



JOURNEE « CAPITAL IMMATERIEL : ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES »

Montpellier, 18 juin 2010

Coordonnée par C. Bessieux Ollier et E. Walliser

c.bessieux@supco-montpellier.fr et elisabeth.walliser@univ-montpl1.fr

Pertinence des méthodes d'évaluation financière des marques : une étude empirique au niveau international

Adel BELDI*¹

Edouard CHASTENET**

Jean-Claude DUPUIS***

Mohamed TALFI****

Résumé :

La valorisation du capital marque en tant qu'actif incorporel suscite un grand débat à la fois dans le monde académique et chez les praticiens. Face à l'absence de reconnaissance en comptabilité des marques générées en interne, la divulgation d'informations complémentaires pourrait être la solution la plus adéquate pour informer le marché sur la valeur de ces actifs incorporels. Toutefois, le grand nombre de méthodes d'évaluation financière des marques et l'absence d'un consensus sur l'utilisation d'une approche commune rendent la diffusion et l'acceptation de la valeur financière des marques comme un critère d'évaluation des entreprises sujettes à de nombreuses difficultés. Cet article étudie la pertinence de la valorisation financière des marques et son impact sur la capitalisation boursière des entreprises qui les possèdent. Sur la base d'un échantillon de 153 observations représentant les valeurs des principales marques internationales valorisées sur trois années successives (2007-2008-2009) par deux organisations spécialisées et indépendantes (Interbrand et Brand Finance), les résultats de notre étude démontrent la pertinence des valeurs des marques communiquées par ces deux organismes. Par ailleurs, une différence statistique apparaît lors d'une étude comparative démontrant une pertinence plus importante d'une méthode de valorisation des marques sur l'autre.

Mots clés : Marque, actif incorporel, value –relevance, évaluation financière.

¹ Professeur Assistant, IESEG School of Management, adresse de correspondance a.beldi@ieseg.fr

** Doctorant en Sciences de Gestion, Université Lyon III, Directeur Ernst & Young.

*** Professeur, HDR ESDES Lyon.

**** Maître de conférences, ESDES Lyon.

Abstract:

Brand equity value has emerged as a subject of debate by academics and businesses. Driven by the non recognition of brands developed inside the firms by accounting standards, disclosure of information about the value of this intangible asset may be the value mean. However, the presence of many methods of valuation which are used to value brands can make their use more difficult. This paper analyzes the value-relevance of some methods used by specialized firms to value international brands. We examine the value relevance and reliability of brand values based in a sample of 153 observations between 2007 and 2009 and the stock price. We find that brand values are value relevant, i.e., associated with market values. Moreover, there is a difference in the value-relevance between the two methods used respectively by Interbrand and Brand Finance.

Keywords: brand assets, intangible assets, value relevance, financial value.

1- Introduction

La valorisation des marques en tant qu'actif incorporel a suscité un grand intérêt dans la communauté scientifique tant en marketing qu'en comptabilité et finance. Il est admis depuis longtemps que les noms de marques présentent une valeur importante pour les entreprises. Toutefois, ce n'est que depuis la fin des années 1980 que des travaux scientifiques ont commencé à s'intéresser à leur valorisation (Farquhar, 1989 ; Lipman, 1989 ; Aaker, 1991 ; Barwise et al.1989). Ces derniers considèrent qu'en même temps que les marques sont devenues de plus en plus valorisées, il persiste un sentiment général qu'elles sont mal appréhendées. De ce fait, une définition plus précise du « capital marque », de sa mesure et de ses déterminants, selon une approche financière, a été proposée par Simon et Sullivan en 1993. L'approche consiste à présenter une nouvelle technique pour estimer le « capital marque » d'une entreprise, à partir des estimations faites par le marché des profits reliés à la marque. Simon et Sullivan (1993) valorisent le « capital marque » comme les cash flows supplémentaires reliés à des produits avec marque par rapport aux cash flows apportés par des produits sans marque. Les marques peuvent être définies comme tout mot, ton, symbole ou dessin qui identifie et distingue un produit ou un groupe de produits par rapport à d'autres produits (Plasseraud et al. 1994). De ce fait, la marque renvoie souvent à la perception, au sentiment et à l'image qu'elle véhicule et transmet chez les consommateurs. Dans un sens plus large, les marques créent une image unique du produit ou du service qu'elles identifient, ou de sa qualité et de ses attributs tels qu'ils sont perçus par les

clients (Smith, 1997 ; Kapferer, 1998). Etant donnée l'importance primordiale des marques, le temps et les dépenses importantes nécessaires à leur création, développement et maintien, et leur valorisation est sujet à de multiples controverses entre les spécialistes en marketing et les financiers au sein des entreprises. La mesure comptable des marques ne peut pas simplement être appréhendée à travers le droit de propriété qui la matérialise. On s'intéressera ici à « tous les éléments d'actif et de passif liés à une marque, à son nom ou à ses symboles, et qui apportent quelque chose à l'entreprise et à ses clients, parce qu'ils donnent une plus value ou une moins value aux produits ou aux services » (Aaker, 1994). Le capital marque tel qu'il est défini par Aaker (1994), Barwise (1993) est un ensemble d'éléments (liés à la marque) qui apportent une plus-value aux produits et aux services de l'entreprise et permettent ainsi de capter et de fidéliser une partie de la demande. Sa valeur provient de la position que l'entreprise avec marque détient sur le marché, par rapport à celle qui aurait résulté sans la marque.

Cette question de la valorisation des marques s'inscrit dans une démarche plus générale qui a pour objet de s'interroger sur la prise en compte des actifs incorporels dans l'évaluation des entreprises. Des divergences existent entre les différentes disciplines de management à ce sujet. Dans cet article, nous allons nous intéresser à la prise en compte de la particularité du « capital marque » en comptabilité et de la façon de le valoriser financièrement. Nous suivons dans ce travail l'approche de « value relevance » popularisée par les travaux d'Ohlson (1995) et reprise dans le cas des marques par Barth et al. (1998), et Kallapur et Kwan (2004). Notre travail trouve son essence dans le grand débat en comptabilité sur les critères d'inscription dans le bilan des actifs incorporels (intangible assets) en général et des marques en particulier. Walliser (2000) s'est posée la question de savoir comment traiter une marque en comptabilité et sur la base de quelle évaluation. Cette question ramène à une problématique récurrente en comptabilité, qui est celle du choix entre fiabilité et pertinence dans le traitement et la prise en compte de l'information comptable et plus particulièrement de la mesure du capital immatériel.

Le courant de la value-relevance semble apporter des réponses à ce débat en s'attachant plus particulièrement à l'apport d'une information comptable ou extra-comptable dans la valorisation boursière d'une entreprise. Cette approche a par exemple été mobilisée en France par Cazavan-Jeny et Jeanjean (2005) pour étudier la pertinence de l'inscription à l'actif des frais de recherche

& développement. Les résultats ont montré que l'inscription à l'actif de la R&D est associée négativement aux cours boursiers et aux rendements.

Dans cet article, pour étudier l'association entre la valeur financière des marques et la capitalisation boursière des entreprises qui les détiennent, deux modèles sont proposés : le premier explique les cours boursiers et le second les rendements boursiers. A partir d'un échantillon commun de marques internationales valorisées par deux organismes indépendants spécialisés sur trois années (2007-2008-2009), soit 153 observations. Les résultats de cette étude montrent que l'estimation financière des marques apporte une information pertinente pour apprécier les cours et les rendements boursiers.

Après avoir étudié les fondements théoriques qui sous-tendent cette étude dans la première partie, une explication de la méthodologie suivie sera décrite dans la deuxième partie. Les résultats empiriques seront présentés et discutés en troisième partie.

2-Fondements théoriques

Avant d'expliquer la nécessité d'utiliser une approche de valeur relevance pour démontrer l'utilité d'une estimation financière des marques pour les entreprises, nous allons présenter succinctement les règles comptables applicables aux marques au niveau international.

2.1. Traitement comptable des marques

Le traitement comptable des marques s'inscrit dans la question plus générale de la comptabilisation des actifs incorporels. Une immobilisation incorporelle est définie comme « un actif non monétaire identifiable sans substance physique, détenu en vue de son utilisation pour la production ou la fourniture de biens ou de services, pour une location à des tiers ou à des fournisseurs » (IAS 38). Le caractère identifiable signifie qu'il est possible de distinguer (séparer) cet actif du goodwill (IAS 38, § 11). Ainsi un actif est identifiable lorsqu'il est séparable ou qu'il résulte de droits contractuels ou autres droits légaux.

Dans le cas des marques, nous pouvons distinguer à l'instar de Walliser (2009) trois modes d'obtention : une marque acquise de manière isolée, une marque acquise lors d'un regroupement d'entreprises et une marque générée en interne.

Pour le premier cas, l'IAS 38 (§ 23) précise « si une immobilisation incorporelle est acquise séparément, le coût de cette immobilisation incorporelle peut généralement être évalué de façon fiable. C'est le cas en particulier lorsque la contrepartie de l'achat est sous forme de trésorerie ou d'autres actifs monétaires ».

Le deuxième cas concerne l'acquisition dans le cadre d'un regroupement d'entreprises (fusion ou consolidation). L'IAS 38 (§ 27-32) évoque le traitement des éléments incorporels acquis à l'occasion d'un regroupement d'entreprises, tel que défini dans la norme IFRS 3. Dans ce contexte, le coût d'une immobilisation incorporelle est « fondé sur sa juste valeur à la date d'acquisition » (IAS 38, § 27). La norme cite plusieurs méthodes pour estimer la juste valeur en cas d'absence d'un marché actif, par exemple des multiples ou des cash flows actualisés (IAS 38, § 30) et conclut que « si le coût ... d'une immobilisation incorporelle... ne peut être évalué de façon fiable, cet actif... est inclus dans le goodwill (écart d'acquisition) » (IAS 38, § 31).

Pour les marques générées en interne, l'IAS (38, § 64) a interdit explicitement leur activation. Ainsi toutes les dépenses supportées pour leur développement sont constatées en charges. Une explication de cette décision est que les dépenses engagées pour créer en interne des fonds commerciaux, des marques, des titres de journaux et de magazines, des listes de clients et autres éléments similaires en substance, ne peuvent pas être distinguées des coûts de développement de l'activité dans son ensemble. Par conséquent, ces éléments ne sont pas comptabilisés en tant qu'immobilisations incorporelles. Il en est de même pour les coûts engagés ultérieurement relatifs à ces dépenses internes, comme pour les frais de dépôt des marques générées en interne. Il faut noter que les normes US GAAP (cf. SFAS 142), ne reconnaissent pas non plus les marques générées en interne.

Depuis plusieurs décennies, la mesure comptable des marques faisait apparaître les lacunes d'une véritable harmonisation internationale des systèmes comptables. Nous pouvons citer à ce titre deux études comparatives sur les pratiques des entreprises. La première, faite par Walliser (1999) sur l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni, a montré que les pratiques en matière de reconnaissance des marques à l'actif différaient selon la nationalité de l'entreprise. Elle distinguait trois pôles d'entreprises avec des pratiques différentes de traitement comptable des marques. Le premier groupe revendiquait une position claire en faveur de la comptabilisation des marques à

l'actif. A l'inverse, un deuxième groupe ne reconnaissait pas la marque en tant qu'actif. Le troisième pôle garde une position imprécise et prudente à ce sujet. La deuxième est celle de Stolowy et al. (2001) qui ont comparé le traitement comptable des marques en France, en Allemagne et dans les IASC.

L'évolution du cadre comptable de référence relatif à la comptabilisation des marques et à leur traitement s'inscrit dans un esprit de convergence et d'harmonisation des règles appliquées au niveau international, avec l'adoption des normes IAS/IFRS. L'influence des dispositions inscrites dans les US GAAP sur l'élaboration des normes IAS et l'homogénéisation des règles comptables devrait offrir une meilleure comparabilité des comptes. Le cas des marques nous semble intéressant à ce titre et permettra de savoir si la non prise en compte des marques générées en interne au niveau comptable est compensée par des informations complémentaires issues d'autres méthodes d'évaluation. Une information qui permet aux investisseurs de mieux valoriser les entreprises qui détiennent ces marques. L'approche de la « value-relevance » nous semble utile dans notre cas pour répondre à la question de la pertinence de l'estimation financière des marques générées en interne et non inscrites à l'actif des entreprises.

2.2. L'apport de l'approche « value relevance »

Le courant de recherche fondée sur la « value-relevance » a été utilisé pour expliquer la différence entre la valeur boursière des entreprises et leur valeur comptable. Fama et French (1995) se sont intéressés à l'écart entre ces deux valeurs à l'aide du ratio « market to book » en montrant l'existence d'un lien positif entre ce ratio et les rendements boursiers futurs. Amir et Lev (1996) et Lev et Sougiannis (1996) considèrent que le modèle comptable basé sur le coût historique se concentre sur le coût et non pas sur la valeur de ce qui justifie la prise en compte d'autres éléments incorporels et/ou physiques valorisés par les investisseurs. Dans leur article de 1996, Amir et Lev ont examiné l'importance pour les investisseurs des informations financières et non financières dans le secteur de la téléphonie mobile. Les auteurs soulignent en plus de la complémentarité entre information financière et non financière, la pertinence d'autres indicateurs non financiers pour évaluer les entreprises. Barth et al. (1996) considèrent que la valeur de l'entreprise (capitalisation boursière) est égale à la somme des actifs reconnus, mesurés par la valeur comptable des fonds propres majorée de la valeur des actifs non comptabilisés

(unrecognized assets). Selon Ohlson (1995), la valeur de l'entreprise est égale à la somme des fonds propres comptables majorée de la valeur actuelle des rendements anormaux futurs.

En France, les modèles d'évaluation de l'entreprise ont été utilisés par Evraert (2006) pour tester l'association entre la valeur de marché et les mesures comptables (capitaux propres, résultat net, flux de trésorerie d'activité, d'investissement et de financement) pour les entreprises de la nouvelle économie française entre 2000 et 2002. Par ailleurs Cazavan-Jeny et Jeanjean (2005) ont mobilisé le modèle d'Ohlson (1995) pour étudier la pertinence de l'inscription à l'actif des frais de recherche & développement.

Barth et al. (1998), Kallapur et Kwan (2004) ont testé ces modèles dans le cas particulier des marques en tant qu'actif incorporel. En se basant sur un échantillon d'entreprises britanniques, Kallapur et Kwan (2004) ont démontré que les actifs « marques » inscrits à l'actif sont pertinents pour l'évaluation boursière des entreprises. Par ailleurs, Barth et al. (2001) démontrent que les valeurs des marques fournies par les managers sont pertinentes et à avec un certain degré, fiables. Plusieurs travaux antérieurs ont démontré la pertinence des actifs incorporels. Holthausen et Watts (2001) identifient huit recherches fondées sur le courant de la value relevance des actifs incorporels. Selon ces auteurs, la comptabilité des marques est sujette à de multiples controverses. Si l'importance des marques et des autres investissements incorporels ainsi que leur rôle dans le processus de création de valeur pour l'entreprise n'est plus à démontrer (Walliser, 2000), au niveau comptable, ces investissements engagés pour développer une activité de promotion d'une marque sont constatés en charges dans la plupart des référentiels comptables.

Le développement d'une marque constitue l'une des principales priorités de nombreuses entreprises, qui allouent ainsi une grande partie de leurs ressources dans ce processus (Keller, 2003). Une politique de marque nécessite des investissements en publicité et promotion, ainsi qu'en R&D (Keller et Lehmann, 2003).

Face à cette divergence entre approche économique qui reconnaît la marque comme un élément essentiel permettant à l'entreprise de se distinguer par rapport à ses concurrents, de fidéliser ses clients et d'améliorer sa rentabilité, et une réglementation comptable qui n'autorise pas l'activation des marques générées en interne, la diffusion d'informations complémentaires sur ces marques semble être utile pour l'évaluation financière des entreprises. Dans cet article, nous nous

intéressons aux valeurs de marques estimées et diffusées par des organismes indépendants et spécialisés dans l'évaluation des marques. Ces valeurs sont largement diffusées dans la presse spécialisée et concerne les principales marques au niveau international. L'estimation de la valeur financière des marques est basée sur des approches qui que nous décrivons ci-dessous.

2-3. Méthodes d'évaluation financière des marques

Le concept de capital marque (*brand equity*), né dans les années 80-90 (Aaker, 1991, Kapferer 1991, Keller 1993), attribue à la marque une valeur d'actif, dont il est par conséquent possible d'estimer la valeur financière, avec les enjeux correspondant en terme de gestion, de valorisation et de comptabilisation.

Selon Aaker (1991) par exemple, la valeur de la marque s'exprime au travers de cinq actifs principaux : la notoriété, la qualité perçue, la loyauté, les associations et les actifs spécifiques de la marque. Ces actifs apportent de la valeur ajoutée au client et à l'entreprise.

Les auteurs divergent toutefois quant aux actifs constitutifs du capital marque et aux méthodes de mesure de celui-ci. Il est notamment possible d'identifier deux courants de recherche, le premier s'inscrivant du point de vue du consommateur (approche marketing du capital marque), le second du point de vue de l'entreprise (approche financière du capital).

Contrairement à cette approche qui s'intéresse aux méthodes de mesure de la force de la marque du point de vue du consommateur (cf. Kartano et Rao, 2008, pour une revue de littérature plus complète), l'approche du point de vue de l'entreprise s'intéresse à la mesure de la contribution directe de la marque à la performance financière de l'entreprise. Cette approche s'interroge ainsi sur les indicateurs de mesure financière et le moyen de les exploiter pour déterminer la valeur financière des marques (Kapferer, 2004).

Simon et Sullivan (1993) estiment ainsi qu'il est possible d'extraire la valeur d'une marque de la valeur boursière de la société qui l'exploite, avec deux approches. La première repose sur le calcul de la différence entre cette valeur boursière et la valeur des actifs corporels de l'entreprise (avec la prise en compte de certains ajustements complémentaires), la seconde repose les études d'événements qui analysent l'impact sur la valeur des marques d'une modification de stratégie marketing ou d'autres événements de l'entreprise.

Dans une optique de mesure plus directe de la valeur financière de la marque, plusieurs auteurs (Winters, 1991 ; Reilly et Schweih, 1998 ; Seetharaman et al. 2001) ont identifié trois grandes approches pour estimer la valeur financière d'un actif incorporel et notamment des marques, à savoir :

- ▶ l'approche par les coûts (*cost approach*) ;
- ▶ l'approche par les références de marché (*market approach*) ;
- ▶ l'approche par les revenus (*income approach*).

Les approches par les coûts et les références de marché sont souvent considérées comme non pertinentes ou inapplicables pour évaluer des marques. Dans le cas des approches par les références de marché il faut simplement faire le constat qu'il existe que très peu de transactions portant sur des marques et donc encore moins de consensus de marché sur leur valeur (Subramanian, et al. 2009). Même si les approches par les revenus ne sont pas non plus exemptes de reproches, celles-ci semblent plus pertinentes et permettent de mieux valoriser les marques en prenant en compte des variables issues du marché et du contexte économique.

Dans l'approche par les revenus, le principal enjeu est de déterminer les flux de revenus attribuables à la marque (Aaker, 1991). Pour cela il est possible de distinguer trois méthodes principales (Cravens et Guilding, 1999) :

- ▶ La méthode dite du partage des surprofits (*excess profit*),
- ▶ La méthode dite des redevances de marché (*relief from royalty*),
- ▶ La méthode dite des primes de prix (*price premium*).

En ce qui concerne la méthode des surprofits et sa pertinence, Nussenbaum (1993) souligne que le capital marque est un actif conditionnel. Il convient donc de partir des résultats générés par l'entreprise dans son ensemble, et d'en déduire le coût des actifs nécessaires à son exploitation, pour déterminer ensuite les surprofits attribuables à la marque.

Dans le cas de la méthode des redevances, Reilly et Schweih (1998), Cravens et Guilding (1999) font référence à l'utilisation possible des taux de redevance de marque appliqués dans des contrats de licences portant sur des marques comparables.

Dans la méthode de prime des prix, de nombreux auteurs analysent la contribution économique de la marque sous la forme d'une mesure incrémentale du point de vue du consommateur (valeur

d'utilité) ou du point de vue de l'entreprise (prime de prix ou de volume). Dans cette deuxième configuration, orientée vers la contribution de la marque pour la firme, les auteurs s'attachent à identifier le surprofit sous la forme d'une prime de revenu (ou de volume), par comparaison entre des produits marqués et des produits sans marque (Aaker, 1991 ; Dubin, 1998 ; Cravens et Guilding, 1999). Il faut noter que les normalisateurs ISO, dans le cadre du projet de norme sur l'évaluation financière des marques, ont retenu ces trois approches (coûts, références de marché et revenus). L'approche par les revenus est constituée des trois méthodes (surprofits, redevances et primes)².

Afin de relier l'approche orientée consommateurs et celle centrée sur l'entreprise, Kapferer (1994) propose une analyse en trois phases consistant à (i) identifier les actifs de la marque, (ii) mesurer ensuite sa force sur le marché et enfin (iii) estimer sa valeur financière avec, pour cette troisième phase, deux étapes clés : l'identification des flux de trésorerie attribuables à la marque, et le calcul de sa valeur financière (par actualisation des flux de trésorerie futurs ou par application d'un multiple de capitalisation).

Dans le contexte des normes comptables françaises, américaines, et internationales, et d'une normalisation des méthodes d'évaluation des marques, l'analyse de la pertinence de ces méthodes devient un enjeu majeur de la recherche académique en finance et en comptabilité.

Parmi les organismes les plus réputés qui appliquent cette démarche d'évaluation (dite « économique », pour faire le lien entre le marketing et la finance, selon Subramanian et al. (2009), ou « formulaires », selon le terme employé par Seetharaman et al. (2001), Interbrand et Brand Finance s'appuient, sur la méthode dite du partage des surprofits pour le premier, et sur la méthode des redevances actualisées (*relief from royalty*) pour le second.

a) Méthode d'évaluation des marques par Interbrand

Interbrand est un organisme indépendant créé en 1974, il est spécialisé dans l'évaluation financière des marques. Il a développé sa propre méthodologie d'évaluation qu'il met en œuvre pour le compte de ses clients.

² L'ISO retient plus précisément six méthodes dans le cadre de l'approche par les revenus.

Il publie en outre tout les ans un classement des 100 marques internationales ayant la plus grande valeur financière et ce selon sa propre estimation. La méthodologie appliquée est décrite dans sa publication « Best Global Brands (2009) » disponible en ligne sur son site (cf. www.interbrand.com). Nous résumons cette méthodologie, fondée sur la méthode dite du partage des surprofits (*excess profit*), en quatre phases ci-dessous :

- ▶ Analyse financière (*financial analysis*) : cette phase consiste à estimer le chiffre d'affaires généré par la marque (*brand revenue*) et le résultat économique qui sera réalisé (*business economic earnings*). La méthode utilisée est celle des surprofits. Les données prévisionnelles retenues sont établies à partir de l'analyse d'un nombre important de rapports d'analystes financiers ;
- ▶ Analyse du rôle de la marque (*role of brand analysis*) : cette phase consiste à déterminer la part du résultat économique de l'activité attribuable à la marque (*brand earnings*). Cette estimation est fondée sur l'analyse du rôle de la marque dans l'acte d'achat des consommateurs. Elle repose sur un diagnostic sectoriel élaboré par l'organisme ;
- ▶ Notation de la force de la marque (*brand strength score*) : cette phase consiste à déterminer le taux d'actualisation des résultats attribuables à la marque à partir d'une grille de notation de sa force fondée sur sept facteurs (le marché, le leadership, la tendance, la diversification, le soutien à la marque, la stabilité et la niveau de protection) ;
- ▶ Valeur de la marque (*brand value*) : dans cette dernière phase, la valeur de la marque est calculée par actualisation des résultats futurs qui lui sont attribuables.

Le classement Interbrand de chaque année est publié en septembre, sans précision sur la date de référence susceptible d'être considérée. Ainsi pour chaque année, les valeurs publiées reposent sur les dernières informations comptables disponibles (i.e. dernier exercice clos), mais peuvent intégrer des données ou tendances connues en cours d'année.

Barth et al. (1998) se sont fondés sur les valeurs des marques estimées par Financial Word issues de l'estimation faite par Interbrand pour tester l'association entre ces valeurs et le cours de sociétés cotées qui les exploitent, sur la période 1991-1996.

b) Méthode d'évaluation des marques par Brand Finance

Brand Finance est un autre organisme indépendant créé en 1996, il est aussi spécialisé dans l'évaluation financière des marques, et ayant également développé sa propre méthodologie d'évaluation qu'il met en œuvre pour le compte de ses clients.

Il publie en également tous les ans un classement des 500 marques internationales ayant la plus grande valeur financière. La méthodologie appliquée par Brand Finance est décrite dans sa publication « Brand Finance ® Global 500 » disponible en ligne sur son (cf. www.brandfinance.com). Nous résumons cette méthodologie, fondée sur la méthode dite des redevances (*relief from royalty*), selon les quatre phases ci-dessous :

- ▶ Détermination et extrapolation du chiffre d'affaires et des résultats prévisionnels de l'entreprise qui exploite la marque fondée sur trois sources (consensus IBES, croissance historique, et taux de croissance du PIB) ;
- ▶ Notation de la force de la marque sous la forme d'un indice synthétique (*brandbeta* ® *Index score*), fondée sur des critères d'analyse parmi lesquels la présence, le lien émotionnel, la part de marché et la profitabilité ;
- ▶ Détermination du taux de redevances applicable à la marque, par son positionnement sur une fourchette de taux de redevance issus de références documentées par des transactions entre des parties indépendantes ;
- ▶ Application du taux de redevance au chiffre d'affaires prévisionnel, afin de déterminer puis d'actualiser les flux de redevances attribuables à la marque.

Le classement Brand Finance de chaque année est publié en avril. Ainsi pour chaque année, les valeurs publiées reposent à la fois sur une estimation des informations comptables relatives au dernier exercice clos et sur le consensus des analystes.

Il existe donc un décalage temporel entre la publication des deux estimations produites par Interbrand et Brand Finance. Toutefois, les deux organismes fondent leurs estimations sur la même approche (i.e. par les revenus), et ont en commun la prise en compte de données prévisionnelles concernant le chiffre d'affaires et une grille de notation de la force de la marque³.

³ Millwardbrown est un autre organisme publiant un classement des marques, fondé sur la méthode dite du partage des surprofits (cf. « BranZ - Top 100 – Most Valuable Global Brands (2009) » disponible sur son site (cf. www.millwardbrown.com). La méthodologie appliquée repose ainsi sur la définition de trois paramètres : les résultats de l'activité exploitant la marque (*brand earnings*), la part de ces revenus attribuables à la marque (*brand contribution*), et le multiple de capitalisation applicable à ces revenus (*brand multiple*). Dans cette étude le choix des organismes retenu s'est porté, entre Interbrand et Lillwardbrown, sur celui des deux ayant valorisé le plus de marques communes à Brand Finance sur la période considérée.

Ils se différencient en revanche par la méthode employée : (i) la méthode dite du partage des surprofits appliquée par Interbrand, suppose qu'il est possible de déterminer la quote-part de ces surprofits qui est attribuable à la marque, par référence à l'influence de la marque sur le consommateur (Interbrand repose sur ses références sectorielles internes) ; (ii) la méthode, dite des redevances appliquée par Brand Finance, suppose qu'il est possible d'identifier des contrats de redevances rendus public, portant sur des marques comparables, et conclus entre des parties indépendantes.

2.4- Hypothèses de recherche

Face à l'absence de reconnaissance par la comptabilité des marques générées en interne en tant qu'actifs, la question de la pertinence des méthodes d'évaluation financière demeure posée. Les informations complémentaires surtout quand elle est déterminée par des organismes indépendants est-elle susceptible d'intéresser les investisseurs dans la valorisation financière des entreprises ?

En effet, à partir du moment où il est possible de mesurer les flux de revenus directement attribuables à la marque, puis de les capitaliser afin d'obtenir la valeur financière d'une marque, nous pouvons formuler l'hypothèse de recherche suivante :

H1 : Les valeurs estimées des marques fournies par chacun des deux organismes apportent une information pertinente au marché.

Afin de tester cette hypothèse, nous pourrions retenir les valeurs de marques estimées par Interbrand et Brand Finance comme proxy des valeurs de marques telles qu'elles peuvent être estimées par les investisseurs à partir des seules informations publiques communiquées par les entreprises qui les exploitent.

Comme expliqué ci-dessus, il existe plusieurs méthodes de mesure des flux de revenus directement attribuables à une marque. L'existence de différents organismes indépendants et spécialisés ayant leur propre méthodologie en est l'illustration (Interbrand, Brand Finance ou encore Sorgem en France). Il est ainsi possible de faire l'hypothèse que certaines méthodes sont plus pertinentes que d'autres :

- ▶ La méthode des surprofits suppose qu'il est possible d'identifier la quote-part de ces surprofits attribuables à la marque,

- La méthode des redevances suppose qu'il est possible d'identifier des contrats de redevances de marques rendus publics et portant sur des marques comparables.

Nous pouvons ainsi formuler l'hypothèse de recherche suivante :

H2 : Il existe des méthodes d'évaluation des marques plus pertinentes que d'autres du point de vue des investisseurs pour expliquer tout ou partie des cours boursiers.

Afin de tester cette hypothèse, nous pourrions retenir les valeurs de marques estimées par Interbrand et Brand Finance comme proxy des différentes méthodes appliquées par les investisseurs pour évaluer les marques des entreprises.

3-Méthodologie de l'étude

Notre étude porte sur la pertinence des estimations financières des marques dans la valorisation par le marché des entreprises qui les détiennent. A ce titre, nous allons tester la significativité de l'association entre les cours boursiers et les valeurs de marques en utilisant un échantillon composé des principales marques évaluées au niveau international.

3-1. Echantillon, choix des variables et statistiques descriptives

3-1-1. L'échantillon

Le point de départ de notre travail réside dans la publication régulière par deux organismes indépendants des valeurs financières des principales marques au niveau international. Ces publications suscitent de plus en plus d'intérêt de la part des analystes financiers, des dirigeants des entreprises et aussi de la communauté scientifique avec le premier travail de Barth et al. (1998), fondé sur l'analyse de la pertinence des informations communiquées par Financial World au sujet de la valeur des marques dans le monde entre 1992 et 1997.

Interbrand publie chaque année le classement des 100 plus grandes marques, Brand Finance, publie un classement similaire, portant lui sur les 500 plus grandes marques au niveau international.

Ayant comme objectif de tester la pertinence des informations extracomptables traitant des marques, nous avons considéré qu'il est plus adéquat d'intégrer et de comparer les valeurs de marques communiquées par ces organismes, comme proxy des valeurs de marques telles qu'elles peuvent être estimées par les investisseurs. A cet effet, notre échantillon est constitué des marques évaluées par ces deux organismes sur la période étudiée et qui s'étend de 2007 à 2009. Le nombre de marques prises en compte se limite aux soixante marques estimées à la fois par Interbrand et Brand Finance.

3-1-2. Les données

Notre étude se fonde sur les données suivantes :

- ▶ La capitalisation boursière (« VM ») des 60 sociétés qui exploitent les marques de l'échantillon, aux 31 mars 2007, 2008 et 2009 (nombre de titres cotés multipliés par leur cours de bourse – il peut exister plusieurs catégories de titres).
- ▶ Les capitaux propres (« CP ») et le résultat net (« RES ») comptables publiés par ces 60 sociétés en 2007, 2008 et 2009, relatifs au dernier exercice clos précédent les 31 mars 2007, 2008 et 2009 (soit, par exemple, aux 31 décembre 2006, 2007 et 2008, pour les sociétés clôturant leur compte à cette date).
- ▶ Les valeurs des marques de l'échantillon telles qu'estimées par Interbrand (« IB ») et Brand Finance (« BF »). Ces données sont collectées en se basant sur les classements édités par Interbrand (« Global Brand 100 ») et Brand Finance (« Brand Finance ® Global 500 ») et qui sont disponibles sur leurs sites internet. Il faut noter que dans le cadre de cette étude, la date de publication effective de leurs évaluation par Interbrand (en septembre 2007, 2008 et 2009) et Brand Finance (en avril 2007, 2008 et 2009) n'a pas d'importance, dès lors que notre question de recherche ne porte pas sur l'influence des valeurs publiées par ces deux organismes sur les investisseurs, mais sur la pertinence des méthodes d'évaluation, et dont les valeurs publiées par ces deux organismes nous servent de proxy.

Nous avons exclu de l'échantillon final les marques / entreprises du secteur financier (banques, assurances et services financiers). Nous nous sommes par ailleurs assurés que les marques de l'échantillon, générées en interne, n'étaient pas présentes à l'actif du bilan des entreprises qui les exploitent et ce en analysant les données comptables disponibles dans les rapports d'activités de ces entreprises.

Au total nous avons retenu 153 observations, soit 51 marques par année. Ces marques sont évaluées chacune par les deux organismes InterBrand et Brand Finance sur les trois années de notre analyse.

La liste détaillée des marques traitées est fournie en annexe pour les deux organismes.

Les variables retenues dans le modèle sont présentées de manière synthétique dans le tableau ci-dessous :

Tableau 1. Variables des modèles

Donnée	Descriptif	Source
VM	Capitalisation boursière	FacSet
CP	Capitaux propres	FacSet
RES	Résultat net- exercice clos	FacSet
MARQUE ^{IB}	Valeur financière de la marque selon Interbrand	Interbrand
MARQUE ^{BF}	Valeur financière de la marque selon Brand Finance	Brand Finance

Ces variables sont pondérées par le total actif des entreprises, afin de réduire les effets liés à la différence de taille des sociétés de l'échantillon et limiter l'hétéroscédasticité (le total actif est également issu de la base de données FactSet).

3-1-3. Statistiques descriptives

Elles montrent une grande diversité de taille, de capitalisation boursière et de valeur des marques. Les tableaux ci-dessous présentent les caractéristiques de notre échantillon ainsi que les valeurs estimées des marques respectivement par les deux organismes InterBrand et Brand Finance.

Tableau 2. Capitalisation boursière, capitaux propres et actifs nets des entreprises analysées (en millions de \$)

Variables	Moyenne	Mediane	Std dev
VM	66172,218	46027,862	64373,958
CP	24034,560	16068,423	26495,360
VM/CP	3,618	3,168	10,620
Total actifs nets	83510,717	40317,493	121762,575

Tableau 3. Valeur des marques par InterBrand (en millions de \$)

Année	Nombre	Moyenne	Mediane	Std Dev	Min	Max
2007	51	14993,43	9341,00	15075,84	3116,00	65324,00
2008	51	15803,16	9710,00	15505,92	3401,00	66667,00
2009	51	15633,00	10359,50	15850,81	3228,00	68734,00
Pooled	153	15476,5294	9710	15258,2139	3116	68734

Tableau 4. Valeur des marques estimées par Brand Finance (en millions de \$)

Année	Nombre	Moyenne	Mediane	Std Dev	Min	Max
2007	51,00	14409,20	10793,00	10271,27	1836,00	43146,00
2008	51,00	15668,80	12382,00	11918,64	2516,00	45441,00
2009	51,00	11179,39	10043,00	8324,23	1662,00	32728,00
Pooled	153	13752,4641	11106	10346,1621	1662	45441

3-2. Modèles de recherche

Selon la théorie, la valeur d'un actif est égale à la valeur actualisée des flux de revenus qui lui sont directement attribuables.

Dans la lignée des travaux de Barth et al. (1998, 2001) et Kallapur et Kwan (2004), nous testons la « value-relevance » de l'actif marque par une régression linéaire multiple associant la valeur du marché à la fin de l'année t, aux capitaux propres, le résultat net et les estimations financières des marques absentes du bilan des entreprises, mais dont les valeurs sont publiées par InterBrand et Brand Finance. Ce travail s'inscrit dans la lignée du modèle développé par Ohlson (1995). Comme dans les autres études issues du courant de « value-relevance », nous interprétons la présence significative d'une association entre les variables explicatives et la capitalisation boursière comme indiquant une pertinence de cette information et un à certain niveau de sa fiabilité (Barth et al. 2001).

3-2-1. Modélisation de la capitalisation boursière

Pour tester les hypothèses citées ci-dessus, nous nous appuyons sur le modèle retenu par Barth et al. (1998) et Kallapur et Kwan (2004), à savoir :

$$VM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot CP_{i,t} + \alpha_2 \cdot RES_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Dans ce modèle, VM représente la capitalisation boursière de l'entreprise i à une date d'observation t ; CP représente la valeur comptable des actifs économiques de l'entreprise i (valeur comptable du dernier exercice clos précédent la date d'observation t), RES représente le résultat net de l'entreprise i (résultat net du dernier exercice clos à la date d'observation t).

Pour tester la pertinence de la méthode d'évaluation fondée sur le partage des surprofits, telle qu'appliquée par Interbrand, nous retenons le modèle suivant :

$$VM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot CP_{i,t} + \beta_2 \cdot RES_{i,t} + \beta_3 \cdot MARQUE_{i,t}^{IB} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Dans ce modèle, MARQUE^{IB} représente la valeur financière de la marque de l'entreprise i, telle qu'estimée par Interbrand, à la date du dernier exercice clos précédent la date d'observation t.

Pour valider l'hypothèse H1, ce modèle doit faire ressortir un coefficient β_3 significativement supérieur à zéro, et faire ressortir un coefficient de régression R² significativement supérieur à celui de l'équation (1).

Pour tester la pertinence de la méthode d'évaluation fondée sur les redevances, telle qu'appliquée par Brand Finance, nous retenons le modèle suivant :

$$VM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot CP_{i,t} + \gamma_2 \cdot RES_{i,t} + \lambda_2 \cdot MARQUE_{i,t}^{BF} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Dans ce modèle, MARQUE^{BF} représente la valeur financière de la marque de l'entreprise i, telle qu'estimée par Brand Finance, à la date du dernier exercice clos précédent la date d'observation t.

Pour valider l'hypothèse H1, ce modèle doit faire ressortir un coefficient λ_2 significativement supérieur à zéro, et faire ressortir un coefficient de régression R² significativement supérieur à celui de l'équation (1).

Pour tester si l'une des méthodes est plus pertinente que l'autre (H2), nous pouvons comparer les coefficients de régression R^2 résultant des équations (2) et (3).

Pour valider l'hypothèse H2, les coefficients de régression R^2 de ces deux modèles doivent être significativement différents.

3-2-2. Modélisation des rendements boursiers

En utilisant des modèles proches de ceux de Fama et French (1992) et Barth et al. (1998), l'intensité de l'association entre les rendements boursiers et les valeurs des marques estimées par les deux organismes est étudiée. Ces modèles sur les rendements permettent de tester la pertinence de la diffusion de la valeur des marques non comptabilisés au bilan par une analyse basée sur les flux. Nous commençons par tester en premier les modèles de rendements sans l'intégration des valeurs de marques puis en second en rajoutant respectivement dans chaque modèle la valeur de la marque telle qu'elle est estimée par Interbrand et Brand Finance.

Plus précisément les modèles suivants sont testés :

$$R_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta CP_{i,t} + \lambda_2 \Delta RES_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$R_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 \Delta CP_{i,t} + \mu_2 \Delta RES_{i,t} + \mu_3 \Delta MARQUE_{i,t}^{IB} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$R_{i,t} = \nu_0 + \nu_1 \Delta CP_{i,t} + \nu_2 \Delta RES_{i,t} + \nu_3 \Delta MARQUE_{i,t}^{BF} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$R_{i,t}$: rendement boursier de la firme i à la fin de l'année t , avec $R_{i,t}^{MV} = \frac{MV_{i,t} + DIV_{i,t} - MV_{i,t-1}}{MV_{i,t-1}}$

4- RESULTATS ET DISCUSSION

4-1. Pertinence des méthodes d'évaluation des marques

Dans un premier temps nous testons les modèles sans la marque, afin de pouvoir apprécier l'apport de l'introduction de la marque dans le modèle. Nous effectuons premièrement la régression avec le modèle en valeurs (capitalisation boursière, capitaux propres et résultat net, pondérés par le total actif⁴), et deuxièmement la même régression mais avec le rendement par

⁴ Nous utilisons le total des actifs en tant que facteur de pondération pour réduire l'effet taille entre les différentes entreprises de l'échantillon. Cet indicateur a été utilisé par Fama et French (1998). Nous avons testé d'autres facteurs, mais le total des actifs donne les meilleurs résultats statistiques.

action comme variable à expliquer. Ces deux tests sont effectués pour l'ensemble des résultats présentés ci-dessous.

4-1-1. Régressions sans la valeur des marques

Nous reprenons le modèle (1) sans la marque détaillé ci-dessus.

$$VM_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot CP_{i,t} + \alpha_2 \cdot RES_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1) \quad t : \text{l'année d'évaluation (t=2007, 2008, 2009) mais}$$

sans l'année 2007 pour les rendements, et $\varepsilon_{i,t}$ est par hypothèse un bruit blanc non corrélé.

Le coefficient de détermination ajusté est de 57,25% et la statistique de Fisher correspondante est de 102,8 avec 2 et 150 degrés de liberté.

Avec le modèle des rendements, Une première régression donne un R^2 de 4,822% avec rejet des coefficients du rendement des capitaux propres et fort rejet des résultats aussi.

Les tests du modèle indiquent une bonne acceptation de l'homoscédasticité au risque d'erreur de première espèce et une assez bonne acceptation de l'hypothèse de normalité des résidus. Si les VIF (Variance Inflation Factor) sont tous satisfaisants, les distances de Cook révèlent qu'au moins une observation a une trop forte influence sur le modèle. Après élimination de la ligne correspondante, nous avons le R^2 ajusté qui passe à 9.647%.

Tableau 5. Résultats de la régression sans la valeur des marques

	Régression en valeur		Régression en rendement	
	coefficient	Statistique de Student	coefficient	Statistique de Student
CP	1.0965	3.4445	0.0764	1.6709
RES	14.5401	13.0195	0.1665	0.5658
Constante	-0.2027	-1.5307	-0.1730	-5.3722

Le modèle est alors globalement significatif au vu de la statistique de Fisher et les statistiques de Student confèrent également une significativité aux coefficients mis à part l'intercept qui n'est pas statistiquement différent de 0 à un risque de première espèce de 5%.

Les tests d'indépendance des résidus (Durbin Watson) et d'homoscédasticité sur la variance de type Breusch-Pagan se sont avérés satisfaisants.

4-1-2. Régressions avec la valeur des marques

La valeur financière des marques non inscrites à l'actif du bilan peut apporter un contenu informationnel supplémentaire pour expliquer la capitalisation boursière des entreprises. Partant de cette hypothèse (H1), nous allons tester les mêmes modèles en intégrant les valeurs estimées des marques respectivement par Interbrand (équation (2)) et Brand Finance (équation (3)).

Comme expliqué précédemment, les deux organismes de valorisation des marques utilisent chacun une méthode différente d'estimation. C'est pour cette raison que nous avons voulu tester le niveau de pertinence comparée entre ces deux méthodes en analysant les résultats des associations données par le modèle testé précédemment pour chacun des organismes pris séparément.

Le tableau ci-dessus des tests du modèle (2) pour Interbrand (IB) et (3) pour Brand Finance (BF) indique des R^2 ajustés très proches entre les deux variables marques pour chacun des organismes. Un examen plus détaillé des coefficients des régressions et des statistiques de Student nous permet de juger de la pertinence de ces deux approches. Le tableau ci-dessous présente ces résultats en valeur par actif du bilan :

Tableau 6. Résultats de la comparaison des régressions sur la capitalisation boursière avec marques

	Marque IB		Marque BF	
	Coefficient	Statistique de Student	Coefficient	Statistique de Student
CP	1.1436	3.039	0.9413	3.3951
RES	11.0369	1.5337	9.8627	8.9830
MARQUE	0.8939	4.747	1.1011	8.1202
Constante	-0.2319	-1.497	-0.1869	-1.6198

Les coefficients comme les valeurs des statistiques sont proches entre les deux estimations de valeurs de marques. Les statistiques de Student tous assez élevées confèrent un bon niveau de significativité aux coefficients.

En ce qui concerne le test du modèle basé sur les valeurs données par Interbrand (IB), les résultats de test donnent un R^2 ajusté de 62,62% avec un rejet de l'homoscédasticité et de la

normalité des résidus et néanmoins une acceptation de l'absence d'autocorrélation des résidus. Les vif et distances de Cook sont également à de bons niveaux. Les coefficients de la régression sont tous significatifs à l'exception de la constante.

La faiblesse des probabilités critiques (de l'ordre de 10^{-6}) conduisent à rejeter l'hypothèse d'égalité des régressions avec et sans marque et donc l'ajout de la marque dans le modèle change bien le modèle de régression significativement en augmentant l'explication. Les valeurs des marques fournies par Interbrand contribuent alors significativement à l'amélioration de l'explication des valeurs boursières au-delà des valeurs inscrites au bilan.

Concernant le test du modèle intégrant les valeurs de marques fournies par Brand Finance (BF) (Modèle 3), les résultats sont comme suit : un R^2 ajusté de 65,52% avec un rejet de l'homoscédasticité et de la normalité des résidus et néanmoins une acceptation de l'absence d'autocorrélation des résidus. Les vif et distances de cook sont également à de bons niveaux. Les coefficients de la régression sont tous significatifs à l'exception de la constante qui n'est acceptable qu'à un niveau de risque de 99%. Comme dans le cas d'Interbrand, nous constatons moyennant le test de Fisher par analyse de la variance que l'ajout de la nouvelle variable a effectivement amélioré le modèle. Là aussi, la faiblesse de la probabilité critique (de l'ordre de 10^{-6}) conduit à l'acceptation de l'hypothèse H1. L'ajout de la marque dans le modèle de régression l'améliore significativement.

Nous appliquons la même approche pour les tests sur les modèles de rendements. Les R^2 ajustés sont de 17,87% et de 32,98% respectivement pour Interbrand et Brand Finance. L'ajout de la valeur de la marque améliore statistiquement le modèle aussi bien pour Interbrand que pour Brand Finance à travers le test de Fisher.

Les développements similaires sur les rendements, avec des marques évaluées par Interbrand, donnent des distances de Cook sur les mêmes données qui sans la marque ont conduit à l'élimination de la même ligne d'observations que précédemment sans la marque. Les distances de Cook dénoncent encore une nouvelle ligne d'observations, mais au vu des résultats acceptables nous choisissons de garder la même base de données. En effet, le modèle de régression accepte les hypothèses de normalité et d'homoscédasticité. Les R^2 ajustés sont de 17.87% et de 32.98% respectivement pour Interbrand (IB) et Brand Finance (BF).

Nous donnons dans le tableau suivant les éléments d'appréciation sur les coefficients des régressions.

Tableau 7. Résultats de la comparaison des modèles de rendement avec marques

	Marque IB		Marque BF	
	Coefficient	Statistique de Student	Coefficient	Statistique de Student
CP	0.1896	3.2102	0.1967	4.1413
RES	0.8076	2.5721	0.3368	1.2729
MARQUE	1.9260	2.9631	1.7201	6.5858
Constante	-0.2207	-6.6481	-0.1761	-6.2298

Là aussi nous vérifions à travers le test de Fisher que l'ajout de la valeur de la marque améliore statistiquement le modèle aussi bien pour IB que pour BF.

4-2. Pertinence comparée des deux méthodes d'évaluation

Pour tester notre hypothèse (H2) sur la présence ou non d'une méthode d'évaluation financière des marques plus pertinente pour les marchés financiers, nous allons comparer les deux coefficients de régression par un test de Student.

Sous les hypothèses régulières des modèles la statistique $t = \frac{\alpha_{3,IB} - \alpha_{3,BF}}{\sqrt{VAR(\alpha_{3,IB} - \alpha_{3,BF})}}$ suit une loi de

Student et on peut tester l'hypothèse de nullité de la soustraction équivalant à une égalité des coefficients. Ce test est d'autant plus justifié que le test du Chi-deux sur les distributions des résidus confirme une égalité statistique des deux régressions.

Nous trouvons un risque d'erreur de première espèce qui rejette l'hypothèse nulle d'égalité des coefficients et nous amène à conclure que les évaluations par IB ou BF n'ont pas la même incidence statistique sur les explications des modèles. Par contre un test de la moyenne sur les observations valide l'hypothèse d'égalité des moyennes issues des observations en unités monétaires par actif du bilan et rejette la même hypothèse pour ce qui est des moyennes des rendements par marque.

En définitive, si les marques sont évaluées de manière à ce qu'en moyenne, elles donnent les mêmes grandeurs. Néanmoins les évaluations sont assez différentes statistiquement pour donner des niveaux d'explication différentes de la capitalisation boursière ou du rendement. Nous pouvons constater que Brand Finance donne une explication plus significative, révélée par des tests unilatéraux. Ce résultat est à prendre avec précaution, en effet il est probable que l'estimation faite par Brand Finance des marques intègre des éléments en relation avec la valeur du marché de l'entreprise.

5- Conclusion

Ces résultats montrent la pertinence des valeurs de marques telles qu'elles peuvent être estimées par des organismes indépendants spécialisés. Ces valeurs apportent un contenu informationnel supplémentaire pour les investisseurs et les analystes financiers pour valoriser correctement les entreprises qui détiennent ces marques. L'absence de reconnaissance des marques générées en internes par les entreprises pourrait être compensée par une estimation financière faite par le marché. Les résultats de cette étude confirment les conclusions de Barth et al. (1998), qui ont testé la pertinence des informations sur la valeur des marques estimées par Interbrand. Toutefois, des différences de pertinence entre les valeurs communiquées par les deux organismes (Interbrand et Brand Finance) sont constatées.

Les résultats de cette étude démontrent la pertinence des informations non comptables relatives aux marques générées en interne dans la valorisation financière des entreprises. En effet, malgré la non prise en compte par la comptabilité des actifs incorporels générés en interne (les marques dans notre cas), la diffusion d'informations complémentaires permettant d'évaluer les marques. Ainsi, nous pensons qu'il est nécessaire, pour résoudre ce problème de non reconnaissance des marques générées en interne comme un actif, de recourir à la publication d'informations complémentaires (Stolowy et al. 2001).

Ces informations peuvent provenir des entreprises elles-mêmes sous la forme de données nécessaires à l'évaluation des marques ou sous la forme de valeurs estimées par des organismes indépendants spécialisés. Dans ce contexte, il est possible de rappeler que Barth et Clinch (2001), ont montré que le niveau de pertinence des valeurs d'actifs incorporels (et notamment de marques) estimés par les entreprises australiennes elles-mêmes était identique à celui des valeurs d'actifs incorporels estimés par des experts indépendants spécialisés.

Notre travail de recherche présente deux principales limites :

- Il peut exister un décalage temporel entre les dates de référence ou de publication des données utilisées ou communiquées par Interbrand et Brand Finance, d'une part, et les dates de référence ou de publication relatives aux données issues de FactSet (capitalisations boursières et données comptables des sociétés de l'échantillon). Nous n'avons pas pu mesurer l'impact de ce décalage. Il faut néanmoins signaler que ce décalage est relativement faible entre Brand Finance (valeurs publiées en avril et relatives au 31 décembre de l'année précédente) et les données FactSet (capitalisation boursière à fin mars et données comptables relatives au dernier exercice clos précédent la date d'observation). Afin de corriger cette limite, des travaux complémentaires pourraient être réalisés en intégrant les valeurs de marques estimées par un autre organisme, Millwardbrown, et également publiées en avril.
- Les valeurs de marque communiquées par Interbrand et Brand Finance sont notamment fondées sur la prise en compte de données prévisionnelles et notamment de prévisions de chiffre d'affaires. Nous n'avons pas pu mesurer dans quelle mesure la « value-relevance » de ces valeurs de marques est associée aux valeurs de marque elles-mêmes, ou aux données prévisionnelles utilisées, dès lors que le modèle utilisé est fondé sur des données comptables et non pas prévisionnelles. Afin de corriger cette limite, des travaux complémentaires pourraient être réalisés en intégrant dans le modèle les résultats prévisionnels des sociétés, issus d'un consensus d'analystes financiers, à l'instar de ce qui est préconisé par Easton (2004).

Au niveau managérial, les résultats de ce travail de recherche semblent confirmer la pertinence pour le marché d'informations non comptables. Ainsi, il semble important pour les entreprises de communiquer des informations complémentaires au sujet de leurs marques générées en interne (chiffres d'affaires réalisés, indice de notoriété, profitabilité, ...). Cette communication peut reposer sur une estimation des valeurs des marques telles qu'évaluées par les dirigeants ou par des experts indépendants. Ainsi, l'exemple de la communication sur les marques révèle l'importance de divulguer des informations plus détaillées et plus régulières sur le capital immatériel.

Bibliographie

- Aaker, D.A. (1991), *Managing Brand Value: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, The Free Press, New York.
- Aaker D. A. (1994), *Le management du capital marque*. Dalloz-Paris.
- Aaker, D.A. (1996), «Measuring Brand Equity across products and markets», *California Management Review*, vol.38, N°3, pp. 102-120.
- Aaker, David. 1996. *Building Strong Brands*. New York: The Free Press.
- Amir, E., Lev, B. (1996), «Value-relevance of non financial information: The wireless communication industry», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, n°1, p. 21-33.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., Landsman, W.R. (1996), «Valuation Characteristics of Equity Book Value and Net Income: Test of Abandonment Option Hypothesis», Working paper, Stanford University.
- Barth, M. E., M. B. Clement, G. Foster, R. Kasznik (1998), «Brand values and capital market valuation», *Review of Accounting Studies*, vol. 3, n°1/2, p. 41-68.
- Barth, M. E., Beaver W.H., Landsman W.R. (2001), « The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view», *Journal of Accounting & Economics*, vol. 31 Issue 1-3, p77-104
- Guilding, C. (1999), «An empirical study of the application of strategic management accounting techniques», *Advances in Management Accounting*, vol. 10, p. 95-124.
- Dubin J.A. (1998), «The Demand for Branded and Unbranded Products: An Econometric Method for Valuing Intangible Assets » In *Studies in Consumer Demand: Econometric Methods Applied to Market Data*. Norwell, MA: Kluwer Publishers, Chapter 4.
- Easton P.D., T. Harris (1991), « Earnings as an explanatory variable for returns », *Journal of Accounting Research* , vol. 29, n°1, pp. 19-36.
- Easton, P., Pae J. (2004), «Accounting conservatism and the relation between returns and accounting data», *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, p. 495-521.
- Evraert, F. (2006), « Valeur de marché et mesures comptables: les entreprises de la nouvelle économie française », *Comptabilité-Contrôle- Audit*, vol. 2, n° 12, p. 49-68.
- Fama E.F., French K.R. (1995), « Size and book to-Market Factors in Earnings and Returns », *The Journal of Finance*, vol. 50, n°1, p. 131-156.
- Fama E.F., French K.R. (1998), « Taxes, Financing Decisions, and Firm Value », *The Journal of Finance*, vol. III, n°3, p. 819-843.
- Heslop, J. (2008), «Discussion of ' Does measuring intangibles for management purposes improve performance? A review of the evidence.' » *Accounting and Business Research*, Vol. 38, n°3, p. 273-274.
- Cazavan-Jeny A., Jeanjean T., (2005), «Pertinence de l'inscription à l'actif des frais d R & D: une étude empirique », *Comptabilité- Contrôle- Audit*, Vol. 11, n°1, p. 5-21.
- Kallapur S., Kwan Y.S. (2004), « The value relevance and reliability of brand assets recognized by U.K. firms », *The Accounting Review*, vol. 19, n°1, p 151-172.
- Kapferer J.N. (1992). *Strategic Brand Management*. London: Kogan Page.

- Kapferer J.N. (1998), *Les marques, capital de l'entreprise. Créer et développer des marques fortes*. Paris, Editions d'Organisations, 3^{ème} édition.
- Kapferer, J.N. (2007). *Les Marques, Capital de l'Entreprise*. 4^{ème} Edition.
- Kartono, Benjamin, Rao, Vithala, R. 2004. "Brand Equity Measurement: A Comparative Review and Normative Guide » Johnson School Research Paper Series No. #24-09
- Keller Kevin L. (1993), «Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity.» *Journal of Marketing*, vol. 57, n°1, p 1-22.
- Keller, K.L. (2003). *Strategic brand management: building, measuring, and managing brand equity*, 2nd ed., Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Keller, K.L., Lehmann, D. R. (2003), «How do brands create value? », *Marketing Management*, 12(3), 26–31.
- Lenormand, G., Touchais L. (2008), «La pertinence des actifs incorporels avec les IFRS», *Finance Contrôle Stratégie* vol. 11, n°2, p 173- 201.
- Mackay, A. (2008), «"Discussion of ' Intangibles and research - an overview with a specific focus on the UK'», *Accounting and Business Research*, vol. 38, n°3, p. 287- 289.
- Montameni, R., Shahrokhi M. (1998), « Brand equity valuation: a global perspective », *Journal of Product Brand Management*, vol. 7, n°4, p. 275-290.
- Nussenbaum, M. (1993), «La marque, levier de création de valeur », *Prodimarques, La Revue des Marques*, avril p36-38.
- Plasseraud Y., Plasseraud C., Dehaut M. (1994), *Marques –Création, Valorisation, Protection*. Paris, Editions Francis Lefebvre, Collection Dossiers pratiques.
- Ohlson J. (1995), «Earnings, book value, and dividends in security valuation.», *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, n°2, p. 661-688.
- Reilly R.F., Schweihs R.P. (1999), *Valuing Intangible Assets*, McGraw Hill, New York.
- Seethamraju, Chandrakanth (2003), «The Value Relevance of Trademarks», in: Hand, John and Lev, Baruch (eds.), *Intangible Assets: Values, Measures, and Risks*, Oxford University Press 2003, p 228-247.
- Seetharaman, A. Nadzir, Zainal Azlan Bin Mohd, and Gunalan, S. (2001). "A Conceptual Study on Brand Valuation», *Journal of Product and Brand Management*, vol. 10, p. 243-256.
- Simon C.J., Sullivan M.J. (1993), «The measurement and determinants of Brand Equity: A Financial Approach», *Marketing Science*, vol. 12, n°1, pp. 28-52.
- Smith G.V. (1997), *Trademark Valuation*, New York, Chichester et al.
- Stolowy H., Haller A., Klockhaus V. (2001), « La comptabilisation des marques : en France, en Allemagne et selon les règles de l'IASC», *Comptabilité-Contrôle-Audit*, vol. 7, n°1, p. 41-60.
- Walliser E. (1999), « La mesure comptable des marques à l'heure de l'intégration européenne : une disparité préoccupante », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, n°5, vol 2, p. 47-60.
- Walliser E. (2000), "La recherche comptable entre contingences et universalité : l'exemple de la mesure comptable des marques », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, décembre, N° spécial, pp. 107-120.
- Walliser E. (2009), « Comptabilité des marques », *Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de Gestion et Audit* (sous la direction de B. Colasse), Editions Economica, 2^{ème} édition, pp. 321-332.

Annexe

Liste des marques estimées en commun par InterBrand et Brand Finance

ACCENTURE	KELLOGS
ADIDAS	KFC
APPLE	L'OREAL
AVON	MCDONALD'S
BMW	MERCEDES BENZ
BP	MICROSOFT
BUDWEISER	NESCAFE
CARTIER	NIKE
CATERPILLAR	NIVEA
CISCO	NOKIA
COCA COLA	ORACLE
COLGATE	PANASONIC
DANONE	PEPSI
DELL	PORSCHE
DISNEY	SAMSUNG
FORD	SHELL
GENERAL ELECTRIC	SIEMENS
GILETTE	SMIRNOFF
GOOGLE	SONY
HARLEY DAVIDSON	STARBUCKS
HERMES	TIFFANY
HEWLETT PACKARD	TOYOTA
HONDA	UPS
HYUNDAI	VOLKSWAGEN
IBM	XEROX
INTEL	