

## *PERCEPTION DU CAPITAL IMMATERIEL PAR LE MARCHE FINANCIER FRANÇAIS*

---

**Yosra Béjar,**

Maitre de Conférences en sciences de gestion

[Yosra.bejar@it-sudparis.eu](mailto:Yosra.bejar@it-sudparis.eu) , + 33 1 60 76 46 79

**Adresse professionnelle**

Institut Telecom –TELECOM & Management SudParis ★ 9 rue Charles Fourier ★ 91011 Evry Cedex

---

**Résumé** : L'objectif de cet article est de clarifier la perception du capital immatériel par le marché financier. A travers une enquête menée auprès de 25 analystes financiers et de gérants de portefeuilles, nous proposons une nouvelle conceptualisation du capital immatériel. Celle-ci se base sur des travaux antérieurs tout en faisant ressortir de nouvelles composantes axées sur les compétences managériales et les connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité et son environnement.

**Mots Clefs** : Capital immatériel, enquêtes d'opinion, analystes, gérants de portefeuilles, marchés financiers.

**Summary** : The aim of this article is to contribute further evidence to the understanding of the intellectual capital perception from a financial market perspective. Using a sample survey methodology, we propose a new conceptualization of the "intellectual capital". This conceptualization support precedent literature and emphasizes the role of managerial competences and firm knowledge based on their activities and environment.

**Key Words** : Intellectual capital, sample survey methodology, financial analysts, Portfolio managers, financial markets

## 1 INTRODUCTION

Nous avons assisté ces dernières années, à une évolution importante des besoins des investisseurs en informations financières. Les rapports récents (AICPA 1994; FASB 2001; SFAF & EURONEXT 2002...) et les recommandations émises dans la littérature académique (Eccles & Mavrinac, 1995; Holland, 1997 ; Eccles *et al.* 2001; Lev, 2001; Beattie & Pratt, 2002a et b ...) soulignent, en effet l'importance du développement d'une communication sur le savoir-faire, les brevets, les clients ... autant d'éléments appartenant au capital immatériel tel que défini par Edvinsson et Malone (1997)<sup>1</sup>.

Cette évolution des besoins a induit d'importants changements dans les pratiques de publication des entreprises. Buck et al (2005) constatent à cet effet que les entreprises, désirant accéder aux marchés de capitaux, soignent particulièrement le contenu de leur prospectus et valorisent leurs publications en capital immatériel de manière à répondre aux attentes des investisseurs. Il résulte de ce contexte, l'apparition de « ... *plus d'informations sur le développement futur du marché, les stratégies et les intentions de la direction, le management de l'entreprise...* » (Buck et al. 2005). Les études récentes basées sur la construction d'indices à partir d'un listing d'informations sur le capital immatériel montrent d'ailleurs une amélioration des pratiques de publication des entreprises dans ce domaine (Bukh et al., 2005 ; Van Der Zahn et

Singh, 2005 ; Béjar, 2006). Cette amélioration avérée des pratiques reste cependant confrontée à une insatisfaction manifeste de la part des investisseurs à l'égard des publications des entreprises (Healy et Palepu, 2001 ; Core 2001 ; Labégorre et Boubaker, 2006). L'interrogation sur l'origine de ce décalage constitue la base de ce travail de recherche.

Plusieurs explications peuvent certes être avancées mais la première d'entre toutes réside dans la conceptualisation même du capital immatériel. Nous pensons en effet qu'un décalage entre la perception du marché financier et celle des entreprises peut conduire à une confusion sur les marchés.

Aujourd'hui, la plupart des conceptualisations du capital immatériel sont managériales et stratégiques. Elles sont intégrées dans les modèles des entreprises et influencent implicitement leurs pratiques de publication dans le domaine. Le développement d'une vision financière du capital immatériel peut contribuer à l'amélioration de ces publications en les rapprochant davantage des attentes du marché.

Cet article propose d'étudier la perception du capital immatériel par le marché financier. Pour répondre à cette problématique, nous menons une enquête d'opinion auprès d'analystes financiers et de gérants de portefeuilles.

Cet article est organisé de la manière suivante : la deuxième section présente le cadre théorique de l'étude : l'ambiguïté des définitions sur les « immatériels » nous impose un survole des travaux antérieurs. La troisième section développe la méthodologie et le contexte de la recherche. La quatrième section présente les résultats de l'enquête d'opinion. La cinquième section propose une conceptualisation du capital immatériel selon la vision du marché. La sixième et dernière section présente les éléments de conclusion.

---

<sup>1</sup> Edvinsson et Malone sont les auteurs d'un ouvrage fondateur sur le sujet « Intellectual capital, realizing your company's true value by finding its hidden brain-power ». Cet ouvrage est le résultat de travaux menés à partir de 1992 chez l'assureur suédois SKANDIA. Selon ces auteurs, le capital immatériel peut essentiellement prendre trois formes : le capital humain, le capital structurel interne (regroupe toutes les informations sur l'organisation l'innovation et le savoir faire) et le capital structurel externe (essentiellement porté sur le capital client).

## 2 CADRE THEORIQUE

### 2.1 Les immatériels : l'ambiguïté d'une terminologie et la prédominance d'une vision comptable

La définition des immatériels pour une entreprise pose un problème complexe à la littérature : d'une part parce qu'elle englobe différentes notions; d'autre part parce qu'elle soulève un conflit réel entre la comptabilité et la gestion. Il n'est d'ailleurs, pas rare d'observer des incohérences dans la terminologie et dans l'appréhension des différents concepts utilisés. Il n'existe pas à l'heure actuelle de définition très précise et communément admise des immatériels d'une entreprise; on en rencontre au contraire une assez grande variété. Cette hétérogénéité des conceptions disponibles engendre des complications supplémentaires qui viennent ralentir la compréhension et l'analyse des immatériels.

En se penchant sur les travaux disponibles, on se rend vite compte de la prédominance de l'aspect comptable, notamment dans les travaux relevant du management et de la gestion. Les premières définitions se basent sur des démarches additives qui consistent à énumérer un certain nombre d'éléments répondant à des critères prédéfinis et qui constituent les composantes d'une dépense, d'un investissement ou d'un actif immatériel. En 1992, l'OCDE a entrepris un travail, qui a été considéré comme une synthèse de la littérature existante. Ce travail privilégie la considération des immatériels sous l'angle de l'investissement ; notamment pour l'ensemble des revenus futurs qu'ils sont sensés générer.

Hammerer (1996), Werner, Hammerer et Schwarz (1998) ont critiqué la démarche additive des précédentes tentatives de classifications des immatériels et notamment celles développées par l'OCDE. Les auteurs soulignent l'incapacité de ces méthodes à différencier les actifs physiques des actifs immatériels, et mettent en avant la « pauvreté » des concepts théoriques existants. Ces travaux, et biens d'autres encore, s'accordent à dire que l'attribution ou non, du qualificatif « investissement » ou « actif » immatériel, est insuffisante pour classer la partie incorporelle de l'entreprise. Ils préconisent de

se concentrer sur leur composition sans se soucier de leur appellation, qui renvoi à des problématiques comptables.

Hammerer (1996) puis Werner, Hammerer et Schwarz (1998) adoptent une approche évolutionniste pour définir les immatériels d'une entreprise. Cette approche est utilisée pour illustrer les composantes immatérielles à chaque étape d'un cycle de vie de produit. L'illustration de cette approche est résumée dans le tableau 1.

Bounfour (1998) adopte quant à lui une approche fonctionnelle des immatériels de l'entreprise. S'appuyant sur l'organisation du processus d'allocation des ressources, deux types de fonctions sont identifiés : des fonctions « valeur » et des fonctions « ressource ». Chacune comprend une ou plusieurs composantes de l'immatériel.

### 2.2 Dépassement de la problématique comptable et apparition du capital immatériel

Une logique de dépassement de la problématique comptable s'est de plus en plus fait sentir chez les gestionnaires. Ces derniers, conscients des insuffisances de l'outil comptable (absence d'une reconnaissance des dépenses en immatériels, incohérences dans la terminologie et dans les procédures d'enregistrement...) se sont concentrés sur de nouveaux aspects des immatériels, essentiellement axés sur le stock de savoir dans les organisations productives. Avec ces travaux, la notion de capital immatériel a émergé dans la littérature.

En France, Boisselier (1993) a été l'un des premiers à explorer cette notion. Ce dernier, par souci de clarification des notions d'investissement et d'actif, s'arrête sur la définition du capital technique qu'il définit comme : « *l'ensemble des biens matériels, qui sont utilisés dans les détours de production et augmentent la productivité du travail humain* ». Cette aptitude du capital à accroître la productivité du travail humain justifie à elle seule l'intégration des immatériels (comme la R&D) dans la sphère du capital. Sondhi et Fried (1994) vont s'attacher à définir la valeur du capital immatériel d'une entreprise. Pour ces auteurs, ce dernier constitue « la valeur résiduelle constatée lors d'une acquisition et

qui correspond à la partie de la valeur d'achat non attribuée aux actifs corporels ». Plus tard, Mortensen, Eustace et Lannoo (1997) vont proposer à leur tour, une classification du capital immatériel en quatre catégories : (i) le capital innovation : R&D ; (ii) le capital structurel : capital intellectuel, savoir-faire, cohérence et flexibilité organisationnelle, compétence et loyauté du personnel ; (iii) les contrats exécutoires : licences et franchises, licences de diffusion, quotas en cas d'industrie régulée ; (iv) le capital marché : marques. Une cinquième composante est intégrée à cette classification et permet de justifier l'écart de valeur : « Goodwill ». Le travail le plus abouti reste cependant celui d'Edvinsson & Malone (1997). Les auteurs ont défini le capital immatériel en partant de l'expérience vécue par le groupe SKANDIA au sein duquel une direction « Capital Immatériel » a été créée.

Ce groupe a cherché un outil de communication adapté au capital immatériel. Cet outil s'est matérialisé par le développement d'un navigateur composé d'indicateurs destinés à évaluer les composantes du capital immatériel. Selon ces auteurs, le capital immatériel peut essentiellement prendre trois formes :

**Le capital humain** : il s'agit de toutes les capacités individuelles, les connaissances, le talent et l'expérience des employés et des dirigeants de l'entreprise. C'est aussi l'apport dont bénéficie l'entreprise grâce aux nouvelles connaissances qu'acquièrent les dirigeants. C'est encore, la créativité et l'innovation de l'organisation (l'apport d'idées nouvelles et leur mise en œuvre).

**Le capital structurel** : c'est l'ensemble des systèmes d'organisation de l'entreprise notamment ceux qui transforment et stockent le savoir. Le capital structurel comprend des facteurs comme la qualité et la disponibilité des technologies de l'information, de ses bases de données, de ses concepts organisationnels et de sa documentation. Le capital structurel regroupe aussi des éléments plus traditionnels liés à la propriété intellectuelle (brevets, marques déposées ...) Pour ces auteurs le capital structurel se décompose en trois catégories :

1. **Le capital organisationnel** (regroupe les investissements réalisés par l'entreprise en systèmes, en outils et modes de fonctionnement pour accélérer la circulation des connaissances au sein de l'entreprise),
2. **Le capital d'innovation** (les résultats de l'innovation sous forme de licences commerciales, de droits de propriété intellectuelle: brevets marques ...),
3. **Le capital de process** (c'est une forme de savoir pratique mis au service de la création continue de valeur).

**Le capital client** : Cette variable, initialement intégrée dans le capital structurel, peut être considérée comme une variable à part du fait de la particularité des relations qu'elle crée entre l'entreprise et ses clients.

Cette optique du capital immatériel est intéressante, mais peut-on l'appliquer au marché financier ? La vision des investisseurs est-elle différente de celles des managers ? Nous essayerons de répondre à ces questions à travers une enquête de terrain menée auprès d'analystes financiers et de gérants de portefeuilles.

### 3 METHODOLOGIE ET CONTEXTE DE LA RECHERCHE

#### 3.1 Choix de la méthodologie

L'enquête que nous entendons mener passe par des entretiens individuels avec des experts du marché financier. Ces entretiens sont construits dans une perspective interprétative. En effet, nous cherchons à définir un phénomène (en l'occurrence le capital immatériel) dans un contexte autre que celui habituellement utilisé (contexte du marché financier).

Plusieurs conceptualisations du capital immatériel existent dans le monde de l'entreprise. A notre connaissance, la perception du marché financier n'a pas été abordée dans la littérature. Des entretiens avec des acteurs de ce marché peuvent nous permettre d'identifier une conception différente de ce capital qui lui soit propre.

En d'autres termes, il s'agit de voir si la connaissance produite dans un contexte

spécifique (la définition du capital immatériel issue du monde de l'entreprise) est utile dans d'autres contextes (la définition du capital immatériel par les marchés financiers). Dans ce cas, l'intérêt sera porté sur l'interprétation que font les experts, du capital immatériel, selon la position qu'ils occupent sur les marchés financiers. Dans cette perspective interprétative, les biais des répondants, c'est à dire leurs points de vue particuliers sur le sujet étudié, ne sont plus un problème de validité à résoudre, ils sont l'objet même de la recherche dans le sens où l'on ne s'intéresse pas à la généralisation du concept obtenu mais plutôt à la contribution que les répondants peuvent apporter à la compréhension même du capital immatériel. Les questions de validité interne restent au contraire présentes : il est toujours possible que les répondants ne disent pas réellement ce qu'ils pensent. De plus il peut y avoir des différences dans la théorie véhiculée dans le discours (espoused theory) et celle mise en action (theory in use) Argyris (1994).

Les entretiens seront semi-directifs. Ces entretiens sont les mieux adaptés à notre contexte. D'abord parce qu'ils nous offrent la possibilité de commencer l'enquête dans un cadre très général : en effet, nous ne connaissons pas la perception du marché financier du capital immatériel. Ensuite parce qu'ils nous permettent, par des questions complémentaires issues d'un guide d'entretien préétabli, d'approfondir les réponses des personnes interrogées.

### **3.2 Guide d'entretien**

La conception du guide d'entretien présente une importance cruciale tant dans la formulation des questions que dans l'ordre de leur présentation aux personnes interrogées. Il ne s'agit moins de s'assurer que l'entretien se déroule de la même façon dans tous les cas (comme pour un questionnaire) que de favoriser l'expression du répondant et faciliter l'établissement d'une relation de confiance avec lui (Cf. tableau 2).

Les premières questions posées visent à mieux connaître le répondant (formation expérience, son parcours...). Parce qu'il est généralement facile d'y répondre pour l'interlocuteur, ces questions sont un bon moyen d'établir le contact. Les questions qui suivent abordent l'objet de l'étude. Nous commençons par des

questions très larges pour ne pas limiter la personne interrogée dans ses réponses et lui permettre d'aller en profondeur dans le sujet selon ses propres termes et dans l'ordre qui lui paraît pertinent. Concrètement, nous avons choisi de poser les questions suivantes : « Avez-vous entendu parler du capital immatériel ? », « Que représente, selon vous ce concept ? », « Décrivez le capital immatériel et les aspects qu'il couvre ». Des questions de relance ont également été prévues afin de compléter les propos de nos interlocuteurs. Les questions de relance sont adaptées à chaque interlocuteur. Il s'agit d'utiliser les réflexions de ces derniers pour soulever de nouvelles questions. Ainsi on peut demander à la personne interrogée de décrire et de préciser l'étendue de chacune des composantes du capital immatériel qu'il a énuméré et décrite lors de sa première réponse.

### **3.3 Identification des experts et profil des personnes interrogées**

Parallèlement à l'élaboration du guide d'entretien, nous avons fixé les règles de base pour l'identification du profil des personnes interrogées. Contrairement aux études quantitatives où les sujets sont choisis d'une manière aléatoire dans une population donnée, dans les études qualitatives, la sélection de l'échantillon n'est pas aléatoire. Dans ce genre d'études, on vise plutôt à avoir accès à une diversité de points de vue ou à avoir l'avis d'experts. Pour cerner la perception du marché financier (concernant le capital immatériel), nous avons interrogé les personnes qui participent d'une manière directe ou indirecte aux évaluations des entreprises et aux décisions d'investissements. Nous avons constitué deux groupes d'experts correspondant à ces critères. D'une part, les analystes financiers qui analysent les informations émises par les entreprises et émettent ensuite des recommandations à destination des investisseurs. L'analyste est ainsi un prescripteur à l'investissement. D'autre part, les gérants de portefeuilles qui prennent les décisions d'investissement. A priori, ces derniers se basent sur les études faites par les analystes pour déterminer leurs choix d'investissements.

Pour constituer notre échantillon de départ, nous avons consulté plusieurs sources d'informations :

- L'annuaire de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) qui donne les coordonnées d'analystes financiers et gérants de portefeuille membres et non-membre de la SFAF.
- Les analyses financières qui accompagnent les dossiers des entreprises. Une partie de ces analyses est disponible à l'AMF, nous nous sommes procurés d'autres analyses en s'adressant directement aux entreprises.
- Les sites Internet d'entreprises introduites en bourse et qui consacrent une rubrique aux actionnaires. Nous avons ainsi relevé le nom de plusieurs analystes avec leur affiliation.
- Nous avons par ailleurs eu accès à une liste interne d'une société de bourse.

Ces différentes sources précisent généralement les coordonnées des analystes et gérants ainsi que les domaines d'activités des entreprises qu'ils suivent régulièrement. Nous avons ainsi pu constituer une liste d'experts à interroger. Nous avons délibérément choisi de ne consulter que des experts s'occupant de secteurs technologiques. Ce choix est basé sur l'importance du capital immatériel dans ce genre d'entreprises. Les experts concernés manipulent ainsi d'une manière plus régulière des données et des informations sur ce capital. La présélection des experts à partir des différentes sources d'informations nous a permis de constituer une base de données importante. Dix neuf experts ont accepté de participer à notre enquête. Par ailleurs, lors du déroulement des entretiens, une certaine relation de confiance s'est installée et plusieurs répondants nous ont suggéré spontanément les noms d'autres personnes susceptibles de participer à notre enquête. Ceci a augmenté notre échantillon de départ et l'a porté à 25 personnes.

Le tableau 3 résume les profils des personnes interrogées. Il met notamment en évidence la grande expérience des personnes interrogées. Les gérants de portefeuilles sont en moyenne plus expérimentés que les analystes financiers. La majorité d'entre eux (80 %) sont passés par les fonctions d'analyses et de gérances. Nous avons, dans la plupart des cas, enregistré pour

les gérants de portefeuilles une expérience supérieure à dix ans. Un seul gérant n'obéit pas à cette règle (moins de 10 ans d'exercice de la profession) ; ce dernier possède cependant plus de 10 ans d'expérience antérieure dans l'analyse financière. Les analystes financiers interrogés dans l'enquête, exercent en moyenne leur profession depuis plus de 7 ans (moyenne =7,4). Leurs analyses portent sur un nombre réduit de secteurs et d'entreprises. Ils couvrent en moyenne, de 10 à 20 entreprises appartenant à moins de 5 secteurs. Les gérants couvrent, quant à eux, plus de 20 entreprises dans plus de 10 secteurs différents<sup>2</sup>.

#### 4. RESULTATS DE L'ETUDE

Nous avons commencé nos entretiens par une question générale visant à cerner les avis des personnes interrogées : « Avez vous entendu parler du capital immatériel ? Que représente, selon vous ce concept ? » Les réponses ont été assez homogènes et ont majoritairement évoqué l'importance du capital immatériel dans l'évaluation de l'entreprise.

Le marché demande plus de visibilité et une communication plus transparente sur ce capital : « Ceci étant indispensable pour juger de la crédibilité et de la viabilité du business plan énoncé par l'entreprise ».

Ces réponses ont été par ailleurs longues et élaborées, et portaient sur des spécifications du capital immatériel. Les personnes interrogées sont restées, cependant d'accord sur la difficulté de mesurer ce capital : « Les tentatives pour mesurer ce concept sont nombreuses mais elles ne sont pas au point... ». Elles ont mis en avant le fait qu'une communication autour de ce thème est utile pour l'évaluation de l'entreprise : « ...il est impossible de quantifier ce capital en valeur absolue... en revanche on peut mesurer sa contribution à l'évaluation de l'entreprise si nous disposons d'éléments assez clairs sur son évolution... une amélioration de la communication de l'entreprise est sans doute indispensable... ».

---

<sup>2</sup> Les gérants suivent les entreprises d'une manière plus sommaire. Le but est d'avoir des informations supplémentaires leur permettant de faire le choix d'investissement.

L'analyse du contenu des réponses nous a permis d'identifier différents thèmes autour du capital immatériel. Le tableau 4 résume ces derniers. Nous n'avons repris dans ce tableau les thèmes cités et dont la fréquence d'apparition dépasse 80% pour l'ensemble des entretiens<sup>3</sup>.

Six grandes catégories se profilent à la lumière de ces entretiens :

**1/ « La Direction et/ou l'encadrement de l'entreprise »** est considérée comme l'une des principales composantes du capital immatériel. Les personnes interrogées insistent sur la particularité de cette compétence et son influence sur le devenir de l'entreprise. La théorie de l'enracinement (Castanias et Helfat, 1992) a d'ailleurs mis en évidence les compétences spécifiques difficilement remplaçables du cadre dirigeant. Ces compétences donnent de la valeur à l'entreprise et confèrent au dirigeant un statut qui le protège dans l'évolution de sa carrière professionnelle. Ce caractère spécifique fait qu'il ne peut appartenir au patrimoine de l'entreprise. En effet, le départ du dirigeant engendre la disparition ou l'affaiblissement de cette ressource. Pour s'assurer de sa durabilité au sein de l'entreprise, le marché financier s'intéresse à « l'implication du cadre dirigeant ». Plus le dirigeant est impliqué dans l'entreprise plus l'entreprise profite de ses compétences managériales ce qui contribue à l'appréciation de sa valeur. Par ailleurs, les experts du marché financiers accordent une importance croissante à l'encadrement de l'entreprise et aux structures de gouvernance (comité d'audit, administrateurs indépendant...). Cette tendance traduit la volonté de mieux protéger l'intérêt des actionnaires et reflète une certaine responsabilisation au sein de l'entreprise. A ce niveau, la direction ou le leadership traduit donc une compétence particulière.

---

<sup>3</sup> Nous avons remarqué qu'au fil des entretiens, les réponses se croisent et les experts nous racontent des choses déjà entendues ailleurs. Les entretiens les plus récents ne font que confirmer ce qui a déjà été dit [point de saturation selon Glaser et Strauss (1967) ou encore principe d'achèvement (completeness) selon Rubin et Rubin (1995)].

**2/ Les Ressources humaines :** Les compétences et qualifications du personnel sont un centre d'intérêt particulier du marché financier puisqu'elles informent sur « le capital savoir » que possède l'entreprise, autrement dit : sa base de connaissance. Ce capital peut être amélioré par un processus d'accumulation et de création de ressources (principe de la conceptualisation plus loin dans l'article). Ce processus est directement induit par les compétences du cadre dirigeant que le marché financier apprécie - entre autre - par sa capacité à « attirer et maintenir des personnes de talents dans l'entreprise ». La stabilité de ces ressources est seule garante de la transmission de savoir et de l'apprentissage.

**3/ L'innovation :** L'intégration de cette composante dans la définition du capital immatériel apparaît légitime et surtout automatique pour les personnes interrogées. Elle joue un rôle évident dans la valorisation de ce capital. Pour apprécier cette composante, le marché financier s'intéresse essentiellement aux investissements en R&D, leur productivité, les licences commerciales, les droits de propriété intellectuelle (brevets, marques...). Cette dimension est particulièrement importante aujourd'hui, notamment dans les entreprises « high-tech ».

**4/ Organisation de l'entreprise :** il s'agit de l'ensemble des procédés, systèmes et modalités d'organisation qui permettent à l'entreprise d'accumuler, de mémoriser et de transmettre son savoir-faire. Elle forme la partie immatérielle de l'entreprise qui n'est pas aisée à circonscrire. Elle n'est pas identifiable en tant que tel et correspond au résultat d'une synergie entre différents facteurs. Les experts soulignent le manque d'information sur cette composante et mettent en avant le fait que celle-ci est différente d'une entreprise à une autre (caractère idiosyncratique). Ces derniers précisent qu'il serait plus judicieux de laisser à l'entreprise le choix des informations à mettre en avant pour prouver la qualité, l'efficacité et la pérennité de son organisation. De ce point de vue, l'organisation en tant que structure incarne et reflète des savoir-faire spécifiques.

## **5/ La connaissance de l'activité, de l'environnement et de la concurrence :**

Cette composante regroupe un certain nombre de savoirs que l'entreprise est sensée développer au fur et à mesure de son évolution sur les marchés. Bien que relevant des compétences de l'entreprise, les experts insistent sur sa définition en tant que composante à part entière du capital immatériel. Certes l'exploitation de cette composante relève du personnel, mais son management relève lui de l'organisation de l'entreprise.

La maîtrise de l'environnement dans lequel évolue l'entreprise participe à l'identification des opportunités et à l'anticipation des risques. Savoir analyser l'évolution de cet environnement contribue au processus prévisionnel de décision. Transmettre cette analyse au bon moment et à la bonne personne peut créer un véritable avantage concurrentiel. La bonne connaissance de l'environnement permet d'élaborer une stratégie pertinente, gage du succès de l'entreprise.

**6/ Le capital client :** Le capital client est constitué des relations développées dans le temps avec les principaux clients de l'entreprise. Il peut aider à perfectionner les compétences nécessaires à la réalisation des missions de l'entreprise et à améliorer son image et lui générer de la valeur. Le capital client peut également jouer en sens inverse et dévaloriser l'entreprise si cette dernière ne prend pas les mesures nécessaires pour le développer. Il est donc important d'apprécier ses caractéristiques. A ce niveau, la satisfaction des clients est un critère important dès lors qu'il s'agit d'apprécier la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Aujourd'hui, beaucoup d'entreprises recueillent systématiquement des informations sur la satisfaction de leurs clients. Les résultats de ces enquêtes sont utilisés essentiellement à des fins marketing mais plus rarement dans les prévisions financières. Pourtant il est parfaitement possible de les annexer au bilan. Les personnes interrogées attirent notre attention sur l'importance de la stabilité de ce capital qui, selon eux, est synonyme de bonne santé et annonciateur de sources de revenus durables pour l'entreprise.

\*\*\*

Ces composantes semblent converger avec les travaux des conceptions managériales. Le marché financier ne souligne pas d'éléments autres que ceux déjà connus. Il met par contre l'accent sur les compétences du cadre dirigeant et les connaissances que l'entreprise développe par rapport à son environnement (connaissances systémiques). Les experts interrogés mettent ces points en avant parce qu'ils sont selon eux garant du développement et du renouvellement du capital immatériel de l'entreprise.

Concernant les compétences managériales : les experts les considèrent d'une manière particulière et préfèrent les distinguer de celles détenues par le personnel. Intégrer les compétences managériales dans le capital humain risquerait de réduire leur poids. Certains experts interrogés nous ont expliqué que les compétences du dirigeant peuvent parfois garantir à elles seules la réussite d'une entreprise sur les marchés financiers<sup>4</sup>.

Concernant l'importance des connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité, son environnement et la concurrence : Les experts insistent souvent sur les bénéfices que l'entreprise peut tirer d'une bonne maîtrise et connaissance de son activité ainsi que des risques inhérents à son environnement institutionnel, juridique et concurrentiel. Ces connaissances sont aujourd'hui principalement développées dans le cadre d'activités de veille stratégique et d'intelligence économique.

## **5. conceptualisation du capital immatériel**

L'importance particulière donnée aux « compétences managériales » et aux « connaissances que l'entreprise développe par rapport à son activité et son environnement » nous a poussés vers la conceptualisation de la vision financière du capital immatériel (Cf. figure 1).

Ces deux composantes sont garantes, selon les experts, du développement et du renouvellement du capital immatériel de l'entreprise : « ...c'est un capital qui se construit et se renouvelle avec le savoir-faire

---

<sup>4</sup> Des exemples concrets ont été cités par les experts interrogés

*de l'entreprise... si l'entreprise ne fait rien pour l'entretenir, il se déprécie comme un actif*». Ces dernières assurent la pérennité de l'organisation et le développement de l'entreprise (un meilleur capital client), grâce à une bonne gestion des ressources humaines et une bonne politique d'innovation.

Nous avons soumis les différentes composantes du capital immatériel au jugement du marché financier à travers une enquête par questionnaire. Nous avons voulu confirmer l'intérêt porté aux compétences du cadre dirigeant et aux connaissances développées par l'entreprise sur son environnement.

Nous avons choisi de diffuser notre questionnaire via Internet par la publication d'un formulaire en ligne. Ce mode de soumission permet de toucher le maximum d'experts<sup>5</sup> tout en leur offrant un moyen rapide de réponse. Ces derniers n'auront qu'à remplir le formulaire en ligne<sup>6</sup> et le renvoyer en cliquant sur un bouton qui se trouve à la fin de la page internet. Cette méthode nous a permis de convaincre plusieurs experts de participer à l'enquête. En effet, lors des relances téléphoniques que nous avons faites, l'explication du mode d'administration du questionnaire a encouragé certains experts à y répondre. Les réponses interviennent généralement dans l'heure qui suit l'appel téléphonique.

Le questionnaire<sup>7</sup> regroupe uniquement des questions fermées visant à donner une note sur

---

5 Les analystes financiers et les gérants de portefeuilles présentent un profil certain d'internaute et on pourrait s'attendre à de meilleurs taux de réponse à travers ce média. Labégorre (2003) a obtenu d'importants taux de réponses (17%) pour une enquête soumise à des analystes financiers via cet outil (un taux plus élevé que la moyenne des réponses qui se situe généralement autour de 5%)

<sup>6</sup> L'adresse web du formulaire est envoyée aux experts via courrier électronique

<sup>7</sup> Le questionnaire fait partie d'une enquête plus large sur le capital immatériel. Le formulaire Web a été utilisé pour valider la conceptualisation du capital immatériel mais également pour étudier les informations susceptibles d'intéresser le marché financier pour l'évaluation de l'entreprise.

une échelle de Likert aux différentes composantes du capital immatériel. Nous avons choisi une échelle de sept points pour offrir plus de souplesse dans les réponses. Certes l'augmentation du nombre de points sur une échelle impose un temps de réflexion plus long, pour les personnes interrogées mais « ... les analystes financiers semblent préférer une échelle à sept points,... une échelle à cinq points ne leur laisserait pas assez de liberté. » (Michaïlesco, 1998).

Des champs de commentaires ont été prévus notamment pour donner, aux experts, la possibilité d'apporter des précisions concernant les composantes du capital ou les informations qu'ils souhaitent voir apparaître dans les documents de l'entreprise.

L'administration du questionnaire a été faite à deux périodes différentes : Janvier 2005 et février 2006. Nous avons, en effet, voulu vérifier la stabilité des réponses dans le temps<sup>8</sup>. Lors de chaque soumission, nous avons envoyé le questionnaire à 256 experts composés d'analystes et de gérants de portefeuilles. Nous avons constitué notre échantillon à partir de l'Annuaire de la SFAF, de listes internes de sociétés de bourse et de différentes sources Internet. Sur l'ensemble des 256 questionnaires envoyés, 56 ont été retournés lors du premier envoi et 42 lors du deuxième envoi (soit des taux de réponses de 21,87% et de 16,40%). Ces taux sont relativement élevés et semblables à ceux obtenus par Labégorre en 2003.

Le Tableau 5 résume l'appréciation des différentes composantes du capital immatériel par les experts lors du premier et second envoi. Aucune différence n'est constatée dans les réponses des experts. Les tests de Student (différences des moyennes) et de Mann Whitney (différences des médianes) ne mettent en évidence aucune différence significative dans les réponses obtenues lors des deux envois.

---

<sup>8</sup> Nous remercions le Professeur Méziane LASFER, Professeur de Finance à la Business Cass School pour cette suggestion.

Les réponses au questionnaire (envoi 1 et envoi 2) confirment l'importance accordée aux informations « connaissance de l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise » et « direction et encadrement de l'entreprise ». Ces dernières paraissent comme les plus appréciées par les experts du marché financier.

Les informations sur « connaissance de l'activité, la concurrence et l'environnement de l'entreprise » obtiennent un score moyen de « 6,33 »<sup>9</sup> lors du premier envoi et un score de « 6,02 » lors du deuxième envoi. Elles sont suivies de près par les informations sur la « direction de l'entreprise ». Comme lors des entretiens, les répondants insistent, dans leurs commentaires, sur l'importance de cette composante et son rôle dans la mise en place des stratégies des entreprises.

Des tests de différences des moyennes et des médianes ont été effectués pour explorer la présence de différences sectorielles dans les réponses. Les réponses données par les experts s'occupant des secteurs « automobile », « distribution & transport », « Banque et assurance » ont été comparées à celles données par les experts s'occupant de secteurs « d'innovation et de technologie »<sup>10</sup>.

Aucune différence significative n'a été enregistrée pour nos deux composantes principales. Nous avons seulement noté une moindre importance pour la composante « innovation » aux yeux des experts couvrant des secteurs autres que technologiques. Ces derniers accordent une note moyenne de 3,9 à la composante innovation (contre 5,12 pour les experts s'occupant d'entreprises technologiques).

---

<sup>9</sup> La note maximale est de 7

<sup>10</sup> Nous n'avons pas pu comparer les notations secteur par secteur du fait du nombre réduit de réponses. Plus de la moitié des répondants couvrent des secteurs technologiques et d'innovations, les autres couvrent des secteurs plus traditionnels tel que les secteurs de « l'Automobile », la « Distribution & Transport », la « Santé, beauté et cosmétique » et la « Banque assurance ». Ce biais de réponse est certainement dû à notre échantillon d'origine. En effet pour le constituer, nous avons bénéficié de l'aide de certains experts spécialistes de ces secteurs. Ces derniers nous ont transféré leurs carnets d'adresses.

## 7 - CONCLUSION

Les études menées dans la littérature ont conceptualisé le capital immatériel à travers des approches managériales et stratégiques. Constatant l'absence d'études sur sa perception par le marché financier, nous avons voulu clarifier le concept aux yeux des investisseurs. Notre enquête menée auprès d'analystes financiers et de gérants de portefeuilles, nous a permis de définir le capital immatériel comme étant composé de six éléments : « la direction et l'encadrement de l'entreprise », « les ressources humaines », « l'organisation », « l'innovation », « la maîtrise de l'activité et de l'environnement » et « le capital client ». Si la définition à laquelle nous aboutissons n'est pas fondamentalement différente de celle présente dans la littérature académique, notre étude a cependant clairement mise en exergue l'importance des « compétences du cadre dirigeant » et de la « connaissance que l'entreprise développe sur son environnement » dans la définition du capital immatériel. En ce sens, notre étude permet de compléter les travaux existants et permet de porter un éclairage supplémentaire sur la notion de capital immatériel.

Selon les experts, ces deux composantes sont garantes du développement et du renouvellement du capital immatériel de l'entreprise. L'intérêt porté à ces composantes est confirmé par notre enquête par questionnaire menée auprès de 256 experts du marché financier. Ces deux éléments recueillent les notations les plus élevées comparées aux autres composantes du capital immatériel recensées.

Dans un autre registre, notre étude peut constituer un apport intéressant et utile au *Knowledge Chief Officer* soucieux de disposer d'éléments leur permettant d'apprécier le capital immatériel de leur entreprise. Nous avons dit « apprécier » et non « mesurer ». En effet, mesure l'immatériel pose un certain nombre de problèmes épistémologiques et méthodologiques que nous n'avons pas la prétention de régler ici. En effet, les connaissances managériales et celles relatives à l'activité de l'entreprise et de son environnement ne se manifestent que dans l'action. Ces dernières étant spécifiques à

chaque entreprise, il faudrait dans l'absolu autant d'observations que d'entreprises. En outre, puisqu'il est ici question d'immatériel, LA question fondamentale demeure : peut-on mesurer ce qui par définition n'est pas mesurable ?

## BIBLIOGRAPHIE

- Aicpa, (1994), « Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors », Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting (The Jenkins Report). New York : American Institute of Certified Public Accountants.
- Argyris C., (1994), « On organizational Learning », London Blackwell Publishers.
- Beattie V., ET K. Pratt, (2002a), « Voluntary annual report disclosures : what users want », Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Beattie V., ET K. Pratt, (2002b), « Disclosure items in a comprehensive model of business reporting : an empirical evaluation », Working paper, University of Stirling.
- Bejar Y., (2006), « La valeur informationnelle du capital immatériel : application aux entreprises technologiques nouvellement introduites en bourse (1997-2004) » Thèse de doctorat ; université paris Dauphine.
- Boisselier P., (1993), « L'investissement Immatériel, Gestion et comptabilisation », Edition De Boeck.
- Bounfour A., (1998), « Le management des ressources immatérielles – maîtriser les nouveaux leviers de l'avantage compétitif », Paris, Dunod.
- Bukh N., C. Nielsen, P. Gormsen, et J. Mouritsen, (2005), « Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses », Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18, N° 6, p. 713-732.
- Castanias R.P., ET C.E. Helfat, (1992), « Managerial and Wind fall Rents in the Market for Corporate Control », Journal of Economic Behaviour and Organisation, Vol. 18, pp. 153-184.
- Core J. E., (2001), « A review of the empirical disclosure literature », Discussion Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, Issues 1-3, p. 441-456.
- Eccles R. G. , et S. Mavrinac, (1995), « Improving the corporate disclosure process », Sloan Management Review, Summer, p. 11-25.
- Eccles R. G., R. H. Hertz, E. M. Keegan, et D. M. Phillips, (2001), « The Value Reporting Revolution : Moving Beyond the Earnings Game », New York, New York, United States of America : John Wiley and Sons.
- Edvinsson L., et M. Malone, (1997), « Intellectual capital, realizing your company's true value by finding its hidden brain-power », Harper Business.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), (2001), « Improving business reporting : insights into enhancing voluntary disclosures », Steering Committee Business, Reporting Research Project, Financial Accounting Standard Board.
- Glaser B., et A. Strauss, (1967), « the discovery of grounded theory : Strategies for qualitative Research », Chicago, Aldine.
- Hammerer G., (1996), « Intangible investments in Austria », Paper presented at the OCDE Workshop on New Indicators for the knowledge based economy, Paris.
- Healy P., et K. Palepu, (2001), « A review of the empirical disclosure literature. Journal of Accounting & Economics », Vol. 31, Issues 1-3.
- Holland J., (1997), « Corporate Communications with Institutional Shareholders : Private Disclosures and Financial Reporting », Institute of Chartered Accountants of Scotland.

- Labégorre F. et S. Boubaker (2006) « L'utilité des prospectus d'introduction en bourse pour les analystes financiers: une enquête exploratoire », la Revue du Financier, Juin 2006, N° 159, p. 4-18.
- Lev B., (2001), « Intangibles – management, measuring and reporting », Brookings Institution Press.
- Mortensen, Eustace et Lannoo, (1997), « intangibles in the European economy », Paper presented at the CEPS Workshop on intangibles in the European economy, Brussels.
- OCDE (1998), « Human Capital Investment: An International Comparison », Paris, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, 1998.
- OCDE, (1992), « OECD proposed guidelines for collecting and interpreting technological innovation data », Oslo Manuel, Paris.
- Rubin H. J, et I. S. Rubin, (1995), « Qualitative Interviewing : the art of Hearing Data », Thousand Oaks : Sage.
- Sfaf et Euronext, (2002), « s'informer, recommander et arbitrer en environnement incertain », Mars.
- Sondhi, ET D. Fried, (1994), «The Analysis and Use of Financial Statements», Éd. Wiley.
- Van Der Zahn J-L. M., et I. Singh (2005) « Intellectual Capital Disclosures and the Cost of Capital : Empirical Analysis of Underpricing in IPOs » Article présenté à l'International Meeting of the American Accounting Association August 2006, Washington, D. C.
- Werner, Hammerer, et Schwarz, (1998), «Intangible investment from an evolutionary perspective », Institut für Volkswirtschaftstherie und Politik Wirtschaftsuniversitat & OCDE

**Tableau 1 : Classification des immatériels selon Hammerer (1996)**

	Savoir-faire technologique	Compétence	Capital externe
Etape stratégique	Recherches, Niveau d'éducation, Technologies, Brevets,	Niveau d'éducation, Administration, Connaissance du marché,	Relations avec les clients, Publicité,
Etape opérationnelle	Licences, Logiciels,	Logiciels technologiques,	Administration de l'entreprise,

**Tableau 2 : Guide d'entretien**

- 1- Identification des personnes interrogées.
- 2- Concept du capital immatériel : demander au répondant s'il l'associe à des contextes spécifiques ou à des définitions particulières.
- 3- Contenu du capital immatériel : demander au répondant sa compréhension du capital immatériel et les aspects qu'il couvre dans l'entreprise.
- 4- Composantes du capital immatériel : demander au répondant de définir ses composantes (demander des exemples et des précisions)

**Tableau 3 : Profil des experts interrogés**

	Gérants de portefeuilles		Analystes financiers	
Nombre	<b>10</b>		<b>15</b>	
Années d'exercice de la profession	5 à 10 ans <b>10%</b>	+10 ans <b>90 %</b>	5 à 10 ans <b>100 %</b>	+10 ans <b>0 %</b>
Expérience antérieure	Oui <b>90 %</b>	Durée moyenne <b>5,1 années</b>	oui <b>90 %</b>	Durée moyenne <b>1,3 année</b>
Nbr Secteurs d'activité suivis	1 à 5 <b>30 %</b>	6 à 10 <b>70 %</b>	1 à 5 <b>100 %</b>	6 à 10 <b>0 %</b>
Nbr d'entreprises suivies	11 à 20 <b>0 %</b>	Plus de 20 <b>100 %</b>	1 à 10 <b>26 %</b>	10 à 20 <b>74 %</b>

**Tableau 4 : Exemples de thèmes abordés lors des entretiens**

Extraits d'entretiens	Thèmes abordés
« Pour définir ce capital : on pense aux ressources humaines, à l'organisation de l'entreprise, sa maîtrise de son activité, la R&D... »	Ressources humaines, Organisation, Activité, R&D,
« Pour définir le capital immatériel on identifie des thèmes très génériques... je pense au capital humain, l'organisation, l'innovation (R&D, Brevet...)... les indicateurs qui définissent ces thèmes varient en fonction de l'activité de l'entreprise... ainsi une information complète sur l'activité est indispensable...une connaissance parfaite est un atout ... et c'est sûrement une composante de ce capital »	Capital humain, Organisation, Innovation, R&D, Brevet, Activité,
« ...Une maîtrise de l'activité est nécessaire... il en est de même pour les risques liés à l'activité et l'environnement de l'entreprise »	Activité, Risques, Environnement,
« ...Une connaissance parfaite de la concurrence est un atout incontestable de l'entreprise ; celle-ci peut mieux décider de ses actions... »	Concurrence,
« Le capital client est une des composantes essentielles du capital immatériel : le marché financier valorise d'ailleurs de plus en plus ce capital. »	Capital client,
« Bien que les entreprises communiquent très mal sur leur clientèle, le capital client demeure une composante essentielle du capital immatériel... des indicateurs précis peuvent nous aider à mieux valoriser ce capital... des indications précises sur la part de marché, sur les taux de rétention, le renouvellement de la clientèle peuvent s'avérer très utile pour la valorisation »	Clientèle, Part de marché, Taux de rétention, Renouvellement de la clientèle,

**Tableau 5 : composantes du capital immatériel et appréciation des experts**

	Premier envoi		Second envoi	
	Moyennes	Médianes	Moyennes	Médianes
Direction et encadrement de l'entreprise.	5,85	6,00	5,83	6,00
Ressources humaines	4,13	4,00	4,17	4,00
Innovation	5,35	6,00	5,48	6,00
Organisation de l'entreprise	4,02	4,00	3,95	5,00
Connaissance de l'activité, concurrence et environnement	6,33	6,00	6,02	6,00
Capital client	5,45	5,00	5,21	5,00

**Figure 1 : Conceptualisation du capital immatériel tel que perçu par le Marché financier**

