

Valorisation du Capital Immatériel par le Marché Financier : Une Analyse Empirique sur le Marché Financier Régional de l'UEMOA

*Ahou Claudine Ossonon,
Docteur en Sciences de Gestion
Assistant, Enseignant-Chercheur*

Laboratoire des Sciences des Organisations (LSO)
Université Félix Houphouët-Boigny Cocody/Abidjan-Côte d'Ivoire
UFR des Sciences Économiques et de Gestion

[Doi: 10.19044/esipreprint.10.2023.p36](https://doi.org/10.19044/esipreprint.10.2023.p36)

Approved: 04 October 2023
Posted: 05 October 2023

Copyright 2023 Author(s)
Under Creative Commons CC-BY 4.0
OPEN ACCESS

Cite As:

Ossonon A.C. (2023). *Valorisation du Capital Immatériel par le Marché Financier : Une Analyse Empirique sur le Marché Financier Régional de l'UEMOA*. ESI Preprints.
<https://doi.org/10.19044/esipreprint.10.2023.p36>

Resume

L'objectif de ce papier est d'analyser la valorisation du capital immatériel par le marché financier. L'analyse de régression sur des données de 20 entreprises cotées sur le Marché Financier Régional prouve que les informations liées au capital structurel publiées dans les rapports annuels sont valorisées positivement par les investisseurs. Toutefois, nonobstant la politique de communication soutenue des entreprises en matière de capital humain, le capital humain est valorisé négativement par le marché financier. Le marché financier ne perçoit pas le capital humain comme étant un facteur clé de création de valeur et de compétitivité. Relativement au capital relationnel, aucune relation n'a pas été mise en exergue. Eu égard aux conclusions de cette recherche empirique, les dirigeants d'entreprises cotées doivent communiquer davantage des informations pertinentes et suffisantes aux investisseurs sur le marché financier sur les différentes composantes du capital immatériel pour une meilleure valorisation de leurs titres. D'ailleurs, l'originalité de cette étude réside dans le fait qu'elle est la première recherche à fournir une preuve empirique de la valorisation, par les investisseurs sur le marché financier régional, des informations extra

financières communiquées sur les composantes du capital immatériel dans les rapports annuels des entreprises cotées.

Mot-cles: Valorisation boursière, capital immatériel, capital structurel, capital humain, capital relationnel, régression, marché financier, création de valeur

Valuation of Immaterial Capital by the Financial Market: An Empirical Analysis of the Regional Financial Market an Empirical Analysis of the WAEMU Regional Financial Market

*Ahou Claudine Ossonon,
Docteur en Sciences de Gestion
Assistant, Enseignant-Chercheur*

Laboratoire des Sciences des Organisations (LSO)
Université Félix Houphouët-Boigny Cocody/Abidjan-Côte d'Ivoire
UFR des Sciences Économiques et de Gestion

Abstract

The objective of this paper is to analyze the valuation of intangible capital by the financial market. Regression analysis on data from 20 companies listed on the Regional Financial Market proves that information related to structural capital published in annual reports is positively valued by investors. However, notwithstanding the sustained communication policy of companies in terms of human capital, human capital is negatively valued by the financial market. The financial market does not perceive human capital as a key factor in creating value and competitiveness. Regarding relational capital, no relationship has been highlighted. Given the conclusions of this empirical research, managers of listed companies must communicate more relevant and sufficient information to investors in the financial market on the different components of intangible capital for a better valuation of their securities. Moreover, the originality of this study lies in the fact that it is the first research to provide empirical proof of the valuation, by investors on the regional financial market, of extra-financial information communicated on the components of intangible capital. in the annual reports of listed companies.

Keywords: Stock market valuation, intangible capital, structural capital, human capital, relational capital, regression, financial market, value creation

Introduction

Au fil du temps, l'économie mondiale s'est déplacée d'une économie fondée sur les actifs physiques (comme les usines et les terrains) vers une économie de plus en plus axée sur le capital immatériel. Les actifs immatériels, tels que la propriété intellectuelle, la technologie, les marques et la réputation, jouent un rôle de plus en plus critique dans la création de valeur et la compétitivité des entreprises. En effet, dans l'économie actuelle axée sur le savoir, les investissements en capital immatériel tels que la recherche et développement (R&D), la formation des employés et les relations avec la clientèle, jouent un rôle primordial dans la création de valeur ajoutée. Ces éléments sont désormais considérés comme les principaux moteurs de croissance et de succès économique (Maaloul & Zéghal, 2015).

En dépit de la dématérialisation croissante de la politique d'investissement des entreprises au fil du temps, la comptabilité ne mesure que partiellement l'immatériel. La dimension des actifs immatériels est encore insuffisamment intégrée dans les outils d'aide à la prise de décision fondés sur le bilan, le compte de résultat ou le retour sur investissement (Abbey, 2017). Assurément, les outils d'aide à la prise de décision, tels que les modèles d'évaluation financière, les indicateurs de performance et les analyses de risques, ont historiquement été axés sur les aspects tangibles et mesurables des entreprises, tels que les données financières et les actifs matériels. Les méthodes traditionnelles d'évaluation financière, telles que l'actualisation des flux de trésorerie, ne capturent pas toujours adéquatement la valeur des actifs immatériels.

En conséquence, cette lacune de la comptabilité relativement à la reconnaissance comptable par les normalisateurs comptables du capital immatériel complexifie leur évaluation ainsi que celle des entreprises (Casta, Ramond et Escaffre, 1997). Bien plus, contrairement au capital technique, l'évaluation du capital immatériel s'avère difficile en raison de son caractère protéiforme et de sa nature hétéroclite. Effectivement, cette complexité réside dans l'évaluation des cash flows futurs générés par le capital immatériel ainsi qu'à leur degré d'incertitude très élevé. Pour Lev (2003), cette déficience de la comptabilité est source de mauvaise répartition des ressources sur le marché financier.

De ce fait, eu égard la perte de pertinence des états financiers, pour signaler leurs performances futures et perspectives de croissance aux investisseurs, les entreprises gagneraient à élargir leur communication autour de leur capital immatériel. Par ailleurs, plusieurs travaux (Lev, 2000 ; Cazavan-Jeny, 2004 ; Hulten et Hao, 2008) ayant vu le jour, tentent de motiver l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des entreprises par la non prise en compte du capital immatériel dans les états

financiers (Dammak, 2015). En effet, dans le contexte américain, Francis et Shipper (1999) concluent l'existence d'une forte corrélation entre la valeur boursière des entreprises et les informations publiées relativement aux composantes du capital immatériel. D'ailleurs, c'est à ce titre que Gonne, Bello et Feudjo (2019) affirment que les dirigeants d'entreprise peuvent user de ces actifs immatériels comme signaux pour communiquer aux marchés financiers les potentialités de croissance et de rentabilité de leur entreprise. Par exemple, une entreprise technologique peut mettre en avant ses brevets et ses innovations pour signaler sa capacité à développer de nouveaux produits et à saisir des opportunités sur le marché.

De même, une entreprise axée sur la qualité du service client peut mettre en avant sa réputation et ses relations solides avec les clients pour signaler sa capacité à fidéliser sa clientèle et à générer des revenus récurrents. Cette assertion est soutenue par la théorie des ressources et par la théorie du signal. En conséquence, les dirigeants peuvent également utiliser des stratégies de communication telles que les rapports annuels, les présentations aux investisseurs et les communications publiques pour mettre en évidence le capital immatériel de l'entreprise. Ces efforts visent à créer une perception positive chez les investisseurs et à influencer leurs décisions d'investissement en démontrant le potentiel de croissance et de création de valeur de l'entreprise. Toutefois, il est important de noter que la communication des dirigeants concernant les actifs immatériels doit être cohérente, transparente et soutenue par des preuves tangibles (Boucheny, 2000). Les marchés financiers sont devenus de plus en plus conscients de l'importance des actifs immatériels, et les investisseurs sont de plus en plus exigeants quant aux informations fournies par les entreprises pour évaluer ces actifs de manière objective.

Sur le marché financier régional de l'UEMOA (Union Economique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest, une étude réalisée par Osseon (2017) dénote une perception négative des immatériels inscrits au bilan par les investisseurs. De ce fait, en raison de l'absence de réglementation portant la divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel, les entreprises devraient communiquer volontairement des informations non financières portant sur le capital immatériel (capital structurel, capital humain, capital relationnel) dans leurs rapports annuels afin de réduire l'asymétrie informationnelle pour une meilleure valorisation de leurs titres par les investisseurs sur le marché financier régional. Poursuivant ses recherches, dans une étude réalisée sur le marché financier régional, Osseon (2022) démontre que les entreprises opérant sur le marché financier régional communiquent volontairement des informations sur les composantes du capital immatériel que sont le capital structurel, le capital humain et le capital relationnel afin de rassurer les prêteurs.

D'ailleurs, son étude a fait ressortir que ces entreprises communiquent davantage sur le capital humain. Néanmoins, il s'avère opportun de s'interroger sur la pertinence de ces informations non financières relatives au capital immatériel divulguées volontairement dans les rapports annuels par les entreprises pour les investisseurs sur le marché financier (Maaloul et Zéghal, 2015). D'où, nous formulons la question suivante : comment le marché financier valorise-t-il le capital immatériel ? De cette question principale, il s'ensuit les questions secondaires suivantes :

- Comment le marché financier valorise-t-il le capital structurel ?
- Comment les informations communiquées sur le capital relationnel sont-elles valorisées par le marché financier ?
- Comment le marché financier évalue-t-il les informations communiquées que le capital humain ?

L'objectif de la présente recherche est d'analyser la valorisation des informations communiquées sur le capital immatériel par les investisseurs sur le marché financier.

Pour explorer notre problématique, cette recherche sera structurée en trois sections. D'abord, la première section fera, dans un premier temps, une synthèse de la littérature sur le concept du capital immatériel. Dans un second temps, cette section mettra en exergue les théories explicatives du capital immatériel comme source de création de valeur et de leur évaluation par le marché financier ainsi que leurs validations empiriques. Ensuite, la deuxième section explicitera la démarche méthodologique. Enfin, la troisième section sera vouée à l'interprétation des résultats et à leur discussion.

1. Revue de littérature

Dans l'imaginaire collectif, le capital immatériel représentant la face invisible de la richesse de l'entreprise est perçu comme un levier de création de valeur pour l'entreprise. Il s'ensuit que, son importance dans le processus de création de richesse des entreprises a suscité plusieurs débats théoriques et empiriques.

1.1 Le capital immatériel, un débat conceptuel

Le survol de la littérature relative au capital immatériel met en exergue plusieurs définitions du capital immatériel sans aboutir à une définition universellement admise (Anaya, 2021). Le terme "capital immatériel" est souvent utilisé de manière interchangeable avec le terme "capital intellectuel" dans la littérature. Ces termes font référence à des actifs de l'entreprise qui ne sont pas physiquement tangibles, tels que les connaissances, les compétences, les relations avec les clients, la propriété intellectuelle, etc. Ils sont également décrits comme des actifs incorporels ou

intangibles. Cependant, ces termes sont utilisés indifféremment selon Bessieux-Ollier et walliser (2010).

Selon Stewart (1997), le capital immatériel désigne l'ensemble des ressources intangibles d'une organisation qui contribuent à sa valeur économique. Ces ressources comprennent les compétences, les connaissances, la réputation, la culture d'entreprise, les brevets et les marques. Cette définition proposée par Stewart (1997) fait ressortir l'utilité des actifs immatériels dans la création de valeur pour une entreprise. Elle souligne que les compétences et les connaissances des employés, ainsi que la réputation et la culture d'entreprise, peuvent jouer un rôle crucial dans le succès et la performance économique d'une organisation. De plus, cette définition inclut également les actifs de propriété intellectuelle tels que les brevets et les marques. Ces actifs peuvent conférer à une organisation un avantage concurrentiel en protégeant ses innovations et en créant une reconnaissance et une fidélité des clients.

Quant à Edvinsson et Malone (1997), le capital immatériel représente les actifs incorporels d'une entreprise, tels que les compétences des employés, les relations avec les clients, la propriété intellectuelle et les systèmes d'information. Ces actifs immatériels contribuent à la création de valeur et améliorent la performance globale de l'organisation. Cette définition souligne l'importance des ressources intangibles dans la réussite d'une entreprise. Les compétences des employés, par exemple, comprennent leurs connaissances, leurs expériences et leurs capacités à innover. Ce qui peut se traduire par un avantage concurrentiel pour l'organisation. Les relations avec les clients jouent également un rôle clé, car une base solide de clients fidèles peut générer des revenus récurrents et contribuer à la réputation de l'entreprise. En outre, la propriété intellectuelle, telle que les brevets, les marques et les droits d'auteur, permet de protéger les innovations et les créations de l'entreprise, renforçant ainsi sa position sur le marché. Les systèmes d'information efficaces et adaptés peuvent améliorer les processus internes, la prise de décision et la gestion des connaissances, favorisant ainsi la performance organisationnelle.

Contrairement à Stewart (1997), cette définition met en évidence la nature incorporelle du capital immatériel et souligne le rôle essentiel des compétences, des relations avec les clients, de la propriété intellectuelle et des systèmes d'information dans la création de valeur et la performance globale d'une entreprise. Selon Bontis (1998), le capital immatériel représente l'ensemble des connaissances, compétences, talents, informations, relations et autres actifs intangibles d'une organisation qui contribuent à la création de valeur économique et sociale. Cette définition met en avant la nature intangible du capital immatériel et souligne les différents éléments qui le composent. Les connaissances représentent l'ensemble des informations,

des idées et des expériences accumulées au sein de l'organisation. Les compétences et les talents se réfèrent aux capacités spécifiques des employés et à leur savoir-faire. Les informations sont les données et les analyses pertinentes utilisées pour la prise de décision. Les relations désignent les liens et les collaborations avec les parties prenantes, tels que les clients, les fournisseurs et les partenaires. Enfin, les autres actifs intangibles peuvent inclure des éléments tels que la réputation de l'entreprise, la culture organisationnelle et les processus internes.

Cette définition met en évidence l'importance des ressources intangibles dans la création de valeur, tant sur le plan économique que social. Elle souligne que ces actifs immatériels peuvent avoir un impact significatif sur la compétitivité, l'innovation, la performance financière et la réputation d'une organisation. Il ressort, de ces définitions, la reconnaissance du caractère intangible du capital immatériel qui contribue à la création de valeur économique pour l'organisation.

1.2 Le capital immatériel, un concept multidimensionnel

Au-delà de ce débat conceptuel portant sur le capital immatériel, en raison de son caractère protéiforme, le capital immatériel revêt plusieurs composantes. Selon Rgaguna et Hniche (2018), il existe effectivement différentes perspectives sur la décomposition du capital immatériel d'une organisation. Cependant, un consensus semble s'être formé autour de trois composantes principales : le capital humain, le capital structurel et le capital relationnel.

Le capital humain représente les connaissances, compétences et capacités des individus qui travaillent au sein d'une organisation. Il englobe l'éducation, la formation, l'expérience professionnelle, ainsi que les talents et les compétences spécifiques des employés. Le capital humain est considéré comme un élément clé de la valeur ajoutée d'une entreprise, car il peut influencer directement sa capacité à innover, à prendre des décisions et à s'adapter aux changements. Relativement au capital structurel, il fait référence aux actifs immatériels qui appartiennent à l'organisation elle-même et qui contribuent à sa performance. Il englobe les brevets, les marques déposées, les bases de données, les systèmes de gestion des connaissances, les procédures opérationnelles, les logiciels et autres ressources intellectuelles. Le capital structurel représente les processus, les structures et les systèmes qui soutiennent les activités de l'entreprise et contribuent à sa productivité et à son avantage concurrentiel. Quant au capital relationnel, il désigne les relations, les réseaux et les liens que l'entreprise entretient avec ses clients, ses fournisseurs, ses partenaires commerciaux, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Il intègre la confiance, la réputation, les alliances stratégiques et la capacité de l'organisation à collaborer et à tirer parti de ces

relations. Le capital relationnel est considéré comme un élément clé de la création de valeur à long terme et de la pérennité de l'entreprise.

Ces trois composantes, le capital humain, le capital structurel et le capital relationnel, sont souvent considérées comme interdépendantes et complémentaires. Elles contribuent collectivement à la création de valeur et à la performance globale de l'organisation.

1.3 La théorie des ressources et capital immatériel

La théorie des ressources de Barney, développée par Jay Barney en 1991, est un cadre théorique largement reconnu dans le domaine de la stratégie d'entreprise. Bien que la théorie des ressources de Barney ne traite pas directement du concept spécifique du capital immatériel, elle fournit des bases conceptuelles importantes pour comprendre la manière dont les ressources, qu'elles soient tangibles ou intangibles, peuvent contribuer à l'avantage concurrentiel d'une organisation. Selon la théorie des ressources de Barney, les ressources d'une entreprise peuvent être une source de différenciation stratégique durable et d'avantage concurrentiel si elles satisfont aux critères de valeur, de rareté, d'imitabilité et d'exploitabilité (VRIO). Les ressources qui répondent à ces critères peuvent permettre à une entreprise de réaliser des performances supérieures à celles de ses concurrents.

Dans le contexte du capital immatériel, la théorie des ressources de Barney (1991) met en évidence l'importance des ressources intangibles, telles que les connaissances, les compétences, la culture organisationnelle, les relations avec les clients et les partenaires, qui peuvent être des sources de valeur et d'avantage concurrentiel pour une organisation. Précisément, cette théorie souligne que les entreprises doivent identifier et développer leurs ressources immatérielles uniques pour maintenir un avantage concurrentiel durable. Les ressources intangibles sont souvent plus difficiles à imiter que les ressources tangibles. Ce qui rend difficile pour les concurrents de reproduire le succès d'une entreprise qui a réussi à les développer de manière efficace. En investissant dans le capital immatériel et en comprenant comment exploiter ces ressources intangibles, les entreprises peuvent renforcer leur position sur le marché et assurer leur succès à long terme. Ainsi, la théorie des ressources de Barney peut être utilisée pour comprendre comment les composantes du capital immatériel, telles que le capital humain, le capital structurel et le capital relationnel, peuvent être considérées comme des ressources stratégiques qui contribuent à la performance et à l'avantage concurrentiel d'une entreprise.

1.4 La théorie du signal et évaluation du capital immatériel par le marché financier

La théorie du signal en finance fait référence à l'utilisation d'informations ou de signaux pour prendre des décisions d'investissement ou évaluer la valeur d'actifs financiers. Les signaux peuvent être des indicateurs économiques, des données financières, des événements spécifiques ou des informations provenant de diverses sources qui peuvent influencer les décisions des investisseurs. Dans le contexte des entreprises et du capital immatériel, cela signifie que les entreprises cherchent à envoyer des signaux qui reflètent fidèlement la valeur de leurs actifs intangibles aux parties prenantes telles que les investisseurs, les créanciers, les partenaires commerciaux et les clients. Assurément, le caractère confidentiel du capital immatériel crée des situations d'asymétrie informationnelle entre les dirigeants d'entreprise et les investisseurs sur le marché financier (Bellalah et al, 2008). Cette asymétrie d'informations complexifie l'évaluation du capital immatériel par le marché financier. Par ailleurs, cette situation crée une sous-évaluation des sociétés sur le marché financier par les investisseurs (Woolridge, 1988 ; Chan et al. 1990 ; Lev et Sougiannis 1996 ; Chan et al. 2001 ; Eberhart et al, 2004).

En conséquence, selon l'OCDE (2006), les sociétés cotées doivent fournir des informations utiles et suffisantes sur les immatériels dans l'optique d'améliorer les décisions des investisseurs et discipliner les dirigeants. Ce qui éviterait une sous-estimation de la valeur des titres sur le marché financier. Effectivement, la transparence dans la communication des informations sur le capital immatériel peut renforcer la confiance des investisseurs dans l'entreprise et dans les marchés financiers en général. En outre, la transparence dans la divulgation d'informations sur le capital immatériel a pour effet d'inciter les dirigeants à gérer ces immatériels de manière responsable et à adopter des pratiques qui renforcent la valeur de l'entreprise à long terme. Par ailleurs, Diamond et Verrecchia (1991) ont avancé l'argument selon lequel une divulgation accrue d'informations concernant le capital immatériel des entreprises peut réduire l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. En fournissant davantage d'informations sur les actifs immatériels, tels que la réputation de la marque, les connaissances tacites, les relations clients, etc., les entreprises peuvent permettre aux investisseurs d'obtenir une vision plus claire de la valeur réelle de l'entreprise. Cette réduction de l'asymétrie d'information sur le capital immatériel pourrait contribuer à augmenter la liquidité des titres, et par conséquent la valeur boursière des entreprises.

1.5 Apports empiriques de l'évaluation du capital immatériel par le marché financier et formulation des hypothèses

L'évaluation du capital immatériel est souvent complexe et subjective. Toutefois, le capital immatériel joue un rôle essentiel dans la valorisation boursière des entreprises, en particulier en raison de son potentiel de croissance future, de son avantage concurrentiel, de sa réputation et de son capital humain. Les entreprises qui gèrent efficacement leur capital immatériel peuvent être perçues comme plus attractives par les investisseurs. Ce qui peut se traduire par une valorisation boursière plus élevée. C'est à juste titre qu'en raison de son rôle clé en tant que catalyseur de la création de valeur pour les entreprises, l'évaluation du capital immatériel par le marché financier a été au centre de discussions et de recherches à la fois théoriques et empiriques.

En effet, ces recherches trouvent leur origine dans la disparité observée entre la valeur comptable des entreprises cotées et leur valeur de marché sur les marchés financiers. Cette différence est attribuée à l'absence de prise en compte du capital immatériel dans les états financiers. Depuis plusieurs décennies, différentes recherches ont porté un intérêt particulier sur les relations entre les immatériels et les marchés financiers aux États-Unis et d'autres contextes (Cazavan-Jeny, 2004). D'ailleurs, selon plusieurs études dont celles menées dans le contexte américain par Aboody et Lev (1993), Chan, Kensinger et Martin (1992) ainsi que Lev et Zarowin (1999) démontrent que les entreprises intensives en Recherche et Développement sont sous-évaluées par les investisseurs sur le marché financier. Dans le même contexte américain, Deng, Lev et Narin (1999) apportent la preuve de la valorisation du capital structurel par le marché financier en trouvant une association positive entre le ratio market to book, les rendements boursiers et les brevets. Ce résultat suggère que les investisseurs sur les marchés financiers américains accordent de l'importance aux actifs immatériels lorsqu'ils évaluent les entreprises.

Ces résultats corroborent les travaux de Megna et Klock (1993, 2000) ainsi que de Gleason et Klock (2006), lesquels mettent en évidence des corrélations notables et positives entre les éléments sélectionnés du capital immatériel des entreprises aux États-Unis et leur ratio Q de Tobin. Dans la même veine, sur la base d'un échantillon de 500 entreprises américaines observées sur une période de 5 ans de 1993 à 1997, Abdolmohammadi (2005) met en exergue une relation positive entre la divulgation d'informations sur le capital immatériel et la capitalisation boursière des entreprises. L'auteur constate une valorisation des informations communiquées sur le du capital immatériel par les entreprises américaines. Ces résultats obtenus dans le contexte américain confirment que le capital immatériel joue un rôle crucial dans la valorisation des entreprises aux États-

Unis, et soulignent la nécessité pour les entreprises de mieux comprendre, évaluer et communiquer leurs actifs immatériels pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions éclairées.

En revanche, dans le contexte européen, Moussu et Thibierge (1996), sur la base d'un échantillon de 1457 sociétés européennes, montrent que la valorisation du capital immatériel mesurée par le Q de Tobin n'est pas liée aux actifs immatériels inscrits à l'actif du bilan, dans le contexte européen. Cela indique que le marché financier ne semble pas accorder une importance particulière aux actifs immatériels lorsqu'il valorise les entreprises européennes. Dans la même veine, Dammak (2015) examine la contribution du capital immatériel à l'évaluation des entreprises par le marché financier britannique. Sur la base de 71 rapports annuels d'entreprises multinationales observés en 2005, son étude indique que le capital immatériel est positivement valorisé par les investisseurs sur le marché financier. De plus, les investisseurs accordent plus d'importance au capital structurel. Cette divergence de résultats des deux études pourrait être attribuable aux différences relatives à la réglementation comptable en matière de comptabilisation des immatériels. Cette absence de relation entre les investissements immatériels et le Q de Tobin a été trouvée sur le marché financier marocain par El Barrouz et Chakhat (2022). Par ailleurs, dans le contexte français, une recherche similaire menée par Cazavan-Jeny en 2004 sur un échantillon de 63 sociétés françaises cotées a révélé l'existence d'un lien significatif entre le goodwill et le ratio market-to-book. Cependant, cette étude n'a pas réussi à mettre en évidence de lien significatif avec les immatériels passés en charge. Cela suggère que le goodwill est étroitement lié à la valorisation de l'entreprise par rapport à sa valeur comptable, tandis que les immatériels passés en charge n'ont pas montré de corrélation significative avec ce ratio. En effet, l'étroite relation observée entre le goodwill et le ratio market-to-book sur le marché français par l'auteur suggère que les éléments immatériels issus des écarts d'acquisitions peuvent exercer une influence significative sur la perception de la valeur de l'entreprise.

En revanche, l'absence de corrélation significative avec les immatériels passés en charge met en évidence les défis inhérents à l'évaluation et à l'intégration de ces éléments dans le processus d'évaluation financière. Au demeurant, les travaux réalisés par Matoussi et Zemzem (2010) apportent la preuve de la valorisation positive des investissements immatériels activés des entreprises du secteur automobile par le marché financier français, contrairement aux travaux de Thibierge (1997) et Cazavan-Jeny (2004). Une autre étude a été réalisée par Chen, Cheng & Hwang (2005) dans le contexte taiwanais portant 4254 observations de 1992 à 2002 en vue d'appréhender l'influence des composantes du capital

immatériel sur la valeur de marché des entreprises mesurée par le ratio market to book. Il ressort de leur étude que les composantes du capital immatériel sont valorisées positivement mais différemment par le marché financier.

D'ailleurs, leur étude décèle que le capital structurel a une meilleure perception par le marché financier que les autres composantes. Ces observations soulignent l'importance cruciale d'une communication transparente concernant les actifs immatériels, ainsi que l'élaboration de méthodes d'évaluation adéquates afin de mieux refléter leur contribution effective à la valeur globale de l'entreprise. Dans le contexte africain, plus précisément dans le contexte tunisien, Bellalah, Bouri et Chabchoub (2008), à partir d'un échantillon de 21 entreprises tunisiennes cotées à la Bourse de Valeurs Mobilières de Tunis cotées sur la période 2002-2004, montrent que les investissements immatériels activés sont valorisés par les investisseurs sur le marché financier. D'ailleurs, cette valorisation positive des immatériels par le marché financier marocain est soutenue par les travaux de El Barrouz et Chakhat (2022). Toutefois, dans une étude réalisée sur le Marché Financier Régional, Osseon (2017) apporte la preuve de la valorisation négative des investissements immatériels par les investisseurs. Ces résultats contradictoires illustrent la complexité inhérente à la valorisation des investissements immatériels sur les marchés financiers. Ils soulignent également l'impact de divers facteurs, tels que la culture, les conditions économiques et les réglementations locales, sur la manière dont les investisseurs perçoivent et évaluent les actifs immatériels.

Sans être exhaustive, la synthèse de la littérature empirique relative à l'évaluation du capital immatériel par le marché financier met en relief d'une part, une approche plus globale du capital immatériel et d'autre part, une approche partielle du capital immatériel, à l'exception des travaux de Dammak (2015). En fait, Dammak (2015) a étudié la valorisation de chaque composante du capital immatériel par le marché financier britannique. A l'instar des travaux de Dammak (2015), Cette étude se distingue de manière fondamentale des travaux menés par Osseon en 2017 sur le marché financier régional. Dans son étude, Osseon (2017) a principalement examiné les investissements immatériels activés ou les actifs incorporels qui représentent la partie financière du capital immatériel présente dans le bilan.

En revanche, l'approche adoptée dans cette étude va au-delà en incorporant les informations extra-financières relatives au capital immatériel publiés dans les rapports annuels que sont le capital structurel, le capital humain et le capital relationnel selon la typologie de Bontis et al (2000). En effet, la présente étude adopte une approche plus complète en incluant les informations extra-financières liées au capital immatériel qui englobent également des aspects tels que le capital structurel (les ressources et les

processus internes de l'entreprise), le capital humain (les compétences et les connaissances des employés) et le capital relationnel (les relations avec les parties prenantes externes). Cette approche plus large permet de mieux d'appréhender la contribution de chacune des composantes du capital immatériel à la création de valeur des entreprises.

Suivant les présomptions de la théorie des ressources et de la théorie du signal ainsi que les conclusions des travaux d'Abdolmohammadi (2005), celles de Gleason et Klock (2006) ainsi que les travaux de Dammak (2015) nous présumons :

H₀ : Le marché financier valorise positivement le capital immatériel

L'examen de la littérature relative à la conceptualisation du capital immatériel a permis de voir plusieurs typologies du capital immatériel en raison de son caractère protéiforme. Cependant, dans le contexte de notre recherche, la classification de Bontis et al (2000) est retenue. En effet, Bontis et al (2000) décompose le capital immatériel en trois catégories que sont le capital structurel, le capital relationnel et le capital humain. En conséquence, nous formulons les hypothèses suivantes :

H₁-les informations divulguées sur le capital structurel sont positivement valorisées par le marché financier

H₂-les informations publiées sur le capital relationnel sont positivement valorisées par le marché financier

H₃-les informations communiquées sur le capital humain sont positivement valorisées par le marché financier

2- Méthodologie de la recherche

Après un survol de la littérature inhérente à l'évaluation du capital immatériel par le marché financier, cette section aborde la méthodologie adoptée pour tester nos hypothèses. Nous décrivons la démarche méthodologique suivie, incluant la sélection de l'échantillon et la collecte des données, ainsi que les variables de l'étude et leur mesure. En outre, nous exposerons le modèle d'étude ainsi que les méthodes pour l'analyse des données.

2.1 Sélection de l'échantillon et collecte des données

Initialement, toutes les sociétés cotées à la BRVM au 31 décembre 2018 faisaient partie de l'échantillon. Après avoir éliminé les sociétés financières, celles ne produisant pas de rapports annuels et celles ne communiquant pas sur leur capital immatériel dans leurs rapports, un échantillon final de 20 sociétés non financières a été retenu. Ces 20 sociétés

non financières étaient celles qui communiquaient sur leur capital immatériel dans leurs rapports annuels.

Les rapports annuels des entreprises incluses dans l'échantillon ont été collectés à partir du site web de la BRVM. La période étudiée correspond à l'exercice comptable de 2018, et les rapports annuels recueillis concernent cette année spécifique. L'analyse de la communication d'informations sur le capital immatériel et ses composantes a été basée sur l'observation d'une seule année, en tenant compte de la stabilité de la politique de communication des entreprises dans le temps (Ding et Stolowy, 2003 ; Gandia, 2003 ; Sonnier et al, 2007).

2.2 Choix des variables

Pour examiner la valorisation du capital immatériel par le marché financier, nous étudions l'association entre la valorisation boursière du capital immatériel et ses différentes composantes que sont le capital structurel, le capital humain et le capital relationnel.

2.2.1 Variable à expliquer : la valorisation du capital immatériel

Face à la déficience de la comptabilité à intégrer le capital immatériel efficacement dans les états financiers, afin de fournir des données crédibles aux investisseurs, certains chercheurs comme Stewart (1997) ont élaboré des indicateurs de mesure du capital immatériel en se basant sur l'évaluation faite par le marché (Aâmoum et Saki, 2021). Spécifiquement, ces auteurs mesurent la valorisation du capital immatériel par la différence ou le rapport entre la valeur de marché d'une entreprise et la valeur de ces capitaux propres. Effectivement, Aboody et Lev (1993), Chan, Kensiger et Martin (1992) ainsi que Lev et Zarowin (1999) prouvent l'existence d'une association entre le capital immatériel et le Q de Tobin. Cette mesure de la valorisation du capital immatériel par le marché financier a été également utilisée dans le contexte européen par Moussu et Thibierge (1996) et. Dans une étude portant sur l'évaluation du capital immatériel par le marché financier marocain, Taouab, Benazzou et Babounia (2016) adopte l'écart entre la capitalisation boursière et les dettes financières avec la valeur de l'actif économique pour appréhender la valorisation du capital immatériel par les investisseurs. Dans le contexte tunisien, Bellalah, Bouri et Chabchoub (2008) ont eu recours au Q de Tobin pour mesurer la valorisation du capital immatériel par le marché financier, tout comme, l'étude réalisée par Osseonon (2017) sur le marché financier régional et El Barrouz et Chakhat (2022) dans le contexte marocain. Toutefois, dans le contexte français, Cazavan Jeny (2004) évalue la reconnaissance des immatériels par le ratio market to book. D'ailleurs, conformément à l'étude de Cazavan-Jeny (2004), dans le contexte

taiwanais, cette mesure a été utilisée dans les travaux de Chen, Cheng et Hwang (2005).

Dans le cadre de cette recherche, comme Cazavan-Jeny (2004) et Chen et al (2005), nous retenons le ratio market to book pour mesurer la valorisation du capital immatériel par les investisseurs sur le marché financier régional. Ce ratio est déterminé par le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des capitaux propres.

2.2.2 Variables explicatives

Cette recherche vise à étudier l'association entre la valorisation du capital immatériel par le marché financier et ses composantes que sont le capital structurel, le capital humain et le capital relationnel selon la décomposition de Bontis et al (2000). Pour mesurer le capital immatériel et ses composantes, nous fondons notre analyse sur la quantité d'informations divulguées dans les rapports annuels des entreprises incluses dans notre échantillon. Ainsi, comme Ossoonon (2022), Aâmoum et Guati, 2016), Agbodjo (2015) et Beldi et al (2014), nous avons choisi d'utiliser le nombre de mots comme unité d'analyse. En se référant à la grille de Campbell et Rahman (2010) adaptée par Beldi et al (2014), pour chaque document de référence, nous avons entrepris de repérer les termes associés au capital immatériel. En additionnant les occurrences de mots dans chaque catégorie du capital immatériel, nous avons calculé le nombre total de mots liés à ce concept et à ses composantes. Ainsi, les composantes du capital immatériel que sont le capital structurel, le capital relationnel et le capital humain représentent les variables d'intérêt.

Score Capital immatériel= Nombre total de mots sur le capital structurel +Nombre total de mots sur le capital relationnel + Nombre total de mots sur le capital humain

Score capital structurel = le rapport entre la somme des mots publiés sur chacun des items du capital structurel et le score du capital immatériel

Score capital relationnel = le rapport entre la somme des mots publiés sur chacun des items du capital structurel et le score du capital immatériel

Score capital humain = le rapport entre la somme des mots publiés sur chacun des items du capital structurel et le score du capital immatériel

De plus, dans le cadre de notre analyse, nous intégrons des variables de contrôle, parmi lesquelles figurent l'endettement qui est calculé comme le rapport entre les dettes financières et les capitaux propres ainsi que la taille de l'entreprise qui est mesurée en utilisant le logarithme du chiffre d'affaires.

Tableau n° 1- Les composantes du capital immatériel et les items

Capital Structurel	Capital Relationnel	Capital Humain
<p>Vision, mission, code d'éthique, code de conduite, code des pratiques, principes de fonctionnement, le motif d'arrangement, manuel des procédures, guide, Création de la valeur aux actionnaires, soutenir la croissance, écouter les clients, protection de l'environnement, solidarité de la société, penser, croire, estimer, croyance générale de l'entreprise, Contrôle des stocks, contrôle de la qualité, évaluation de la performance, système, procédure, processus, méthode ou technologie utilisés par l'entreprise, réseau informatique, base de données, logiciels, réseau, matériel, intranet, serveur, Channel de communication, informatique, chaîne de communication, canal de communication, plateforme, site, Infrastructure</p> <p>Portefeuille de propriétés, la modernisation et rénovation des magasins, extension, sécurité, machine, immobilisation corporelle à long terme, infrastructure, usines.</p>	<p>Relations monétaires favorables, fournisseurs, relations avec les actionnaires, banquiers, fournisseurs de fonds, crédits, investissements, marque, sous-marque, marque de fabrique, gamme de produit, nom du service, parts de marché, prix (suite à un classement) accordés à des produits, gage de satisfaction, consommateurs, fidélité des clients, confiance, services accordés, satisfaction, nombre des consommateurs (clients), segmentation des clients, commodité des clients, plus de facilités, chaîne d'approvisionnement, logistique, réseau d'affaires, développement de nouveaux magasins à travers les régions, système de livraison, études de marché, vente en ligne, brochure, catalogue, activités de promotion, stratégies de promotion, bureau de liaison, marketing, publicité, chaînes de distribution, franchise, octroi de licences, licencier, collaboration, sous-traitance, fournisseurs, gouvernement, autorités locales, médias, la presse, consultant, expert externe, coopération, responsabilités mutuelles, relations externes, partenariat d'affaires, réputation, parrainage, implication communautaire, mesures de protection de l'environnement, responsabilité sociale, contrat favorable, actions humanitaires, activités (sportives...), conférence, mécénat, fondation.</p>	<p>Employés, personnel, profil du personnel, bonus, équité, égalité, relation avec le personnel, sécurité du personnel, paiement, rémunération, devoirs et droits, morale, attitude, bien-être, récompense, personnel qualifié, motivation, recrutement, embauche, fidélisation, responsabilités.</p> <p>Formation, développement professionnel, carrière, programme d'initiation, recrutement, programme d'assistance, éducation du personnel, stage, amélioration des compétences, formation interne, formation continue, éducation, bachelier, niveau éducatif, doctorat, qualification personnelle, cadre, ancienneté, expérience, compétence, priorité, spécialisation, savoir-faire, connaissances liées au travail, innovation, création, développement de nouveaux produits, recherche et développement, nouvelle technologie, stratégie marketing créative, nouvelle ligne de produit, nouveaux secteurs.</p>

Source : Beldi et al (2014)

2.3 Modèle de l'étude et méthodes d'analyse

Afin de conduire une analyse empirique visant à évaluer la valorisation du capital immatériel par le marché financier, nous explorons la relation entre le ratio market to book et les informations divulguées relatives aux composantes du capital immatériel que sont le capital structurel, le capital relationnel et le capital humain. Pour ce faire, nous employons un modèle de régression linéaire multiple, formulé comme suit :

$$\text{RMB}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{SCS}_i + \beta_2 \text{SCR}_i + \beta_3 \text{SCH}_i + \beta_4 \text{END}_i + \beta_5 \text{TAIL}_i + \varepsilon_i$$

Avec :

RMB_i : Ratio Market to Book mesurant la valorisation du capital immatériel par le marché financier

SCM_i : Score total d'informations publiées sur le capital immatériel par l'entreprise i

SCS_i : Score d'informations publiées sur le capital structurel par l'entreprise i

SCR_i : Score d'informations publiées sur le capital relationnel par l'entreprise i

SCH_i : Score d'informations publiées sur le capital humain par l'entreprise i

END_i : Taux d'endettement de l'entreprise i

TAIL_i : Taille de l'entreprise i

Pour tester nos hypothèses de recherche, nous utilisons deux méthodes distinctes que sont l'analyse qualitative et l'analyse quantitative. Précisément, d'une part, l'analyse qualitative consistera en l'utilisation de l'analyse de contenu pour mettre en lumière l'étendue des informations divulguées concernant le capital immatériel et ses différentes catégories. D'autre part, nous mettons en œuvre une analyse de régression linéaire multiple dans le but d'étudier le degré d'association entre le ratio market to book et les scores de divulgation d'informations sur les composantes spécifiques du capital immatériel.

3. Résultats et discussion

Dans cette section, nous présenterons les résultats des analyses statistiques et économétriques obtenus à partir des données collectées dans les rapports annuels et les états financiers de 20 entreprises cotées sur le marché financier régional. En outre, ces résultats feront l'objet de discussion au regard des résultats des travaux antérieurs inhérents à l'évaluation du capital immatériel par le marché financier.

3.1 Résultats

3.1.1 Résultats des statistiques descriptives

Les statistiques sommaires sur chacune des variables de l'étude (moyenne, écart-type, étendue) dénotent qu'en moyenne la valorisation du capital immatériel (RMB) par le marché financier est de 3,026 avec un minimum de 0,006 et un maximum de 12,037. Quant au score d'informations publiées sur le capital structurel, sa moyenne est de 0,364 par entreprise avec une dispersion de 0,167. Concernant le score d'informations sur le capital relationnel, il affiche une moyenne de 0,229, et celle du capital humain est de 0,407. Par ailleurs le taux d'endettement moyen des entreprises s'établit à 1,206 et la taille moyenne des entreprises est de 10,928. Il ressort de l'analyse des statistiques descriptives qu'en moyenne les entreprises de notre échantillon publient plus d'informations sur le capital humain que le capital structurel et le capital relationnel.

Tableau n°2-Statistiques sommaires

Variable	Obs	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
RMB	20	3,026	3,023	0,006	12,037
SCS	20	0,364	0,167	0,083	0,750
SCR	20	0,229	0,098	0,058	0,500
SCH	20	0,407	0,138	0,050	0,720
END	20	1,206	3,028	0,045	13,643
TAIL	20	10,928	0,676	9,144	12,009

Source : Auteur, à partir des données de la BRVM

Avec :

RMB_i : Ratio Market to Book mesurant la valorisation du capital immatériel par le marché financier

SCM_i : Score total d'informations publiées sur le capital immatériel par l'entreprise *i*

SCS_i : Score d'informations publiées sur le capital structurel par l'entreprise *i*

SCR_i : Score d'informations publiées sur le capital relationnel par l'entreprise *i*

SCH_i : Score d'informations publiées sur le capital humain par l'entreprise *i*

END_i : Taux d'endettement de l'entreprise *i*

TAIL_i : Taille de l'entreprise *i*

3.1.2 Résultats de l'analyse bivariée

L'analyse bivariée présente les résultats de la corrélation de Pearson entre les différentes variables. Selon les résultats, seulement le taux

d'endettement de l'entreprise (END) a une relation linéaire significative et positive avec la variable dépendante (Ratio market to book) à savoir la valorisation du capital immatériel par le marché financier. Quant aux autres variables explicatives, la corrélation de Pearson avec la variable dépendante n'est pas significative. Ce qui signifie l'absence de relation linéaire. Effectivement, les scores d'informations publiées sur le capital structurel (SCR) et le capital humain (SCH) affichent une corrélation linéaire négative mais non significative avec le Ratio Market to Book (RMB) tandis que le score d'informations divulguées sur le capital structurel (SCS) et le ratio market to book (RMB) sont positivement linéairement corrélées bien que cette corrélation ne soit pas significative.

D'ailleurs, l'analyse bivariée a mis en exergue une corrélation négative significative entre le capital relationnel, le capital humain avec le capital structurel. Cette corrélation significative entre les composantes du capital immatériel, largement documentée dans la littérature, pourrait se justifier par l'interdépendance entre le capital structurel et le capital humain (Edvinsson et Sullivan, 1996). Le capital structurel se réfère généralement aux ressources tangibles d'une entreprise, telles que les actifs matériels, les brevets et les procédures opérationnelles. En revanche, le capital relationnel concerne les actifs immatériels liés aux relations de l'entreprise, tels que la confiance des clients, les partenariats stratégiques et la réputation. Une corrélation négative peut indiquer que l'entreprise investit davantage dans l'un de ces domaines au détriment de l'autre. En outre, une entreprise peut choisir de se concentrer davantage sur la construction de relations et de réseaux. Ce qui pourrait diminuer son investissement dans les actifs tangibles. Par exemple, une start-up technologique peut mettre l'accent sur le développement de partenariats et de collaborations, ce qui pourrait réduire son investissement en actifs matériels. Cela pourrait se traduire par une corrélation négative entre le capital structurel et le capital relationnel. De plus, les entreprises à différents stades de leur cycle de vie peuvent avoir des besoins différents en termes de capital structurel et relationnel.

Les jeunes entreprises peuvent mettre l'accent sur la création de relations solides pour se développer rapidement, tandis que les entreprises matures peuvent investir davantage dans des actifs tangibles pour consolider leur position sur le marché. Par ailleurs, la forte corrélation négative observée entre le capital structurel et le capital humain pourrait être imputable à plusieurs facteurs tels que l'allocation des ressources, la stratégie de gestion d'entreprise, aux changements organisationnels et le cycle de vie des entreprises.

Tableau n°3-Corrélation de Pearson entre les différentes variables

	RMB	SCS	SCR	SCH	END	TAIL
RMB	1,000					
SCS	0,294 (0,208)	1,000				
SCR	-0,015 (0,950)	-0,568*** (0,009)	1,000			
SCH	-0,347 (0,134)	-0,810*** (0,000)	-0,022 (0,926)	1,000		
END	0,729*** (0,000)	-0,040 (0,868)	0,110 (0,644)	-0,030 (0,899)	1,000	
TAIL	0,272 (0,246)	-0,129 (0,587)	0,174 (0,464)	0,033 (0,889)	0,155 (0,515)	1,000

Source : Auteur

Avec :

RMB_i : Ratio Market to Book mesurant la valorisation du capital immatériel par le marché financier

SCS_i : Score d'informations publiées sur le capital structurel par l'entreprise i

SCR_i : Score d'informations publiées sur le capital relationnel par l'entreprise i

SCH_i : Score d'informations publiées sur le capital humain par l'entreprise i

END_i : Taux d'endettement de l'entreprise i

TAIL_i : Taille de l'entreprise i

Note : Les p-value sont entre parenthèses ; ***, ** et * dénotent respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

3.1.2 Résultats d'estimation

En raison de la forte corrélation entre le score d'informations sur le capital structurel (SCS) et le score d'informations liées au capital humain (SCH) détectée et pour éviter les problèmes de multicollinéarité entre les composantes du capital immatériel qui risqueraient d'introduire des biais dans l'estimation, deux modèles ont finalement été retenus : un modèle avec les variables Score d'informations sur le capital structurel (SCS) et Score d'informations sur le capital relationnel (SCR) et un second modèle avec la variable Score d'informations divulguées sur le capital humain (SCH). Dans chacun de ces modèles les deux variables de contrôle que sont l'endettement (END) et la taille (TAIL) ont été rajoutées. Les deux modèles se présentent comme suit :

$$M1 : RMB_i = \beta_0 + \beta_1 SCS_i + \beta_2 SCR_i + \beta_3 END_i + \beta_4 TAIL_i + \varepsilon_i$$

$$\mathbf{M2 : RMB}_i = \beta_0 + \beta_1\mathbf{SCS}_i + \beta_2\mathbf{END}_i + \beta_3\mathbf{TAIL}_i + \varepsilon_i$$

Selon les résultats d'estimation du modèle 1 consignés dans le

Tableau n°1, le R-carré est de 0,685. Ce qui traduit que 68,5% de la variabilité du ratio market to book (RMB) est expliqué par les variables explicatives que sont le score d'informations communiquées sur le capital structurel (SCS), le score d'informations publiées sur le capital structurel (SCR), l'endettement (END) et la taille des entreprises (TAIL). Le modèle est globalement significatif avec une F-stat de 86,99 et une p-value associée de 0,000. Le coefficient associé à SCS est de 7,356 et significatif au seuil de 5%. Cela signifie qu'une augmentation d'une unité du score d'information sur le capital structurel de l'entreprise implique une augmentation du ratio market to book de 7,356. L'endettement mesuré par le levier financier est aussi significatif et positif au seuil de 1% et son effet sur le RMB est chiffré à 0,702. En effet, les investisseurs sur le marché financier régional perçoivent l'endettement comme un catalyseur de la croissance future de l'entreprise qui contribuerait à amplifier le rendement des actionnaires. De ce fait, l'accroissement de la rentabilité financière pourrait se traduire par une importante valorisation boursière de l'entreprise.

Par ailleurs, la taille de l'entreprise influence positivement le RMB de l'entreprise au seuil de 10%, le coefficient associé étant de 0,885. Précisément, les entreprises de grande taille sont valorisées positivement par le marché financier en raison de la confiance accordée par les investisseurs du fait d'une grande visibilité de ces entreprises, leur réputation sur les marchés financiers ainsi que leur résilience. En outre, les investisseurs perçoivent ces entreprises comme étant capables d'exploiter des opportunités de croissance susceptibles de générer des bénéfices futurs pouvant influencer positivement sur le ratio market to book. En revanche, le score d'informations lié au capital relationnel n'a pas d'influence sur la valorisation boursière des entreprises.

Tableau n°1-Résultats d'estimation du modèle avec SCS et SCR (modèle 1)

Variables	Coefficient	Erreur Standard Robuste	t-Stat	P-value
SCS	7,356**	3,200	2,300	0,036
SCR	3,218	1,863	1,730	0,105
END	0,702***	0,048	14,780	0,000
TAIL	0,885*	0,493	1,790	0,093
Constante	-10,900	5,509	-1,980	0,066
N		20		
F(4, 15)		86,990		
Prob > F		0,000		
R carré		0,685		
RMSE		1,909		

Source : Auteur

Note : *, ** et * dénotes respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.**

Avec :

RMBi : Ratio Market to Book mesurant la valorisation du capital immatériel par le marché financier

SCSi : Score d'informations publiées sur le capital structurel par l'entreprise i

SCRi : Score d'informations publiées sur le capital relationnel par l'entreprise i

ENDi : Taux d'endettement de l'entreprise i

TAILi : Taille de l'entreprise i

D'après les résultats du modèle 2 impliquant la variable score d'informations publiées sur le capital humain (SCH) et les deux variables de contrôle, on note que ce dernier est globalement significatif et affiche un pouvoir prédictif de 66,88%. De plus, les trois variables explicatives sont significatives avec l'endettement et la taille qui maintiennent un effet positif sur le Ratio market to book (RMB). Cependant, la régression indique que le score d'informations communiquées sur le capital humain (SCH) affecte négativement et significativement le Ratio Market to Book au seuil de significativité de 5%.

Tableau n°2-Résultats d'estimation avec SCH (modèle 2)

Variabiles	Coefficient	Erreur Standard Robuste	t-Stat	P-value
SCH	-7,282**	3,297	-2,210	0,042
END	0,691***	0,053	13,010	0,000
TAIL	0,788*	0,440	1,790	0,092
Constante	-3,451	4,600	-0,750	0,464
N		20		
F(4, 15)		93,63***		
Prob > F		0,000		
R carré		0,668		
RMSE		1,898		

Source : Auteur

Note : ***, ** et * dénotes respectivement la significativité au seuil de 1%, 5% et 10%.

Avec :

RMBi : Ratio Market to Book mesurant la valorisation du capital immatériel par le marché financier

SCHi : Score d'informations publiées sur le capital humain par l'entreprise i

ENDi : Taux d'endettement de l'entreprise i

TAILi : Taille de l'entreprise i

Des tests de validité sur les différents modèles estimés ont été effectués : test de nullité de la moyenne des résidus, test de normalité des résidus et enfin le test d'hétéroscédasticité. Le test de moyenne nulle est un test de Student. Pour la normalité, il s'agit du test de Skewness et kurtosis. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant. En fixant un seuil de significativité de 1%, les résultats conduisent à l'acceptation de l'hypothèse nulle des différents tests de validité. En effet, toutes les p-value sont supérieures à 0,01. Ainsi, pour les deux modèles, l'hypothèse de moyenne nulle, l'hypothèse d'homoscédasticité (variance constante) et l'hypothèse de normalité des résidus sont validées au seuil de 1%.

Tableau n°3-Résultats des tests de validité

Tests		Modèle 1	Modèle 2
Test de moyenne nulle	t-Stat	0,000	0,000
	p-value	1,000	1,000
Test d'hétéroscédasticité	chi2(1)	0,250	0,160
	p-value	0,619	0,686
Test de normalité	Adj chi2(2)	4,150	6,250
	p-value	0,125	0,044

Source : auteur

3.2 Discussion des résultats

L'analyse de régression prouve que les informations communiquées sur le capital structurel influencent positivement la valorisation boursière des entreprises par les investisseurs sur le marché financier régional. Spécifiquement, les informations publiées concernant le capital structurel peuvent permettre aux investisseurs de mieux comprendre la valeur des actifs immatériels de l'entreprise. Lorsque les investisseurs ont une visibilité sur la manière dont l'entreprise exploite ses actifs immatériels pour générer des revenus et maintenir sa position concurrentielle, cela peut renforcer leur confiance dans la valeur à long terme de l'entreprise (Barney, 1991). Par ailleurs, la divulgation d'informations sur le capital structurel peut aider les investisseurs à mieux évaluer la valeur des actifs immatériels d'une entreprise. Lorsque les investisseurs comprennent comment l'entreprise tire profit de ses actifs immatériels pour générer des revenus et maintenir sa compétitivité, cela renforce leur confiance dans la valeur à long terme de l'entreprise.

En outre, les actifs immatériels tels que les brevets technologiques ou les marques solides peuvent conférer à une entreprise un avantage concurrentiel durable. Cette relation trouvée apporte la preuve empirique que les entreprises cotées sur le marché financier régional possèdent des actifs immatériels de qualité et les utilisent efficacement peut attirer des investisseurs à la recherche d'opportunités de croissance et de rentabilité à long terme. Une gestion judicieuse du capital structurel peut également indiquer la capacité de l'entreprise à innover et à se développer à l'avenir. Les investisseurs sont souvent intéressés par les entreprises qui investissent dans la recherche et le développement et qui disposent d'actifs intellectuels solides pour soutenir leur croissance future. Ce résultat trouvé sur le marché financier régional est conforme aux conclusions des travaux de Wang et Chen (2005) et de Dammak (2015). Ce résultat valide même les présomptions de la théorie du signal car les investisseurs perçoivent les informations publiées sur le capital structurel comme émettant un bon signal sur la qualité des projets ainsi que des performances futures des entreprises cotées sur le marché financier régional. En conséquence, l'hypothèse H_1 postulant que la divulgation d'informations sur le capital structurel influence positivement la valorisation boursière est validée.

Cependant, les résultats des estimations ont démontré que la communication d'informations sur le capital relationnel n'a aucune influence sur la valorisation boursière des entreprises. Cette absence de relation pourrait être imputable à plusieurs facteurs, entre autres, la complexité de la quantification de ces informations, le focus sur les données financières tangibles, l'horizon temporel court des investisseurs, la volatilité des marchés, le manque de réglementation relative à la publication

d'informations sur le capital immatériel et les préférences changeantes des investisseurs. Au regard de ce qui précède, l'hypothèse H₂ est infirmée.

D'ailleurs, l'analyse multivariée dénote que la publication d'informations sur le capital humain affecte négativement la valorisation boursière des entreprises cotées sur le marché financier régional. En fait, dans ce contexte, les entreprises qui communiquent davantage sur le capital humain sont valorisées de moins en moins par les investisseurs. Ces derniers n'appréhendent pas l'utilité de la politique de communication extensive sur le capital humain des entreprises. Ceux-ci peinent à intégrer la dimension humaine dans leurs décisions d'investissement, privilégiant davantage le capital structurel qui englobe des éléments plus concrets. Cette attitude des investisseurs pourrait s'expliquer par l'absence de reconnaissance comptable du capital humain, comme un facteur de création de valeur et de compétitivité des entreprises. Par ailleurs, d'autres facteurs, à savoir, le manque de visibilité des investissements en capital humain par les investisseurs, la vision myopique des investisseurs en matière d'horizon d'investissement ainsi que l'incertitude portant sur le capital humain.

Précisément, une entreprise qui investit fortement dans son capital humain, peut ne pas obtenir un retour sur investissement immédiat ou visible. Les investissements dans la formation, le développement des employés et l'amélioration des conditions de travail peuvent prendre du temps avant de se traduire par une augmentation des bénéfices. Par conséquent, les investisseurs pourraient percevoir ces dépenses comme des charges plutôt que comme des investissements, ce qui pourrait entraîner une diminution du ratio marché-valeur comptable (market to book) et ultimement conduire à une sous-évaluation du capital humain par les marchés financiers.

Dans cette perspective, il est possible d'interpréter la communication volontaire d'informations relatives aux ressources humaines comme une démarche visant à obtenir une reconnaissance sociale et à répondre aux attentes des parties intéressées (Kateb, 2014). Et pourtant, l'auteur El Altar (2016) avance l'argument selon lequel le capital humain joue un rôle crucial dans la génération de valeur au sein de l'entreprise, et qu'il représente l'un des facteurs déterminants majeurs de sa performance globale. Cette idée est également étayée par les affirmations de Zaiker (2023), qui soutient que le capital humain est une exigence fondamentale pour assurer la compétitivité des nations et promouvoir leur développement durable. Ce résultat obtenu sur le marché financier régional de l'UEMOA contredit les travaux de Chen et al (2005). D'ailleurs, il valide les conclusions des travaux de Kateb (2014) dans le contexte marocain et celles de Williams et Firer (2003) dans le contexte singapourien.

Conclusion

Depuis plusieurs décennies, le capital immatériel est devenu le moteur principal de la croissance des entreprises. En dépit de la dématérialisation croissante de la politique d'investissement des entreprises au fil du temps, la comptabilité ne mesure que partiellement l'immatériel. En conséquence, cette lacune de la comptabilité relativement à la reconnaissance comptable par les normalisateurs comptables du capital immatériel complexifie leur évaluation ainsi que celle des entreprises (Casta, Ramond et Escaffre, 1997). Pour se faire, en l'absence de réglementation qui contraint les entreprises à communiquer sur leur capital immatériel (capital structurel, capital relationnel et capital humain), ces dernières doivent nécessairement divulguer des informations pertinentes et suffisantes aux investisseurs sur leurs investissements en immatériels pour une meilleure évaluation de leurs titres par le marché financier. C'est ainsi que tout au long de cette étude, nous avons analysé la valorisation du capital immatériel par le marché financier.

En ayant recours à un échantillon de 20 entreprises cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), l'analyse multivariée dénote que les informations communiquées sur le capital structurel sont positivement valorisées par les investisseurs sur le marché financier régional. En revanche, en dépit de la politique de communication intensive des entreprises cotées sur les savoir-faire, les expériences, les motivations, les formations, les connaissances, les qualifications des employés etc., les investisseurs n'appréhendent pas ces informations comme étant des facteurs de création de valeur et de compétitivité des entreprises. En conséquence, les informations divulguées sur le capital humain sont valorisées négativement par le marché financier. Quant au capital relationnel, sa communication n'a aucune influence sur la valorisation boursière des entreprises cotées à la BRVM.

Eu égard aux conclusions de cette recherche empirique, les dirigeants d'entreprise cotées doivent communiquer davantage des informations pertinentes et suffisantes aux investisseurs sur le marché financier sur les différentes composantes du capital immatériel pour une meilleure valorisation de leurs titres. Afin d'apporter une preuve empirique de la contribution du capital immatériel à la création de richesse des entreprises dans l'optique d'éviter la sous-évaluation de leurs titres, une recherche ultérieure pourrait explorer sur plusieurs années l'impact du capital immatériel sur la performance financière à travers la méthode VAIC (*Value Added Intellectual Capital*). Par ailleurs, en raison de la forte corrélation entre les composantes du capital immatériel mise en exergue par l'analyse bivariée, une autre recherche pourrait recourir à la méthode des équations structurelles pour cerner les interactions entre les composantes du capital immatériel et leur impact sur la création de valeur.

Conflits d'intérêt: Il n'existe aucun conflit d'intérêt.

Déclaration de financement: Cette recherche n'a bénéficié d'aucun financement.

Disponibilité des données: Les résultats d'estimation proviennent de la régression des données comptables collectées dans les états financiers des entreprises cotées à la Bourse Régionale des Valeurs mobilières (BRVM). En plus, les données sur le capital immatériel sont issues des rapports annuels publiés. Les états financiers et les rapports annuels sont disponibles à l'adresse suivante : <https://www.brvm.org/fr/rapports-societes-cotees>.

References:

1. Aâmoum, H., & Guati, R. (2016). Les déterminants de la communication sur le capital immatériel : cas des grandes entreprises marocaines. *Revue de Gestion et d'Économie*, 4(2), 188-200.
2. Aâmoum, H., & Nakri, S. (2021). L'étude de la divulgation volontaire d'informations à propos du capital immatériel à la lumière de la théorie de l'agence et la théorie du signal : Quels déterminants pour quels objectifs ? *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 2(6), 211-224. <https://doi.org/10.5281/zenodo.553167>
3. Abbey, C. (2017, May). L'importance du Capital immatériel comme facteur de création de valeur. *In Académie de Comptabilité, Conférence du (Vol. 16)*.
4. Abdolmohammadi, M. J. (2005). Intellectual capital disclosure and market capitalization. *Journal of intellectual capital*, 6(3), 397-416.
5. Abeysekera, I. (2010), « The influence of board size on intellectual capital disclosure by Kenyan listed
6. firms », *Journal of Intellectual Capital*, vol. 11, n° 4, pp. 504-518.
7. Aboody, D., & Lev, B. (1998). The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. *Journal of Accounting Research* 36 : 161-191.
8. Agbodjo, S. (2015). Déterminants de la divulgation volontaire sur la création de valeur actionnariale : cas des sociétés du SBF120. *Comptabilité Contrôle Audit*, 21(1), 71-103.
9. Anaya, F. E. (2021). Capital immatériel et création de valeur : Étude de l'impact de la Recherche & Développement sur la création de valeur en entreprise. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 2(3), 322-338.

10. Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
11. Beldi, A., Damak-Ayadi, S. & Elleuch, A. (2014). La divulgation volontaire sur le capital intellectuel : cas des entreprises familiales et non familiales en France. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 13(3), 99-121.
12. Bessieux-Ollier, C., Schatt, A., Walliser, E. & Zéghal, D. (2014). La reconnaissance du capital immatériel : quels enjeux pour l'évaluation des entreprises ? *Management international*, 18 (3), pp.12–19.
13. Bontis, N., Chua Chong Keow, W., & Richardson, S. (2000). Intellectual capital and business performance in Malaysian industries. *Journal of intellectual capital*, 1(1), 85-100.
14. Bontis, N. (1998). Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models. *Management decision*, 36(2), 63-76.
15. Boulerne S., Sahut M. (2010), Les normes IFRS ont-elles amélioré le contenu informationnel des immatériels ? Le cas des entreprises françaises cotées. », *Comptabilité - Contrôle - Audit* 1/ 2010 (Tome 16), p. 7-7
16. Campbell, D. & Rahman, M. R. A. (2010). A longitudinal examination of intellectual capital reporting in Marks & Spencer annual reports, 1978–2008. *The British Accounting Review*, 42(1), 56-70.
17. Casta, J.F., Escaffre, L., Ramond, O. (2007). Investissement immatériel et utilité de l'information comptable : Étude empirique sur les marchés financiers européens. Conférence SIFF, Louvain-la-Neuve, 16-17 septembre.
18. Cazavan-Jeny, A. (2004). Le ratio market-to-book et la reconnaissance des immatériels – une étude du marché français. *Comptabilité- Contrôle-Audit* 10 (2): 99-24.
19. Chan, K., Lakonishok, J., Sougiannis, T. (2001), The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures. *Journal of finance* 56 (6): 2431-2456.
20. Chen, M. C., Cheng, S. J., & Hwang, Y. (2005). « An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance ». *Journal of intellectual capital*, 6(2), 159-176.
21. Dammak, S. (2015, May). Les publications portant sur le capital immatériel et évaluation des entreprises par le marché financier. In *Comptabilité, Contrôle et Audit des invisibles, de l'informel et de l'imprévisible* (pp. cd-rom).
22. Dammak, S., Triki, M., & Boujelbene, Y. (2009, May). Offre Volontaire D'Informations Sur Le Capital Intellectuel Et Marche

- Financier. In *La place de la dimension européenne dans la comptabilité contrôle Audit* (pp. CD-ROM).
23. Deng, Z., Lev, B. (2006). In-process R&D: To capitalize or expense? *Journal of engineering and technology management* 23: 18-32.
 24. Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
 25. Ding, Y., & Stolowy H. (2003), Les facteurs déterminants de la stratégie des groupes français en matière de communication sur leurs activités de recherche et de développement. *Revue Finance, contrôle et stratégie* 6 (1) : 39-62,
 26. Eberhart, A. C., Maxwell, W. F., & Siddique, A. R. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *The journal of finance*, 59(2), 623-650.
 27. Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower* (1st edition). New York: HarperBusiness
 28. Edvinsson, L. & Sullivan, P. (1996). Developing a model for managing intellectual capital. *European Management Journal*, 4 (août), 356-364.
 29. El Attar, A., & Azizi, H. (2016). Evaluation du capital humain par les méthodes d'évaluation du capital matériel. *Dossiers de Recherches en Économie et Gestion*, 5(2), 55-74.
 30. El Barrouz, B., & Chakhat, Z. (2022). Investissements immatériels et création de valeur : cas des entreprises cotées à la bourse de Casablanca. *Repères et Perspectives Economiques*, 6(1).
 31. Francis J. et K. Schipper, (1999), « Have Financial Statements Lost Their Relevance ? »,
 32. *Journal of Accounting Research*, Automne, Vol 37, N ??, pp. 319-52
 33. Gleason K et Klock M. (2006), « Intangible capital in the pharmaceutical and chemical industry », *The quarterly review of economics and finance*, Vol. 46, pp. 300-314.
 34. Gonne, J., Bello, P., & Roger Feudjo, J. (2019). Le développement des investissements immatériels dans les pays en développement : le rôle catalyseur des compétences des membres du Conseil d'administration. *La Revue des Sciences de Gestion*, (2), 79-95.
 35. Hulten, C. R., & Hao, X. (2008). What is a Company Really Worth? Intangible Capital and the " Market to Book Value" Puzzle (No. w14548). *National Bureau of Economic Research*.
 36. Kateb, I. (2014, May). Le capital humain et la politique de communication : une réduction de l'asymétrie d'information ou un

- processus de légitimation ? In *Mesure, évaluation, notation—les comptabilités de la société du calcul* (pp. cd-rom).
37. Lev, B. (2003). Remarks on the measurement, valuation, and reporting of intangible assets. *Economic Policy Review*, 9(3).
 38. Lev, B., Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21 (1): 107-138.
 39. Lev, B., Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 353-385.
 40. Maaloul, A. & Zéghal, D. (2015). Analyse du contenu informatif de la divulgation des informations sur le capital immatériel : le cas des entreprises américaines. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 19(3), 201-216.
 41. Matoussi, H., & Zemzem, A. (2010). Investissements immatériels et création de valeur : étude empirique sur le marché Français. *Normes et mondialisation, communication dans un congrès*, mai 2004, p.3
 42. Megna P. & Klock M. (2000), « Measuring and valuing intangible capital in the wireless communications industry », *The quarterly review of economics and finance*, Vol. 40, pp. 519-532.
 43. Moussu, C., & Thibierge, C. (1997). Politique financière, opportunité d'investissement et actifs immatériels en Europe : théorie et étude empirique [Financial policy, investment opportunity and intangible assets in Europe : theory and empirical study]. *Banque et marchés*, (30), 6-21.
 44. OCDE (2006), Actifs immatériels et création de valeur. *Réunion du conseil de l'OCDE au niveau ministériel*
 45. Ossonon, A. C. (2022). Motifs de divulgation volontaire d'informations sur le capital immatériel: cas des entreprises cotées à la BRVM. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 3(12).
 46. Ossonon, A. C. (2017). *Analyse de la pertinence de l'information comptable en matière d'investissements immatériels : une étude empirique sur le marché financier de l'UEMOA* », Doctorat en Sciences de Gestion, Abidjan, Université Felix Houphouët Boigny de Cocody.
 47. Rgaguna, K., & Hniche, O. (2018). Esquisse taxonomique sur le capital immatériel : état des lieux et perspectives. *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, Vol 2 n°2.
 48. Sonnier, B., Carson, K. D., & Carson, P. P. (2007). Accounting for Intellectual Capital: The Relationship between Profitability and Disclosure. *The Journal of Applied Management and Entrepreneurship* 12 (2): 3-14.

49. Stewart, A.T. (1997). Intellectual capital: the new wealth of organization. New York: Currency/Double day
50. Taouab, O., Benazzou, L. & Babounia, A. (2016). Le Capital Immatériel : Evaluation Et Importance Cas Des Entreprises Marocaines Cotées En Bourse. *European Scientific Journal*, 12(10).
51. Thibierge C (1997). *Contribution à l'étude des déterminants de la comptabilisation des investissements immatériels*”, Thèse de doctorat en science de gestion, Université Paris-Dauphine, 1997
52. Wang, W. Y., & Chang, C. (2005). Intellectual capital and performance in causal models Evidence from the information technology industry in Taiwan. *Journal of Intellectual Capital*, Vol 6 No 2, pp222- 236.
53. Williams, S. M., & Firer, S. (2003). Association between the ownership structure of Singapore publicly traded firms and intellectual capital disclosures. *Conference AFAANZ*, Australie.
54. Woolridge, J. R. (1988). Competitive decline and corporate restructuring: Is a myopic stock market to blame?.. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(1), 26-36.
55. Zaiker, Y. (2023). Les compétences et la valorisation du capital humain à l'aune du Nouveau modèle de développement au Maroc : de la performance professionnelle à l'engagement éthique. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 4(3-1), 651-670.