible Capital Stocks, and Firm Profit Rates » Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, Vol. 9(2), p. 328-343

GREENLEY G. E., FOXALL G. R. (1997) « Multiple stakeholder orientation in UK companies and the implication for company performance » Journal of Management Studies, Vol. 34, N° 2, p p. 259-83.

GU, F. LEV. B. (2001) « Intangible Assets : Measurement, Drivers, Usefulness » Working Paper, Stern University, New York, Study available on Baruch Lev's website: www.baruch-lev.com

GUIMARD A. (2007) « La communication financière : Théorie et pratique » Economica, Paris

HAYASHI A. M. (2001) « When to trust your gut » Harvard Business Review, Vol. 79 Issue 2, p. 59-65

HAUTCOEUR P.-C. (2001) "La crise de 1929: interprétations et conséquences", dans J. Gravereau & J. Traumann (eds), Crises financières, Economica

HERSCOVICI A. (1994) « Economie de la Culture et de la Communication » Paris : L'Harmattan.

HIRSHEY M. (1982) « Intangible capital aspects of advertising and R&D expenditures » Journal of Industrial Economics, Vol. 30, p. 375-390

HIRSCHEY M., WEYGANDT J. (1985) « Amortization policy for advertising and research and development expenditures » Journal of Accounting Research, Vol. 23 N°.1, p. 326-335

HOROWITZ R. (1983) « Honor and the American Dream. Culture and Identity in an Chicano Community » New Brunswick, Rutgers University Press

ITAMI H. (1980) « Mobilizing Invisible Assets » Harvard University Press, Copyrighted Material

ITTNER C., KALAFUT P. (2000) « Measuring the future. The value creation index. » The Cap Gemini Ernst & Young Center For Business Innovation Research Paper

JULES-ROSETTE B. (1976) « The Conversion Experience : The Apostles of John Maranke » Journal of Religion in Africa, Vol. VII, N° 2, p. 132-164

KAPLAN R. S., NORTON D. P (1992) « The Balances Scorecard – Measures That Drive Performance » Harvard Business Review, Vol. 70 Issue 1, p. 71-79

KASZNIK R., LEV B. (1995) « To warn or not to warn : management disclosures in the face of an earning surprise » The Accounting Review, Vol. 70, Issue 1, p. 113-134

KIM S. H., FARRAGHER E. J. (1981) « Current Capital Budgeting Practices » Management Accounting, June, p. 26-30

KREPS D. M., WILSON R. (1982) « Sequential Equilibria » Econometrica, Econometric Society, Vol. 50(4), p. 863-894

LANG M. H., LINS K. V., MILLER D. (2003) « ADRs, Analysts and Accuracy :Does cross listing in the U.S. improve a firm's information environment and increase market value ? » Journal of Accounting Research, Vol. 41 Issue 2, p. 347-362

LANG M., LUNDHOLM R. J. (1996) « Corporate disclosure policy and analyst behavior » The Accounting Review 1 (October), p. 467-492

LAPASSADE G. (1998) « Microsociologie de la vie scolaire » Economica

LEGALAIS L. (2008) « Activités du contrôleur de gestion et incertitudes environnementales » Mémoire de Recherche, Master de Gestion, CREFIGE, Paris-Dauphine

LEV B. (1992) « Information Disclosure Strategy » California Management Review, Summer, p. 9-32

LEV B. (2002) « Where Have All of Enron's Intangibles Gone? » Journal of Accounting and Public Policy, Summer, p. 131-135.

LEV B., LAZER R., LIVNAT J. (2001) « Internet Traffic and Portfolio Returns » Financial Analysts Journal, May/June, p. 30-40.

LEV B., PENMAN S. (1990) « Voluntary forecast disclosure, nondisclosure and stock prices » Journal of Accounting Research, N° 28, p. 49-75

- LEVY M, JOUYET J.-P. (2006) « L'économie de l'immatériel. La croissance de demain » Rapport de la Commission sur l'économie de l'immatériel, Le Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie
- LOPATER C., BUREL S. – PRICEWATERHOUSECOOPERS – (2001) « Rôle du dirigeant gestion/finances face aux nouvelles attentes d'information et de transparence » Congrès National de la DFCG (Directeurs Financiers et Contrôle de Gestion), Décembre 2001
- MALINOWSKI B. (1989, [1922]) « Les Argonautes du Pacifique occidental », Paris, Gallimard
- MALHOTRA N., AGARWAL J., PETERSON M. (1996) « Methodological Issues in Cross- cultural Marketing Research: A State-of-the-art Review » International Marketing Review, Vol. 13(5), p. 7-43
- MARQUART F. (1974) « De l'enseignement ménager à l'économie sociale familiale : étude d'une fonction nouvelle de travailleur social : la conseillère ménagère ». Thèse en Sciences de l'éducation, Paris : Université de Paris V
- MARTINEZ I., SABOLY M. (2003) « Les alertes aux résultats : La transparence comme alibi » IAE Toulouse, Cahier de recherche n° 2003 –153
- MAVRINAC S., BLITZ A. (1998) « Managing the success of the IPO transformation process » Ernst and Young, London, Working paper,
- MAVRINAC S., VITALE M. (1997) « Where are they now ? Revisiting the original Balanced Scorecard firms » The Cap Gemini Ernst & Young Center For Business Innovation Research Paper – Issue 2, p. 26-30
- MERTON R. C. (1987) « A simple model of capital market equilibrium with incomplete information » Journal of Finance, N° 42, p. 483–510
- MILLER W. (1999) « Building the ultimate resource » Management Review, Vol. 8, N° 2, p. 42-55
- MICHAÏLESCO C. (1999) « An empirical investigation of the determinants of financial disclosure by French listed companies during the 1991-1995 period » Comptabilité Contrôle Audit, Vol. 5 Issue 1, p. 83-108
- MICHALISIN M. D., WHITE G. P. (2000) « Validity of annual report assertions about quality: An empirical study » The Mid-Atlantic Journal of Business, Vol. 36(2&3), p. 103-119
- MILGROM P., ROBERTS J. (1982) « Limit Pricing and Entry Under Incomplete Information: An Equilibrium Analysis » Econometrica, Vol. 50, p. 443–459
- MOTTIS N., ZARLOWSKI P. (2003) « Relations Investisseurs et contrôle des marchés financiers » Revue Française de Gestion, p. 161-173

- NEWMAN P., SANSING R. (1993) « Disclosure Policies with Multiple Users », *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, p. 211-224
- NICAISE A., GRAY M. (1998) « L'intonation de l'anglais » Paris, Editions Nathan
- NISSIM D., LIU J., THOMAS J. (2002) « Equity valuation using multiples » *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, p. 135-172
- PENEFF J. (1983) « Les Chefs d'entreprises en Algérie. Entrepreneurs en Afrique » L'Harmattan
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2001) « Intangible Assets playing an important role in M&A Deals », Research Report, Taiwan
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002) « Unlocking the Value of Intangible Assets » CFO Conference Paper, New York
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2003) « Leadership, Responsibility and Growth in Uncertain Times » 6th Annual Global CEO Survey
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2003) « IFRS 2005. Divergences France/IFRS. Conversion aux IFRS », Editions Francis Lefebvre
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2004) « Knowing your Value », Research Report, Singapore
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2005) « Fresh Perspectives, Risks and Values » Research Report, Singapore
- RAFFOURNIER B. (1995) « The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies » *European Accounting Review*, vol. 4, n° 2, p. 261-280.
- RAVENS CRAFT D., SCHERER F. M. (1982) « The Lag Structure of Returns to R&D » *Applied Economics*, Vol. 14, Issue 6, p. 603-620
- RINDOVA V. P., KOTHA S. (2001) « Continuous Morphing : Competing Through Dynamic Capabilities, Form and Function » *Academy of Management Journal*, Vol. 44, Issue 6, p. 1263-1280
- ROOS J., ROOS G., DRAGONETTI N.C., EDVINSSON L. (1997) « Intellectual Capital: Navigating the New Business Landscape » Macmillan, London
- ROSE C., THOMSEN S. (2004) « The impact of corporate reputation on performance : Some Danish Evidence » *European Management Journal* vol. 22, n°2 p. 201-210
- RYDER N., REGESTER M. (1989) « Investor Relations » Hutchinson Business Books, London

- SCHUMPETER J. (1999) « Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture » Dalloz
- SHAPIRO C. (1983) « Premiums for High Quality Products as Returns to Reputation » *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, p. 659-679
- SHAW C. (1930) « The Jack-Roller: A Delinquent Boy's Own Story » Chicago, IL: University of Chicago Press
- SHEVLIN T. (1991) « The valuation of R&D firms with R&D limited partnerships » *The Accounting Review*, Vol. 66 (January), p. 1-21
- SIESFELD T. (1997) « Feedback Frenzy : Performance measurement in the connected economy » *The Cap Gemini Ernst & Young Center For Business Innovation Research Paper – Issue 2*, p. 11-17
- SIVAKUMAR K.N., WAYMIRE G. (1994) « Voluntary interim disclosure by early 20th century NYSE industrials » *Contemporary Accounting Research* Vol. 10, N° 2 , p. 673–698
- SOUGIANNIS T. (1994) « The Accounting Based Valuation of Corporate R&D » *The Accounting Review*, Vol. 69, p. 44-68
- SOULE B. (2007) « Observation participante ou participation observante ? Usages et justifications de la notion de participation observante en sciences sociales » *Recherches Qualitatives*, Vol. 27,p. 127-140
- STEERING GROUP (2001) « Do Actuaries know how to measure value ? » Presentation to the Staple Inn Actuarial Society
- STEWART T.A. (1991) « Brain Power : How intellectual capital is becoming America's most valuable asset » *Fortune Magazine*, n°3 June, p. 44-56
- STEWART T.A. (1997) « Intellectual Capital: The New Wealth of Organisations » Doubleday/Currency, New York, NY
- SULLIVAN P.H. (2000) « Value-driven Intellectual Capital » *Wiley/Arthur Andersen Intellectual Capital Series*, p. 238-244
- SVEIBY K.E., RISLING A. (1986) « The Knowhow Company » *Liber*
- SVEIBY K. E. (2000) « Get a grip on your intangibles » *Information World Review*, Issue 164, p. 51
- SVEIBY K. E. (2001) « A Knowledge-based Theory of the Firm to guide Strategy Formulation » *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 2, N° 4, p. 344-358

TEOH S. H., HWANG C. Y. (1991) « Nondisclosure and Adverse Disclosure as Signals of Firm Value » *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, Vol. 4, N° 2, p. 283-313

THRASHER F. M. (1927) « The Gang » Chicago, Chicago University Press

UPTON W. S. (2001) « Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy » *Financial Accounting Series*, Vol. April

VERRECHIA R. E. (1983) « Discretionary Disclosure » *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, p. 179-194

WACHEUX F. (1996) « Méthodes qualitatives et recherche en gestion » Paris : Économica

WHYTE W. F. (1951) « Observation field methods » dans M. Vahoda M. Deutsch & S. W. Cook (Eds.) *Research methods in social relations* Vol. II, p. 493-513. New York : Holt

WHYTE W. F. (1943) « Social organisation in the slums » *American Sociological Review*, Vol. 8, p. 34-39

WIEDER D. L. (1974) « Telling the code » p. 144-172 dans R. Turner (ed), *Ethnomethodology*, Harmondsworth, Penguin

WILLIAMSON O. E. (1985) « The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting », Free Press, New York – London

YIN R. K. (2003) « Case study research. Design and methods » Third Edition, Sage Publications