

SÉLECTION INTERNATIONALE

Marketing et valeur de l'entreprise : mesures, méthodes, résultats et voies futures de recherche

Shuba Srinivasan

*Professeur associé de marketing
Membre du Comité de recherche
Boston University, School of Management*

Dominique M. Hanssens

*Professeur de marketing Bud Knapp
UCLA Anderson School of Management*

RÉSUMÉ

L'un des grands défis du marketing consiste à prévoir et communiquer la valeur qu'il apporte aux actionnaires. Pour cela, il faut être capable de traduire les allocations de budget marketing et leurs performances en termes de résultats financiers et d'impact sur la valeur de l'entreprise. L'objectif de cet article est de rassembler et organiser la connaissance actuelle relative à l'impact du marketing sur la valeur de l'entreprise. Dans un premier temps, les auteurs formulent les principales questions de recherche relatives au marketing et à la valeur de l'entreprise ; puis ils passent en revue les principales mesures de réponse des investisseurs ainsi que les modèles d'analyse permettant d'associer ces réponses aux actions marketing. Ensuite, ils résument les résultats empiriques concernant la création de valeur pour l'actionnaire par le marketing, notamment l'impact du capital marque, du capital client, de la satisfaction du client, de la R&D et la qualité du produit, et des actions spécifiques du marketing-mix. De plus, les auteurs récapitulent les premiers résultats concernant les biais de réponse du marché aux actions marketing ; et ils concluent en formulant un agenda des futurs défis auxquels la recherche sur ce champ émergent devra faire face.

Mots clés : Marketing et valeur de l'entreprise, performance financière, modèle de valorisation boursière, retour sur investissement marketing, résultats empiriques.

Cet article a été publié en 2009 dans *Journal of Marketing Research*, Vol. XLVI (juin 2009), 293-312, traduit par Dina Rasolofoarison et reproduit avec la permission de *JMR* et de l'American Marketing Association qui en détient le copyright. L'AMA ne pourra être tenue responsable d'éventuelles erreurs survenues lors de la traduction.

Les auteurs remercient l'équipe éditoriale [de *JMR*] pour ses précieux commentaires, ainsi que Donald Lehmann, Canlin Li, David Mayers, Natalie Mizik et Hyun Shin pour leur aide sur les versions précédentes de cet article. Shuba Srinivasan remercie également le Marketing Science Institute pour son rôle et son engagement dans le financement de la recherche sur le marketing et la valeur de l'entreprise.

Les auteurs peuvent être contactés aux adresses électroniques suivantes :
ssrini@bu.edu ; dominique.hanssens@anderson.ucla.edu

INTRODUCTION

Les investisseurs s'échangent des actions de sociétés car leurs prévisions des bénéfices futurs de ces entreprises divergent. Cette activité d'échange conduit à la détermination d'un prix de l'action qui représente la valorisation, ou le consensus de prévision de la santé financière, de ces sociétés. Pour les aider dans cette démarche, des experts du secteur (les « analystes ») publient leurs propres prévisions de bénéfices, élaborées entre autres à partir d'informations collectées lors de réunions où les cadres dirigeants exposent leur stratégie et leur modèle économique à moyen terme. L'importance de ces prévisions se fait sentir chaque trimestre lorsque les annonces de bénéfices des entreprises sont suivies d'ajustements drastiques du prix des actions si les bénéfices réels ne correspondent pas à ce qui était prévu (c'est-à-dire lorsqu'il y a des bénéfices imprévus).

Ce processus continu d'ajustement de la valeur de l'entreprise est primordial pour les cadres dirigeants, et en particulier pour ceux en charge de stimuler la demande (*i.e.* le marketing et le service commercial). La rémunération de ces cadres est souvent liée au prix de l'action. Et surtout, lorsque les actions ne sont pas à la hausse, cela est perçu comme un échec de la stratégie de l'équipe dirigeante. Par conséquent, les actions managériales peuvent être influencées par les évolutions passées du cours de l'action. En d'autres termes, il existe une boucle rétroactive entre la perception des investisseurs et les allocations de ressources par les managers. Ainsi, il est absolument primordial de comprendre d'une part comment les actions managériales se traduisent en termes de consensus de prévision de la santé financière de l'entreprise (*i.e.*, le cours de l'action), et d'autre part de comprendre ce qui influence la formation de ce consensus.

Ces dernières années, les chercheurs en marketing ont commencé à examiner l'impact de la création de demande sur l'évaluation de la valeur de l'entreprise. Bien que la création de demande ne soit qu'un aspect de la stratégie de l'entreprise, c'est sans doute le plus important et le plus difficile. Ceci s'explique par le fait que les clients sont devenus la ressource la plus rare de l'entreprise (ex : Peppers et

Rogers, 2005). La courte durée de vie des directeurs marketing est symptomatique de la difficulté de la tâche (Nath et Mahajan, 2008). En d'autres termes, les directeurs généraux et les conseils d'administration sont plus souvent déçus par la performance des directeurs marketing que par celle des autres cadres dirigeants.

Si l'impact des actions marketing pouvait se manifester explicitement dans l'évolution des ventes et des bénéfices trimestriels, la tâche serait simple car les investisseurs sont connus pour leur grande réactivité aux bénéfices imprévus. Cependant, la tâche d'une équipe marketing efficace consiste surtout à créer les actifs intangibles de l'entreprise tels que le capital marque, la fidélité du client, et le flair des tendances du marché. Tout progrès dans ces domaines est difficilement palpable au niveau des bénéfices trimestriels, non seulement du fait de l'utilisation de différentes mesures de performance non financière « intermédiaires » (par exemple, les mesures de satisfaction du client), mais aussi parce que les conséquences financières peuvent n'apparaître qu'après un certain délai. Tout comme pour les dépenses de R&D, les actionnaires doivent considérer les dépenses marketing comme des investissements.

Les citations suivantes sont issues de la presse spécialisée en gestion. Elles nous servent à illustrer les réponses des actionnaires à certaines actions marketing spécifiques ainsi que les évolutions de performance non financière dans différents domaines :

Prix. En septembre 2007, lorsque Apple a annoncé une réduction de 200 \$ sur le prix de son nouveau téléphone portable, l'iPhone, les investisseurs ont répondu à cette supposée « mauvaise nouvelle » en faisant baisser le prix de l'action de 5 %, amenant ainsi son coût à 136,36 \$ (*Information Week*, 2007).

Canaux de distribution. En juillet 2006, à l'annonce par Wal-Mart de l'arrêt de son activité en Allemagne, le prix de son action a grimpé de 1 % pour atteindre 43,91 \$ (Reuters, 2006).

Lancement de nouveaux produits. En avril 2006, le lancement du logiciel Boot Camp d'Apple, permettant d'utiliser Windows XP sur Mac, a conduit à une augmentation du prix de l'action de 6,04 \$ (*Wall Street Journal*, avril 2006).

Qualité perçue. En septembre 2006, GM a annoncé qu'ils allaient étendre leur garantie de

100 000 miles aux voitures et camions de 2007 de façon à vanter leur qualité mais aussi pour reprendre leurs clients perdus au profit de Toyota Motor Corp. et autres concurrents. Le prix de l'action GM a alors augmenté de 2,4 % (*Wall Street Journal*, septembre 2006).

Satisfaction client. En août 2005, lorsque la satisfaction des clients de Dell a d'un coup baissé de 6,3 % pour atteindre la note de 74 sur 100 (la plus forte baisse enregistrée parmi les fabricants d'ordinateurs), le prix de son action est passé de 41,79 \$ à 36,58 \$ (*Forbes*, 2005).

Ces exemples suggèrent que les investisseurs sont très réactifs, récompensant les entreprises à l'aide de hausses du prix des actions à l'annonce d'informations perçues comme de « bonnes nouvelles », et vice versa. Mais ces réactions financières du marché sont-elles synchronisées avec les réactions du marché vis-à-vis du produit ? Ces dernières étant *de facto* la source de chiffre d'affaires de l'entreprise. Selon la fameuse Hypothèse d'Efficiencia du Marché (HEM) en finance, ces réactions d'investisseurs intègrent complètement et de façon appropriée toute information nouvelle jugée pertinente¹. Ainsi, tant que le marketing génère une bonne performance du produit sur le marché, les nouveaux développements de produit peuvent jouer sur la valeur de l'entreprise.

La théorie financière confirme le rôle du marketing sur la valeur de l'entreprise par l'intermédiaire de son effet sur les besoins de trésorerie de l'entreprise (Rao et Bharadwaj, 2008). Sous réserve que le marketing influence la forme de la densité de probabilité des ventes futures, il aide à déterminer les besoins en fonds de roulement de l'entreprise (voir Rao et Bharadwaj, 2008). Ainsi, l'impact du marketing sur l'évaluation de la valeur de l'entreprise s'étudie à partir de son impact sur les flux de trésorerie de l'entreprise, en particulier leur amplitude, leur vitesse et leur volatilité (Srivastava, Shervani et Fahey, 1998). Il s'agit alors de considérer l'impact tangible aussi bien qu'intangible. Cependant, il n'est pas *a priori*

évident que le mécanisme de réponse des investisseurs soit toujours complet et pertinent, comme le prévoit la HEM. Dans l'exemple de l'iPhone, les investisseurs ont-ils correctement deviné l'élasticité-prix de ce nouveau téléphone ? Il existe deux raisons pour lesquelles il est difficile aux investisseurs d'évaluer correctement les développements marketing. Premièrement, comme les investisseurs ne sont pas forcément des experts en marketing, ils peuvent se tromper dans leur évaluation de l'impact d'une variable marketing sur les flux de trésorerie à venir. Par exemple, il a été signalé que le prix des actions d'entreprises « intangibles – intensives » est systématiquement sous-évalué (Lev, 2004). Il s'ensuit des conséquences malencontreuses comme un coût excessif du capital de telles entreprises, les conduisant alors à sous-investir dans les actifs intangibles (la construction de la marque par exemple), ce qui en retour limite la croissance des bénéfices futurs tant recherchée par les investisseurs. Deuxièmement, les actionnaires peuvent être influencés par la communication persuasive émanant des cadres dirigeants ou des analystes financiers (ex : Gallaher, Kaniel et Starks, 2005 ; Sirri et Tufano, 1998), ainsi que par une multitude d'autres variables médiatrices.

Cet article examine les méthodes servant à déterminer l'impact du marketing sur la valorisation par les investisseurs, et il propose une synthèse des résultats trouvés dans ce domaine. Dans un premier temps, nous formulons les principales questions de recherche relatives au marketing et à la valeur de l'entreprise ; puis nous passons en revue les principales mesures de réponse des investisseurs ainsi que les modèles d'analyse permettant d'associer ces réponses aux actions marketing. Ensuite, nous résumons les résultats empiriques concernant la création de valeur pour l'actionnaire par le marketing, notamment l'impact du capital marque, du capital client, de la satisfaction du client, de la R&D et la qualité du produit, et des actions spécifiques du marketing-mix. Nous concluons cet article en formulant plusieurs voies futures de recherche.

1. La littérature en finance opère une distinction entre efficacité faible, mi-forte et forte (Fama, 1991). Dans le contexte du marketing, la définition mi-forte est la mieux appropriée aux actions marketing, qui sont par définition visibles publiquement.

MARKETING ET VALEUR DE L'ENTREPRISE – MÉTHODES ET MESURES

Étapes récapitulatives de la modélisation de la valorisation du marché

Pour s'attaquer à la question de la valorisation du marketing, nous commençons par le modèle factoriel Fama-French développé dans la littérature financière (ex : Fama et French, 1992 ; 1996) (voir Tableau 1, ligne 1). Ce modèle permet de prendre en compte la nature aléatoire de l'évolution du cours des actions, et il s'exprime donc en termes de rendement des actions, une variable stationnaire.

Le modèle Fama-French prend également en compte trois facteurs systématiques qui expliquent les différences transversales existant entre les rendements des actions. Ce modèle postule que les rendements supplémentaires auxquels les investisseurs peuvent s'attendre en investissant dans les actions des entreprises, sont expliqués par trois facteurs : le rendement excédentaire d'un portefeuille diversifié (le facteur risque du marché), la différence de rendement entre un portefeuille de grandes entreprises et celui de PME (le facteur risque de la taille), et la différence de rendement entre des actions au ratio valeur comptable sur valeur marchande élevé par rapport à celles au ratio faible (le facteur risque de la valeur). Il faut ajouter à ces trois facteurs un quatrième facteur, le *momentum*, pour obtenir le modèle financier Carhart à quatre facteurs (Carhart, 1997). Les modèles de valorisation du marketing agissent ensuite sur la composante inattendue des rendements des actions. D'un point de vue financier, de tels efforts complètent le modèle Carhart à quatre facteurs car ils montrent comment des actions managériales spécifiques à l'entreprise sont susceptibles d'ajouter ou de soustraire de la valeur à l'actionnaire. L'impact de ces variables exogènes fournit la preuve ultime de la contribution du marketing à la valeur de l'actionnaire.

Mesures

Les rendements des actions ont des composantes inattendues liées aux résultats financiers et non financiers, ainsi qu'aux actions/signaux. En ce qui concerne les résultats, les événements inattendus les plus courants concernent le chiffre d'affaires (*top line*) et les bénéfices (*bottom line*). Ils sont en général modélisés à l'aide d'extrapolations de séries temporelles². De plus, les bénéfices inattendus peuvent se modéliser comme la différence entre le consensus de prévision des analystes et la valeur réalisée des bénéfices. Les composantes inattendues des rendements des actions, résultat des actions ou signaux, intègrent les changements de stratégie marketing tels que les flambées ou les réductions de prix, les annonces de partenariat, les changements de cadres dirigeants, les campagnes publicitaires, les lancements de produit et autres. De cette façon, pratiquement tous les aspects de la stratégie marketing peuvent être pris en compte dans la mesure où ils sont considérés par les investisseurs. De plus, il est possible d'incorporer les événements inattendus dans les mesures non financières, que l'on dit avoir un impact à long terme sur la performance, comme la satisfaction client, la perte de clientèle, le capital marque et le capital client. Si besoin, les résultats et les signaux des concurrents peuvent être modélisés de la même façon que ceux de l'entreprise étudiée.

Méthodes

Le modèle Carhart à quatre facteurs se fonde sur des inférences transversales. Le modèle est simple à estimer, et lorsque le modèle factoriel est nul, les attributs spécifiques à l'entreprise ne sont pas pris en compte. En pratique cependant, le modèle ainsi que la chaîne temporelle conduisant aux rendements des actions peuvent être sujets à l'omission de variables. En fonction des hypothèses de recherche et des données disponibles, il est possible d'utiliser différentes méthodes pour compléter le modèle financier à quatre facteurs. Par exemple, la méthode des événements (Tableau 1, ligne 2) est nécessaire lorsque les

2. En général, ceci implique d'estimer un modèle autorégressif de la variable (par exemple les bénéfices) sur ses retards passés et d'utiliser les résidus comme composante inattendue de la variable.

Tableau 1. – Synthèse des approches de recherche

Approche	Caractéristiques de l'approche	Limites de l'approche	Échantillon d'études représentatives de l'approche	Variable dépendante/indice utilisé
1. Modèle à quatre facteurs	Prend en compte la source de différences systématiques transversalement aux entreprises : le facteur taille, le facteur valeur marchande sur valeur comptable, le facteur risqué du marché, et le facteur momentum. S'appuie sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Estimation immédiate. Permet d'évaluer les variations transversales des réponses des investisseurs.	Les inférences à partir de l'approche de portefeuille sont sensibles au choix du portefeuille panel de référence. Est corrélational par nature. Est sujet au biais d'omission de variables. Pour toute application hors des États-Unis, trois des quatre facteurs ne sont pas disponibles tout de suite.	Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) (transversalement aux secteurs) Barth <i>et alii</i> (1998) (transversalement aux secteurs) Madden, Fehle et Fournier (2006)	Q de Tobin / stratégie de marque Valorisation de l'entreprise / estimation de la valeur de marque Rendement des actions / valorisation de la marque
2. Méthode des événements	Détermine le rendement anormal d'une action comme le rendement <i>ex-post</i> de l'action au cours de la fenêtre de temps où l'événement est survenu moins le rendement normal attendu, en supposant que l'événement n'a pas eu lieu. S'appuie sur l'hypothèse d'efficience des marchés. Facile à mettre en œuvre car les données clés correspondent aux dates des événements et au prix des actions autour de ces événements. L'analyse est causale par nature.	Inadéquade pour mesurer les rendements anormaux à long terme d'événements rapprochés dans le temps.	Horsky et Swyngedouw (1987) (transversalement aux secteurs) Chaney, Devinney et Winer (1991) (transversalement aux secteurs) Lane et Jacobson (1995) (un secteur) Geyskens, Gielens et Dekimpe (2002) (un secteur)	Rendement des actions / événements de changement de nom Rendement des actions / annonce de nouveaux produits Rendement des actions / annonce d'extension de marque Rendement des actions / investissements dans canal de distribution Internet

Tableau 1. – Synthèse des approches de recherche (suite)

Approche	Caractéristiques de l'approche	Limites de l'approche	Échantillon d'études représentatives de l'approche	Variable dépendante/indice utilisé
3. Portefeuille calendaire	Élabore un unique portefeuille comprenant les actions d'entreprises pour lesquelles l'événement a lieu, afin de mesurer les rendements anormaux à long terme de ce portefeuille. Prend en compte les corrélations transversales des rendements. Les inférences statistiques sont plus correctes que celles obtenues à partir de la méthode des événements.	Ne fournit pas de mesures séparées pour les rendements anormaux de chaque événement. Les inférences à partir de l'approche de portefeuille sont sensibles au choix du portefeuille panel de référence.	Sorescu, Shankar et Kushwaha (2007) (un secteur)	Rendement des actions / annonce de nouveaux produits
4. Modèle de réponse des rendements des actions	Détermine si les investisseurs perçoivent ou non les informations relatives aux activités marketing telles que les dépenses publicitaires comme pouvant contribuer à la projection de futurs flux de trésorerie. À partir du modèle Carhart à quatre facteurs (1997). S'appuie sur l'hypothèse d'efficacité des marchés. Informe sur les attentes du marché vis-à-vis des perspectives de valeur à long terme associées aux changements de stratégie marketing. Prend en compte les propriétés dynamiques des rendements des actions.	Nécessite des données marketing détaillées au niveau de la marque ou du domaine d'activité stratégique. Les mesures marketing doivent refléter l'information disponible aux participants sur le marché puisque la Bourse réagit aux informations diffusées publiquement. Modèles d'équations simples et par conséquent pas de chaîne temporelle menant aux rendements des actions.	Aaker et Jacobson (1994) (transversalement aux secteurs) Aaker et Jacobson (2001) (un secteur) Mizik et Jacobson (2003) (transversalement aux secteurs) Srinivasan <i>et alii</i> (2009) (un secteur)	Rendement des actions / qualité perçue Rendement des actions / attitude envers la marque Rendement des actions / déplacements des priorités stratégiques Rendement des actions / action marketing

Tableau 1. – Synthèse des approches de recherche (suite)

Approche	Caractéristiques de l'approche	Limites de l'approche	Échantillon d'études représentatives de l'approche	Variable dépendante/indice utilisé
5. Modèle de persistance	Ces modèles utilisent des représentations de systèmes dans lesquelles chaque équation suit le comportement d'un agent important : le consommateur (équation de demande), le manager (équation de règle de décision), la concurrence (équation de réaction de la concurrence), et l'investisseur (équation du prix de l'action). VAR fournit un traitement flexible des effets à court terme et à long terme. Robuste aux déviations de stationnarité. Fournit une ligne de référence prévue, attendue pour chaque variable de performance. Permet de nombreuses boucles retour dynamiques entre le marketing et les variables de performance des actions.	Nécessite des données marketing détaillées au niveau de la marque ou du domaine d'activité stratégique. Nécessite des séries temporelles sur une longue période. Modèles réduits par nature.	Pauwels <i>et alii</i> (2004) (un secteur) Joshi et Hanssens (2008) (deux secteurs)	Valorisation de l'entreprise / introduction de nouveaux produits, promotions Rendement des actions / publicité

actions de l'entreprise prennent la forme d'interventions discrètes, avec des communiqués publiés à des dates connues (ex : Ball et Brown, 1968 ; Chaney, Devinney et Winer, 1991). De tels événements peuvent se répéter plusieurs fois dans l'année (par exemple, les annonces de bénéfices) ou bien apparaître par intermittence (par exemple, les lancements de nouveaux produits). Lorsque les actions sont continues plutôt que discrètes, les modèles de rendement des actions (Tableau 1, ligne 4) peuvent être utilisés (ex : Aaker et Jacobson, 1994 ; Lev, 1989). De tels modèles sont des modèles à une équation. Par conséquent, ils sont limités dans leur capacité à représenter la chaîne temporelle conduisant aux rendements des actions. À cette fin, on peut avoir recours à la modélisation de la persistance (ex : les modèles vectoriels autorégressifs) incluant un système d'équations (Tableau 1, ligne 5) (ex : Eun et Shim, 1989 ; Pauwels *et alii*, 2004). De tels modèles génèrent des fonctions action-réaction qui peuvent être utilisées pour évaluer la vitesse à laquelle les rendements des actions réagissent aux nouvelles informations.

Il est plus difficile de capturer l'impact à long terme du marketing sur la valorisation de l'entreprise car les investisseurs sont plus réactifs aux « nouvelles ». Ainsi, tout élargissement d'horizon est sujet à plusieurs événements intermédiaires qui peuvent obscurcir la relation que le chercheur examine. Les rendements anormaux peuvent être additionnés pour obtenir des modèles de rendements anormaux cumulatifs (RAC) ou de rendements « acheter-et-conserver » (*buy-and-hold*) (RAEC). Les rendements anormaux cumulatifs mesurent les rendements anormaux relatifs à un modèle comme le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) (Fama, 1998) ou le modèle financier Carhart à quatre facteurs. Ces rendements anormaux cumulatifs sont préférables pour le court terme (par exemple, un horizon de quelques jours). Les rendements « acheter-et-conserver » reflètent le rendement anormal qu'un investisseur gagnerait en conservant l'action pendant une période supplémentaire. Ils font appel à l'intérêt composé, et ils sont donc préférables pour un plus long terme (par exemple, plusieurs mois ou plus) (ex : Barber et Lyon, 1997). En utilisant l'une ou l'autre de ces deux mesures, la solution préférable est de construire un portefeuille test *versus* contrôle, où le test correspond à une condition marketing qui n'existe pas dans le

contrôle, puis de suivre ses performances dans le temps. Deux approches de ce type sont la méthode du portefeuille calendaire (ex : Fama, 1998 ; Sorescu, Shankar et Kushwaha, 2007) et le modèle de rendements appariés (Barber et Lyon, 1997). Un portefeuille calendaire inclut l'ensemble des actions de toutes les entreprises. L'événement correspond alors à l'unité d'analyse (ex : l'annonce d'un nouveau produit). Puis, les rendements anormaux de ce portefeuille sur le long terme sont mesurés (voir Tableau 1, ligne 3). En comparaison, un modèle de rendements appariés inclut seulement les actions de l'entreprise étudiée et celles d'une entreprise appariée.

La Figure 1 est un schéma de ces mesures, des étapes de modélisation, et des choix. Le Tableau 1 synthétise les caractéristiques et les limites de chaque méthode, ainsi que la nature des échantillons utilisés dans l'étude (c'est-à-dire une entreprise en longitudinal, les entreprises d'un secteur, les entreprises de tous secteurs). Nous allons discuter à présent des mesures et des approches de modélisation en détail.

Mesures du marketing et de la valeur de l'entreprise

Capitalisation du marché et rendements des actions

La mesure suprême de la valeur pour l'actionnaire est la valeur de l'entreprise ou la capitalisation du marché (= le prix de l'action multiplié par le nombre d'actions en circulation). De façon à opérationnaliser la valeur de l'entreprise, nous devons prendre en considération deux facteurs.

D'abord nous devons isoler la valeur comptable de l'entreprise, qui n'est typiquement pas liée aux activités de marketing³. On y accède par le Q de Tobin (= le ratio de la valeur boursière sur le coût de remplacement des actifs de l'entreprise), ou par le ratio valeur marchande sur valeur comptable. De ces deux ratios, le Q de Tobin est préférable car faire appel aux coûts de remplacement des actifs permet d'éviter des complications comptables associées à la valeur comptable, cette dernière reflétant rarement la

3. Il existe certaines exceptions comme les investissements dans les entrepôts de distribution, dans les points de vente, etc., qui sont des investissements marketing pris en compte (en partie) dans la valeur comptable de l'entreprise.

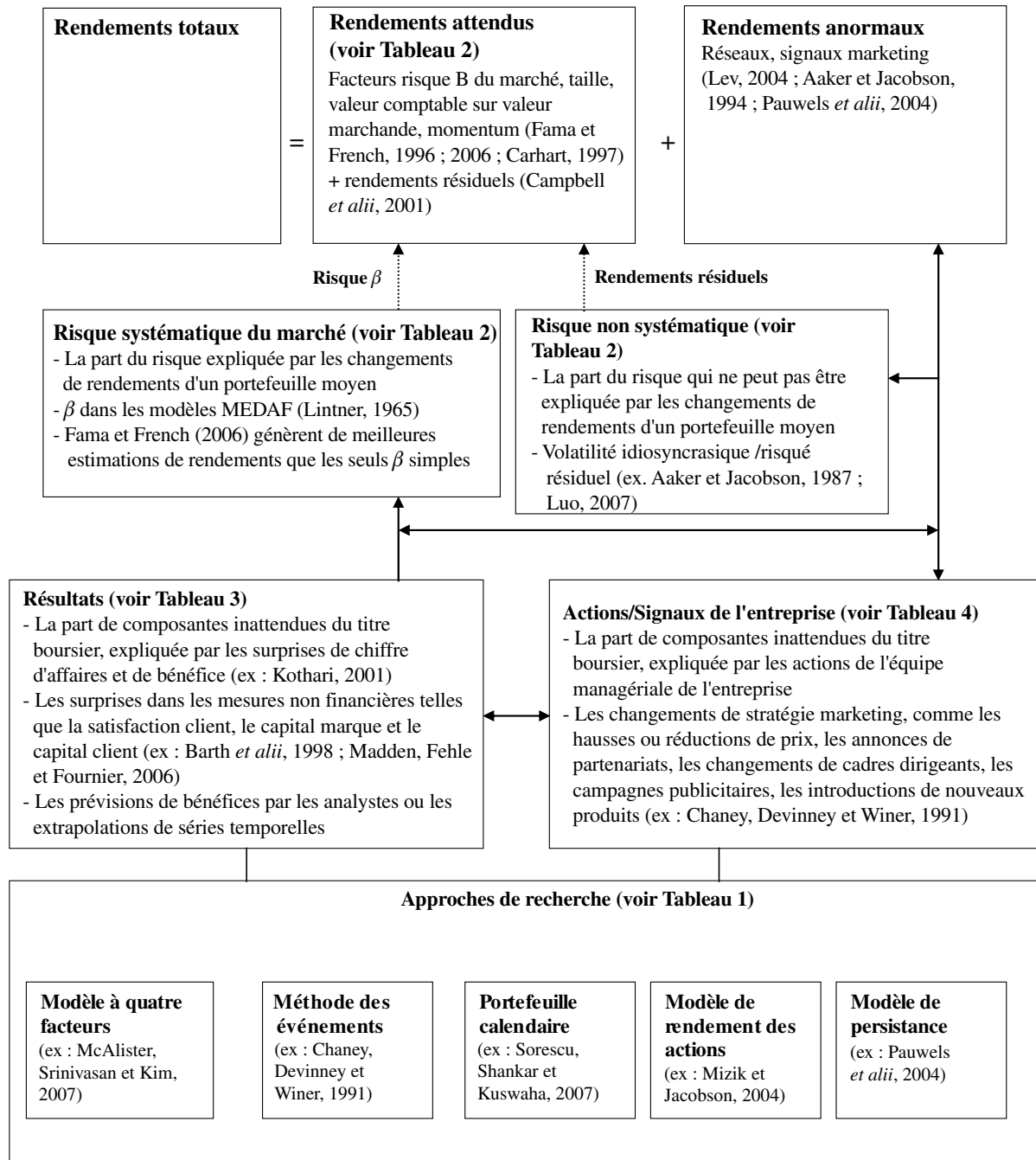


Figure 1. – Schéma des rendements et du risque

valeur réelle des actifs (McFarland, 1988). Cependant, les coûts de remplacement des actifs intangibles sont généralement difficiles à discerner (*ibid.*). De plus, les données relatives au Q de Tobin sont souvent disponibles trimestriellement voire annuellement.

Deuxièmement, nous avons besoin d'incorporer le comportement à marche aléatoire du prix des actions (Fama, 1965). Contrairement au comportement typique des séries temporelles de ventes aux consommateurs ou de prix des produits, la composante permanente des fluctuations de prix des actions est dominante (c'est-à-dire que les séries sont constamment dans un état d'évolution). Prendre le logarithme du prix des actions, puis les premières différences pour représenter le comportement à marche aléatoire, conduit à des séries temporelles stationnaires (retour à la moyenne) des rendements des actions comme variable dépendante.

Comme le montre la Figure 1 (première ligne), les rendements de l'ensemble des actions d'une entreprise comprennent deux parties : les rendements attendus et les rendements anormaux. Fama et French (1992 ; 1996) ont proposé un modèle à trois facteurs pour expliquer les rendements attendus des actions. Ce modèle comprend le facteur risque de la taille, le facteur risque de la valeur, et le facteur risque du marché (*i.e.*, β). En particulier, les investisseurs peuvent compter sur des bénéfices supplémentaires en investissant dans des entreprises de plus petites capitalisations et avec des ratios valeur de marché sur valeur comptable plus faibles. Ces deux effets impliquent que les actions les plus risquées se caractérisent par des rendements plus élevés. Carhart (1997) a étendu ce modèle en incluant un facteur momentum. Plus spécifiquement, le modèle financier Carhart étendu à quatre facteurs explicatifs des rendements des actions est estimé comme suit :

$$(1) \quad R_{it} - R_{rf,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{rf,t}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + u_i UMD_t + \varepsilon_{it}$$

où R_{it} est le rendement des actions de l'entreprise i à l'instant t ; $R_{rf,t}$ est le taux de rendement à risque zéro pour la période t ; R_{mt} est le taux de rendement moyen du marché à la période t ; SMB_t est le rendement d'un portefeuille pondéré par les capitalisations boursières de petites actions moins le rendement de

grosses actions ; HML_t est le rendement d'un portefeuille pondéré par les capitalisations boursières d'actions au ratio valeur comptable sur valeur de marché élevé moins le rendement d'un portefeuille pondéré par les capitalisations boursières d'actions au ratio valeur comptable sur valeur de marché faible ; et UMD_t correspond au rendement moyen de deux portefeuilles aux rendements passés élevés moins le rendement moyen de deux portefeuilles aux rendements passés faibles⁴. Ces variables font respectivement référence au facteur de marché, au facteur taille, au facteur de la valeur et au facteur momentum. La source des données du modèle financier à quatre facteurs est le site Internet de Kenneth French à Dartmouth, qui fournit les détails de tous les facteurs sur une base quotidienne et une base hebdomadaire (voir http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html). De plus ε_{it} est le terme d'erreur ; α_i est la constante du modèle ; et β_i , s_i , h_i et u_i sont les paramètres d'estimation des facteurs utilisés dans le modèle. Si la performance des actions est « normale », le modèle à quatre facteurs capture la variation avec R_{it} , et α_i est égal à zéro⁵. Ainsi, α_i correspond au rendement anormal associé à l'entreprise i ; et ε_{it} capture les rendements anormaux supplémentaires (excédents) à la période t .

Les trois facteurs Fama-French sont empiriquement positifs alors que le quatrième facteur de

4. Pour construire le momentum, nous utilisons six portefeuilles pondérés par les capitalisations boursières comprenant des actions du NYSE, d'AMEX, et du NASDAQ. Ces portefeuilles sont élaborés à partir des rendements de taille et des rendements mensuels passés (2-12). Les portefeuilles mensuels correspondent à l'intersection de deux portefeuilles élaborés à partir de la taille et de trois portefeuilles élaborés à partir des rendements passés (2-12). Le seuil mensuel de taille correspond à la médiane du NYSE et les seuils de rendements mensuels passés (2-12) correspondent au 30^e et au 70^e %iles du NYSE. Pour de plus amples détails, nous conseillons de visiter <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_mom_factor.html>.

5. On trouve dans la littérature financière associée (par exemple Daniel et Titman, 1997) des modèles construits sur les caractéristiques. Selon ces modèles, ce sont les caractéristiques de l'entreprise, plutôt que la sensibilité aux quatre facteurs de risque, qui génèrent les rendements des actions. Par exemple, c'est la taille de l'entreprise et non la sensibilité au facteur taille (SMB) qui génère les rendements des actions. Cependant, selon Davis, Fama et French (2000) de tels effets fondés sur les caractéristiques se limitent au petit échantillon de la première étude.

Carhart (momentum) est plus ambigu⁶. Le momentum capture le fait qu'une action qui a réalisé une bonne performance par le passé continue d'en faire autant, et vice versa (Jegadeesh et Titman, 1993). Fama et French (1996), ainsi que d'autres chercheurs, mettent en doute la réalité de l'effet du momentum. Ils appellent à une vérification empirique de ce facteur. Dans cette lignée, nous conseillons aux chercheurs en marketing de s'attaquer à la valorisation opérée par les investisseurs en commençant par le modèle Carhart à quatre facteurs, mais ils doivent s'attendre à des résultats ambigus pour le facteur momentum.

Le risque systématique et le risque idiosyncrasique

Une deuxième mesure fondamentale en finance correspond au risque des actions de l'entreprise (Hamilton, 1994). Un risque élevé se manifeste par une plus grande volatilité dans le prix de l'action, ce qui peut laisser à croire que les futurs flux de trésorerie sont vulnérables et incertains. En retour, ceci conduit à des coûts plus élevés de financement du capital, ce qui nuit à la valorisation de l'entreprise sur le long terme. Le risque total est composé de deux parties : le risque systématique (relatif à la variabilité par l'intermédiaire des quatre facteurs) et le risque idiosyncrasique (spécifique à l'entreprise), comme le montre la Figure 1 (deuxième ligne). Le risque provient de plusieurs facteurs, dont la volatilité du marché (à travers β dans l'équation (1) au niveau macroéconomique (par

exemple le taux d'échange et le risque de l'intérêt), ou la concurrence dans la même catégorie de produits (elle peut s'avérer être plus forte ou plus faible que celle attendue) et les performances des projets (les projets comme les lancements de nouveaux produits peuvent réaliser des performances meilleures ou pires que celles attendues) au niveau du secteur (certains secteurs sont plus stables que d'autres).

Le risque systématique du marché est la partie du risque total qui est expliquée par les évolutions de rendements des portefeuilles d'actions générées par l'inflation, les changements de taux d'intérêt, etc., communs à l'ensemble des actions. Ce risque est mesuré par les β_i dans l'équation (1). Par construction, l'ensemble des actions sur le marché a un coefficient β de 1. Une action dont le rendement baisse plus vite que le rendement du marché a un coefficient β supérieur à 1 et vice versa. Ainsi, β en tant que mesure de la sensibilité des actions aux évolutions du marché, est une mesure importante pour les entreprises cotées.

Le risque non systématique ou idiosyncrasique est la partie du risque qui ne peut pas être expliquée par les évolutions de rendements d'un portefeuille boursier moyen. Ce risque est mesuré par la variance des résidus dans l'équation (1). Il constitue en moyenne environ 80 % du risque total (Goyal et Santa-Clara, 2003). La littérature en finance a récemment montré qu'il est utile pour déterminer la valeur de l'entreprise, et ce pour plusieurs raisons (Brown et Kapadia, 2007). Premièrement, tout étant égal par ailleurs, les investisseurs préfèrent des bénéfices stables à des bénéfices volatils (voir par exemple Graham, Harvey et Rajgopal, 2005 ; Goyal et Santa-Clara, 2003 ; Ang, Chen et Xing, 2006). Comme le marketing contribue à la stabilité ou à la volatilité des bénéfices, cet aspect est devenu un champ important de la recherche en marketing, en particulier la question de déterminer l'impact du marketing sur le niveau de besoin en fonds de roulement (Rao et Bharadwaj, 2008). En effet, plus la volatilité est élevée, plus il est nécessaire de disposer d'un fonds de roulement pour parer à tout risque d'insolvabilité. Deuxièmement, un niveau élevé de risque idiosyncrasique augmente le nombre de titres nécessaires pour obtenir un portefeuille bien diversifié (voir Campbell *et alii*, 2001). De façon similaire, certains investisseurs ne sont pas en mesure de diversifier (par exemple les salariés bénéficiant d'un plan de stock options) et doivent

6. Empiriquement, le facteur taille et le facteur valeur ne sont plus significatifs sous certaines conditions d'échantillon. C'est le cas par exemple lorsqu'on utilise un échantillon composé uniquement de grandes entreprises par rapport à un échantillon de PME (Loughran, 1997) ou lorsque les échantillons sont écrémés des observations extrêmes (Knez et Ready, 1997). Bollerslev et Zhang (2003) ont recours à des données très fréquentes (par exemple, par intervalles de 5 minutes) pour trouver une inversion de signe à ces deux facteurs. En ce qui concerne le momentum, le signe de son effet dépend de la période de temps considérée (voir par exemple Subrahmanyam 2005) : il est négatif pour une période d'une semaine à un mois, il est positif pendant trois à douze mois (Jegadeesh et Titman, 1993), et il est de nouveau négatif sur de plus longs termes comme une période de trois à cinq ans (DeBondt et Thaler, 1985). La vérification de la robustesse des effets de ces facteurs constitue un champ de recherche à part entière de la finance empirique.

supporter le risque idiosyncrasique. Troisièmement, le prix des stock options dépend de la volatilité totale des actions en circulation, dont la volatilité idiosyncrasique est la partie la plus importante. En résumé, un champ émergent de la littérature intègre cette réalité du marché selon laquelle la valeur de l'entreprise dépend aussi bien du risque systématique que du risque idiosyncrasique, chaque composante ayant un impact négatif sur la valeur. Le Tableau 2 fournit une synthèse des différentes mesures de réponse des investisseurs, avec les caractéristiques et les limites de chaque mesure⁷.

Actifs marketing et mesures des actions marketing

Du côté des variables indépendantes, le marketing est représenté par une ou plusieurs mesure(s) d'actifs ou bien par les actions de marketing direct (les investissements) comme le montre la Figure 1 (troisième ligne). Les mesures d'actifs présentées dans le Tableau 3 sont des mesures intermédiaires de performance, comme le capital marque, ainsi que des mesures de la clientèle comme la satisfaction client, le capital client et la qualité perçue des produits. Le Tableau 4 présente une synthèse des mesures des actions marketing, telles que les nouveaux produits, la publicité, les promotions, les canaux de distribution, etc. Il inclut des références d'articles qui illustrent l'usage de ces différentes mesures. Plusieurs généralisations empiriques à partir des réponses de la clientèle à ces types d'actions ont été formulées (voir par exemple Hanssens, Parsons et Schultz, 2001).

Récemment, les chercheurs en marketing se sont intéressés à la question de savoir si les investisseurs réagissent différemment aux évolutions des mesures d'actifs (par exemple les évolutions de satisfaction client) par rapport aux investissements marketing directement observables (par exemple les évolutions de dépenses marketing). Répondre à cette question soulève plusieurs points.

7. Bien que le sujet de notre article soit centré sur les résultats réels du marché, il existe une approche empirique émergente qui s'intéresse à l'application sur Internet d'un marché des actions virtuelles. Cette approche est utile pour évaluer le marché. L'idée de base est de réunir un groupe de participants sur Internet et les faire s'échanger des actions virtuelles. Ces actions sont considérées comme un pari sur le résultat de situations boursières futures, et leur valeur dépend de la réalisation de ces situations (voir par exemple, Elberse, 2007).

Premièrement, la question de l'unité temporelle d'agrégation des données se pose. Elle peut différer selon la variable dépendante (par exemple le changement quotidien des prix) ainsi que selon la variable indépendante (par exemple les changements mensuels des actions marketing). Bien que les actions marketing puissent être retracées quotidiennement, voire à cinq minutes d'intervalle (par exemple l'annonce d'un lancement de nouveau produit), elles sont en général étudiées sur une base hebdomadaire, voire sur de plus longs intervalles (par exemple, de façon hebdomadaire chez Pauwels *et alii*, 2004 ; de façon annuelle chez McAlister, Srinivasan et Kim, 2007). De nouvelles méthodes économétriques sont maintenant disponibles pour prendre en compte de telles différences d'unités temporelles (par exemple, Ghysels, Santa-Clara et Valkanov, 2006).

Deuxièmement, les études transversales ont souvent directement associé le prix des actions aux niveaux de marketing (par exemple, Rao, Agarwal et Dahlhoff, 2004). Les modèles construits sur l'hypothèse d'efficacité du marché doivent cependant prendre en compte que les investisseurs réagissent seulement aux nouvelles informations, opérationnalisées comme la différence entre le niveau réel et le niveau attendu de la variable indépendante. De cette façon, les modèles construits uniquement sur la base de ces niveaux ne sont pas capables de distinguer les changements imprévus des niveaux d'actions marketing attendus. Leur valeur s'en trouve donc limitée, aussi bien d'un point de vue théorique que méthodologique.

Pour finir, le rendement des actions est en général mesuré au niveau de la firme alors que les actions marketing sont mesurées au niveau de la marque ou du produit. Ainsi, le degré d'agrégation diffère entre la variable dépendante (le rendement des actions de l'entreprise) et les variables indépendantes telles que les mesures relatives à la marque, les annonces d'extension de marque, etc. (voir par exemple, Barth *et alii*, 1998 ; Pauwels *et alii*, 2004 ; Lane et Jacobson, 1995 ; Geyskens, Gielens et Dekimpe, 2002). Une solution de modélisation consiste à agréger les variables marketing au niveau de la marque. Cependant, une telle agrégation conduit à une perte substantielle de données et donc d'information utiles pour les managers. D'une part, les managers ne sont plus en mesure de distinguer les marques (par exemple, les marques qui ont le niveau le plus élevé de

Tableau 2. – Mesures financières dépendantes pour évaluer la réponse des investisseurs

Mesure financière dépendante	Caractéristiques	Limites	Articles illustratifs (intervalle de temps utilisé)
A. Mesures de rendements/ de niveaux			
1. Valorisation de l'entreprise (prix des actions x nombre d'actions en circulation)	(a) Mesure prévisionnelle qui indique comment le marché considère les attentes de l'investisseur vis-à-vis du profit futur de l'entreprise.	(a) Nécessite d'incorporer le comportement à marche aléatoire du prix des actions. (b) Le modèle estimé doit être robuste aux déviations de stationnarité – en particulier la présence de marches aléatoires du prix des actions, qui peut conduire à de faux problèmes de régression (Granger et Newbold, 1986).	Fornell <i>et alii</i> (2006) (annuel)
2. Importance relative des actifs tangibles et intangibles			
2a. Q de Tobin (ratio de la valeur marchande de l'entreprise sur le coût de remplacement des actifs de l'entreprise)	La caractéristique (a) s'applique ici (b) Les valeurs supérieures à l'unité signalent une contribution des actifs intangibles sur la valorisation. (c) Les paradigmes de recherche établis (par exemple la méthode des événements, la modélisation VAR, les modèles de réponse des rendements) peuvent servir à évaluer les effets de la valeur de l'entreprise. (d) Directement comparable transversalement aux secteurs, alors que les mesures comptables peuvent s'avérer être difficilement comparées (Mittal <i>et alii</i> , 2005). (e) Des expériences de Monte Carlo montrent que les estimations du Q de Tobin ont des erreurs moyennes plus petites et une plus grande corrélation avec les mesures réelles (McFarlet, 1988) comparativement aux taux de rendement comptables.	Les limites (a) et (b) s'appliquent ici (c) Le coût de remplacement des actifs tangibles est difficile à calculer et celui des actifs intangibles est généralement ignoré (Mittal <i>et alii</i> 2005).	Simon et Sullivan (1993) (annuel) Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) (annuel)
2b. Ratio valeur marchande sur valeur comptable	Les caractéristiques (a), (b), (c) et (d) s'appliquent ici	Les limites (a) et (b) s'appliquent ici	Pauwels <i>et alii</i> (2004) (hebdomadaire)
3. Rendements des actions (changement de la valeur totale de l'investissement dans une action ordinaire sur une certaine période, par dollar de l'investissement initial, et défini comme $(\text{Prix}_t + \text{Dividende}_t - \text{Prix}_{t-1}) / (\text{Prix}_{t-1})$)	Une série temporelle stationnaire des rendements des actions est obtenue comme variable dépendante	Pas de limite évidente	Srinivasan <i>et alii</i> (2009) (hebdomadaire)

Tableau 2. – Mesures financières dépendantes pour évaluer la réponse des investisseurs (suite)

Mesure financière dépendante	Caractéristiques	Limites	Articles illustratifs (intervalle de temps utilisé)
B. Mesures du risque/de la volatilité			
1. Volatilité des flux de trésorerie (coefficient de variation des flux de trésorerie de l'entreprise divisé par le coefficient de variation des flux de trésorerie du marché)	Un coefficient de variation égal à un indique que les flux de trésorerie de l'entreprise sont autant volatils que ceux du marché. Un coefficient de variation supérieur à un indique que les flux de trésorerie de l'entreprise sont plus volatils que ceux du marché, et vice versa. La volatilité des flux de trésorerie peut représenter jusqu'à 80 % de la variation du risque systématique de marché.	Il ne s'appuie pas sur un modèle financier comme le MEDAF. Il nécessite des données au niveau de la marque pour toutes ou pour la plupart des divisions de l'entreprise.	Gruca et Rego (2005) (annuel) Fischer <i>et alii</i> (2007) (trimestriel)
2. Volatilité systématique du marché (la part de volatilité des actions qui est expliquée par les changements de rendements d'un portefeuille moyen)	C'est le risque de marché commun à toutes les entreprises, et la comparaison transversale sur tous les secteurs est facilitée. Elle s'appuie sur le MEDAF et dépend des rendements du portefeuille de marché; une action dont le rendement chute (ou croît) plus vite que celui du marché a un $\beta > 1$, et vice versa. Elle est beaucoup étudiée dans la littérature. Elle peut être étendue à des analyses plus fines des β haussiers et baissiers (Ang, Chen et Xing, 2006).	Elle ne représente que 20 % du risque total. Elle peut être mesurée mais pas estimée. Les inférences sont sensibles au choix/ à la définition du portefeuille de marché.	McAlister, Srinivasan et Kim (2007) (mensuel) Fornell <i>et alii</i> (2006) (quotidien)
3. Volatilité idiosyncrasique (la variation qui n'est pas expliquée par les changements de rendements d'un portefeuille moyen mais par des événements spécifiques à l'entreprise)	Elle est indépendante de l'économie mais elle est idiosyncrasique à l'entreprise. Le postulat est que le risque non systématique peut être éliminé par un portefeuille bien diversifié puisque les risques uniques peuvent s'annuler. Elle représente 80 % du risque total.	Théoriquement, elle n'est pas liée au prix des actions à long terme, mais il existe de plus en plus de preuves empiriques sur le rôle de la volatilité idiosyncrasique (ex : Brown et Kapadia, 2007).	Luo (2007) (quotidien agrégé sur le mois) Osinga <i>et alii</i> (2008) (mensuel)

Tableau 3. – Actifs marketing (en tant qu'indices) et réponse des investisseurs – Mesures et résultats

Mesure marketing	Illustration de la mesure	Caractéristiques	Articles illustratifs	Résultats empiriques
1. Capital marque	Mesure du capital marque du Financial World Brand Asset Valuator de Young & Rubicam	La force de la marque est déterminée par cinq composantes Il s'appuie sur les rapports de consommateurs sur les cinq piliers de la marque : la pertinence, la vitalité, l'estime, la connaissance et la différenciation. Disponible pour les grandes entreprises seulement. Pas toujours accessible publiquement pour les investisseurs (ex : Young & Rubicam)	Barth <i>et alii</i> (1998) Simon et Sullivan (1993) Madden, Fehle et Fournier (2006) Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) ; Joshi et Hanssens (2008) Mizik et Jacobson (2007)	Les rendements des actions sont positivement liés à la valorisation de la marque. Une partie importante de la valorisation des entreprises de grande consommation et même de certaines entreprises high-tech s'appuie sur le capital marque. Les marques fortes offrent de meilleurs rendements, et ce à moindre risque. L'impact de la marque sur la valorisation de l'entreprise est modéré par le type de stratégie de marque : marque institutionnelle, multimarques, ou stratégie mixte. Tout changement dans les actifs de l'entreprise relatifs à la marque est associé à une variation de la valorisation financière.
2. Satisfaction client	Indice de satisfaction des clients américains (ACSI)	Les données ACSI sont publiquement disponibles mais pas au niveau de l'entreprise. Les scores ACSI ne sont mis à jour qu'annuellement. Des données non agrégées au niveau de l'entreprise / du produit sont disponibles pour certains secteurs (ex : secteur automobile par JD Power and Associates)	Itner et Larcker (1998) Anderson, Fornell et Mazvancheryl (2004) Gruca et Rego (2005) Fornell <i>et alii</i> (2006) ; Mittal <i>et alii</i> (2005) Gupta et Zeithaml (2006) Luo et Bhattacharya (2006)	Une augmentation de 5 unités sur une échelle de 0 à 100 (en gros un écart type de la moyenne) de l'ACSI est associée à une hausse de 1 % des rendements anormaux cumulatifs. Une variation de 1 % de l'ACSI est associée à une variation de 1,016 % du Q de Tobin. Une augmentation de 1 point de l'ACSI conduit à une croissance additionnelle de flux de trésorerie ainsi qu'à une réduction de leur variabilité. Les consommateurs très satisfaits génèrent des rendements positifs. Il existe un lien fort entre la satisfaction client, la rentabilité de l'entreprise et la valeur boursière. La satisfaction client médiatise partiellement la relation entre responsabilité sociale de l'entreprise et valeur boursière.

Tableau 3. – Actifs marketing (en tant qu'indices) et réponse des investisseurs – Mesures et résultats (suite)

Mesure marketing	Illustration de la mesure	Caractéristiques	Articles illustratifs	Résultats empiriques
3. Mesures de clientèle	Valeur actualisée du client (CLV) Capital client	Les mesures de clientèle ont tendance à être privées.	Gupta, Lehmann et Stuart (2004)	La valorisation des clients rend possible la valorisation de l'entreprise comme le capital client se déplace en parallèle avec la valeur boursière pour trois des cinq sociétés. La fidélisation est plus importante que la marge ou le coût d'acquisition car une amélioration de la fidélisation de 1 % permet d'améliorer la rentabilité d'environ 5% alors qu'une amélioration similaire de la marge et du coût d'acquisition n'améliore le profit que de 1,1% et 0,1% respectivement.
4. Qualité du produit	Qualité perçue Equitrend Intérêt et qualité perçus de JD Power and Associates Comptes-rendus de produits (ex : Lexis-Nexis)	Mesure orientée client. Sensible à la méthode des événements. Collecte de données très chronophage (ex : données à partir de comptes-rendus de produit)	Aaker et Jacobson (1994) et Mizik et Jacobson (2003) Srinivasan <i>et alii</i> (2009) Tellis et Johnson (2007)	La qualité perçue est associée à une variation du rendement des actions ; les investisseurs considèrent donc que les signaux de qualité fournissent des informations utiles concernant les perspectives futures de l'entreprise. Les nouveaux produits qui sont les mieux perçus par les consommateurs en termes de qualité et d'intérêt bénéficient systématiquement des meilleurs rendements. Les notes de qualité publiées dans les magazines influencent l'évaluation de la qualité des produits par les investisseurs. Les entreprises bénéficiant de bonnes notes voient leurs rendements croître de 10 % sur la même période, alors que les entreprises avec de mauvaises notes voient leurs rendements chuter de 5 %.

Tableau 4. – Actions marketing (en tant qu'indices) et réponse des investisseurs – Mesures et résultats

Mesure marketing	Illustration de la mesure	Caractéristiques	Articles illustratifs	Résultats empiriques
1. Publicité	Dollars de publicité (ex : COMPUSTAT) Dollars de publicité (ex : TNS Media)	COMPUSTAT fournit des données trimestrielles agrégées au niveau de l'entreprise, mais elles sont disponibles partout. TNS Media fournit des données non agrégées au niveau de la marque/de la catégorie de produit, mensuellement. Les données sont chères.	Frieder et Subrahmanyam (2005) ; Grullon, Kanatas et Weston (2004) ; Joshi et Hanssens (2008) Barth <i>et alii</i> (1998) ; Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) Mathur et Mathur (2000) ; Mathur, Mathur et Rangan (1997) ; Grullon, Kanatas et Weston (2006) McAlister <i>et alii</i> (2007) Srinivasan <i>et alii</i> (2009)	La publicité impacte directement le rendement des actions, au-delà de son effet indirect sur le chiffre d'affaires et les profits. Il existe deux mécanismes par lesquels la publicité impacte directement la valeur de l'entreprise : les retombées et le signalement. Les investisseurs conscients des bénéfices générés par une hausse de publicité à travers l'augmentation du capital marque, sont capables de voir au-delà des flux de trésorerie actuels pour traduire les effets à long terme de la publicité dans la valeur de l'entreprise. La publicité peut signaler la bonne santé financière de l'entreprise ou sa viabilité face à la concurrence. Les entreprises qui soulèvent des montants considérables de capitaux propres augmentent leur publicité significativement plus que les entreprises qui ont un effet de levier financier plus élevé (<i>i.e.</i> , une plus grosse dette par rapport aux capitaux propres). La publicité réduit le risque systématique de marché. Communiquer la valeur ajoutée créée par l'innovation produit permet d'amplifier l'effet de l'innovation sur la valeur de l'entreprise, en particulier pour les innovations pionnières.
2. Promotions	Dépenses promotionnelles (ex : J.D. Power & Associates)	Les données sont non agrégées au niveau de la marque/ de la catégorie et hebdomadaires, mais elles sont souvent privées.	Pauwels <i>et alii</i> (2004)	Les promotions de prix réduisent la valeur de l'entreprise sur le long terme, même si elles ont un effet positif sur le chiffre d'affaires et sur le profit à court terme. Une politique agressive de lancement de nouveaux produits agit comme un antidote à la confiance excessive portée aux offres incitatives envers les consommateurs.

Tableau 4. – Actions marketing (en tant qu'indices) et réponse des investisseurs - Mesures et résultats (suite)

Mesure marketing	Illustration de la mesure	Caractéristiques	Articles illustratifs	Résultats empiriques
3. Canaux de distribution	Supplément de canal (ex : Canal Internet pour les journaux)	Sensible à la méthode des événements. La collecte de données par Internet est chronophage.	Geyskens, Gielens et Dekimpe (2002) Gielens <i>et alii</i> (2008)	Les investisseurs perçoivent que le supplément de gains apporté par l'ajout de canal dépassera les coûts associés. Cependant, on a trouvé des rendements négatifs pour les grandes entreprises établies, qui sont victimes d'un effet de cannibalisation par Internet. L'arrivée de grands acteurs de la distribution peut avoir des effets négatifs et positifs sur la valeur des autres distributeurs.
4. Nouveaux produits	Pré-annonces de produits (ex : Lexis-Nexis) Introductions de nouveaux produits (ex : J.D. Power & Associates)	Sensible à la méthode des événements. Les chercheurs doivent contrôler le retard considérable qui peut exister entre la pré-annonce et le lancement effectif.	Chaney, Devinney et Winer (1991) Sorescu, Shankar et Kushwaha (2007) Kelm, Narayanan et Pinches (1995) Pauwels <i>et alii</i> (2004) Srinivasan <i>et alii</i> (2009)	L'annonce de nouveaux produits génère de petits surplus de rendements pendant quelques jours. Les rendements financiers relatifs aux pré-annonces sont significativement positifs sur le long terme. Des surplus de rendement supplémentaires peuvent apparaître lorsque le nouveau produit est effectivement lancé. L'arrivée de nouveaux produits augmente la performance financière à long terme et la valeur de l'entreprise, mais ce n'est pas le cas des promotions. De plus, la réaction des investisseurs au lancement de nouveaux produits se manifeste au fil du temps, indiquant que les informations utiles sont diffusées dans les deux mois qui suivent le lancement. Les innovations pionnières (inédites au monde) ont un plus grand impact sur les rendements boursiers que les innovations mineures.

soutien publicitaire, d'innovation, de qualité, etc.) et/ou les catégories en fonction de leur contribution au rendement des actions de l'entreprise. D'autre part, les effets agrégés estimés peuvent s'avérer être complètement générés par une ou deux marques seulement⁸. L'évaluation de l'impact du rendement des actions fonctionne bien pour les événements importants associés aux grandes marques (*i.e.* avec un ratio signal-bruit élevé), ainsi que les plus petites marques de niche. Elle fonctionne bien également pour suivre les actions créées par de grandes sociétés mères et évaluer les résultats financiers de certaines filiales spécifiques. Par exemple, Gupta, Lehmann et Stuart (2004) ont étudié la relation entre le capital client et le prix des actions de certaines sociétés Internet. Que l'évaluation concerne de grandes marques ou des marques plus petites, nous estimons qu'il est préférable de lier les rendements des actions aux variables au niveau de la marque, même si cela agrandit la taille de la matrice de données.

En résumé, nous proposons trois recommandations particulières aux chercheurs en marketing désirant examiner la valorisation par les investisseurs : (1) commencer par le modèle Carhart à quatre facteurs, (2) évaluer l'impact des évolutions inattendues et prendre en compte le fait que les investisseurs réagissent seulement aux nouvelles informations, et (3) utiliser de préférence le Q de Tobin comme mesure de valorisation de l'entreprise.

8. Idéalement, on effectuerait la régression $RET^{MARQUE} = bX + \mu$ où RET^{MARQUE} correspond au rendement exclusivement associé à l'information concernant la marque X . Cependant, au vu de la nature institutionnelle du rendement des actions, la régression estimée est $RET = \beta X + \varepsilon$ où RET correspond au rendement de l'ensemble des actions de l'entreprise, composé de RET^{MARQUE} et $RET^{NON-MARQUE}$, c'est-à-dire, le rendement des actions qui n'est pas associé à la marque. Comme $RET = (RET^{MARQUE} + RET^{NON-MARQUE})$, on peut montrer que l'estimation des moindres carrés de $E[\beta] = E[(X'X)^{-1}X'(RET^{MARQUE} + RET^{NON-MARQUE})] = b$ (voir Lane et Jacobson, 1995, et Geyskens, Gielens et Dekimpe, 2002), ce qui conduit à une estimation non biaisée sous la condition raisonnable que $RET^{NON-MARQUE}$ et X ne soient pas corrélés.

Mesurer la réponse des investisseurs au marketing à l'aide de modèles financiers à quatre facteurs

Plusieurs études ont récemment étudié la relation entre le marketing et la valorisation de l'entreprise en commençant par le modèle financier à quatre facteurs ou le modèle MEDAF (voir Figure 1, premier item de la dernière ligne). De telles études postulent que les marchés financiers sont efficients, et elles se focalisent soit sur (i) les niveaux de performance financière (par exemple, Barth *et alii*, 1998 ; Madden, Fehle et Fournier, 2006), soit sur (ii) la variabilité de la performance financière (par exemple, Gruca et Rego, 2005 ; McAlister, Srinivasan et Kim, 2007).

Une approche consiste à commencer par le modèle à quatre facteurs de l'équation (1) pour comparer la performance des entreprises ayant mis l'accent sur un aspect particulier du marketing (par exemple la marque) avec un panel d'entreprises de référence approprié. L'hypothèse nulle est que dans l'équation (1), $\alpha_i = 0$ et les coefficients β_i des deux portefeuilles sont égaux ; *i.e.*, il n'y a pas rendement significativement anormal pour le portefeuille d'entreprises étudiées, ni de différence significative dans la variabilité (β) du portefeuille d'entreprises étudiées par rapport au portefeuille du panel d'entreprises référence. L'hypothèse alternative est que les $\alpha_i > 0$ et les coefficients β_i des deux portefeuilles ne sont pas égaux. Des α_i positifs par rapport au panel référentiel indiquent une meilleure performance des rendements, et $\beta_i < 1$ indique un risque du marché inférieur à la moyenne, et vice versa.

Madden, Fahle et Fournier (2006) font partie des auteurs ayant étudié l'impact du marketing sur les rendements. Ces auteurs ont comparé un portefeuille *ex-ante* de 111 marques listées au moins une fois entre 1994-2001 sur World's Most Value Brands (WMVB) à un panel référentiel⁹. De façon comparable, Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) ont estimé la relation entre stratégie de marque et valeur de l'entreprise (mesurée par le Q de Tobin) à l'aide d'un modèle transversal de séries temporelles, permettant de contrôler des variables spécifiques à l'entreprise reflétant soit les opérations antérieures, soit les opportunités de croissance futures.

9. Le Tableau 4 synthétise les résultats de cette étude ainsi que ceux des autres études sur le sujet.

McAlister, Srinivasan et Kim (2007) font partie des auteurs qui ont étudié l'impact du marketing sur la volatilité. Ces auteurs ont examiné la relation entre les dépenses de publicité et de R&D et le risque de marché systématique. Tout d'abord, ils ont estimé le risque de marché systématique de l'entreprise, β , à l'aide du MEDAF, en utilisant le portefeuille « équilibré » et le portefeuille pondéré par les capitalisations boursières. Dans un deuxième temps, les auteurs évaluent l'effet de publicité/ventes et R&D/ventes sur le risque de marché systématique, en intégrant l'hétérogénéité non observée de l'entreprise et la corrélation sérielle des erreurs par l'estimation d'un modèle comprenant le risque de marché systématique, β_{it} , comme variable dépendante.

Le modèle financier à quatre facteurs est assez immédiat à estimer. Il est aussi assez utile pour estimer la variation transversale des réponses des investisseurs. D'un autre côté, les applications existantes contrôlent rarement les quatre facteurs ensemble. Par exemple, l'étude de marque de Rao, Agarwal et Dahlhoff (2004) prend en compte deux facteurs (la taille et l'importance relative des actifs intangibles) et l'étude du risque systématique de McAlister, Srinivasan et Kim (2007) contrôle trois des quatre facteurs (le momentum n'est pas compris). Deuxièmement, les inférences à partir de l'approche de portefeuille sont sensibles au choix du portefeuille panel référentiel (Barber et Lyon, 1997). Par exemple, un portefeuille panel de référence construit à partir de marques fortes court le risque d'un biais d'omission de variables, en ce sens que la force de la marque peut être associée à d'autres caractéristiques non représentées dans le portefeuille. Par conséquent, la sélection du panel de référence est importante. Il est conseillé d'effectuer des vérifications approfondies à l'aide d'échantillons appariés sur plusieurs caractéristiques (par exemple, le secteur, la part de marché). Pour finir, le modèle à quatre facteurs postule que les marchés sont efficients. Le modèle de persistance discuté ultérieurement permet aux chercheurs de tester les déviations d'efficacité du marché.

Mesurer la réponse des investisseurs à l'aide des études d'événements

Il est possible de faire appel à l'étude des événements lorsque les actions d'une entreprise prennent

la forme d'interventions datées dans le temps. L'étude des événements élimine la dépendance vis-à-vis des informations comptables, à condition que les marchés soient efficients, et permet d'élaborer des inférences causales dans un cadre quasi expérimental (voir Figure 1, deuxième item de la dernière ligne). En effet, toutes les études d'événements sont des tests conjoints de l'hypothèse examinée, ainsi que de l'efficacité des marchés de capitaux (Fama *et alii*, 1969). L'intuition derrière la méthodologie de l'étude d'événement est que l'effet d'un événement pertinent devrait se répercuter immédiatement sur le prix des actions, en supposant un marché efficient, une information parfaite, et la rationalité des investisseurs (Fama, 1991). Cette méthodologie nécessite que la réaction du prix de l'action à l'événement qui nous intéresse soit clairement isolée, que les autres informations intéressantes soient contrôlées, et qu'on fasse appel à un panel de référence adéquat pour calculer les rendements normaux et anormaux. Les études d'événements ont été utilisées pour mesurer l'impact des annonces de lancements de nouveaux produits sur les investisseurs (Chaney, Devinney et Winer, 1991), les changements de nom institutionnel (Horsky et Swyngedouw, 1987), les extensions de marque (Lane et Jacobson, 1995), les célébrités ambassadrices de marques (Agarwal et Kamakura, 1995), les joint-ventures (Johnson et Houston, 2000), l'ajout de canaux via Internet (Geyskens, Gielens et Dekimpe, 2002), les rapports de qualité de nouveaux produits (Tellis et Johnson, 2007), l'entrée sur le marché d'un nouveau distributeur (Gielens *et alii*, 2008) et la promotion publicitaire de films (Joshi et Hanssens, 2009).

Le rendement anormal d'une action correspond au rendement *ex-post* d'une action au cours de la période de l'événement moins le rendement normal attendu, à supposer que l'événement n'a pas encore eu lieu (Srinivasan et Bharadwaj, 2004). En commençant par le modèle Carhart à quatre facteurs, le rendement anormal d'une action est calculé comme suit :

$$(2) \quad \varepsilon_{it} = (R_{it} - R_{rf,t}) - \alpha_i - \beta_i(R_{mt} - R_{rf,t}) - s_i SMB_t - h_i HML_t - u_i UMD$$

Dans l'équation (2) ε_{it} , la mesure du rendement anormal (ajustée du risque) pour l'entreprise i à la période t , fournit une estimation non biaisée des bénéfices futurs générés par l'événement (Fama, 1970). Ce rendement anormal est alors agrégé sur la

période de temps après l'événement, pour obtenir le RAC¹⁰. La significativité statistique du rendement anormal est calculée en divisant le RAC par son erreur standard. Lorsque la période de test est courte, par exemple une journée ou une semaine, les mesures de RAC ne sont pas trop sensibles au modèle financier utilisé pour ajuster le risque. Pour des périodes plus longues, l'étude des événements est sensible aux mesures de rendement utilisées (Fama, 1998). Par conséquent, il est conseillé aux chercheurs d'avoir recours à plusieurs mesures de rendements anormaux, telles que le rendement anormal composé continu (RACC) ou les rendements acheter-et-conserver (RAEC), et d'évaluer ensuite la sensibilité de leurs résultats aux mesures de rendement alternatives (Jacobson et Mizik, 2009a, b ; Lyon, Barber et Tsai, 1999). Il est aussi à noter que pour des applications en dehors des États-Unis, des données pour certains des quatre facteurs sont disponibles sur le site Internet de Kenneth French, pour vingt pays majeurs comme le Royaume-Uni, l'Allemagne et le Japon. Pour toute application autre que ces pays, l'équation (2) peut ne pas inclure SMB, HML et UMD (*e.g.*, Gielens *et alii*, 2008). Gielens et ses collègues (2008) ont estimé que leurs résultats empiriques ne sont pas sensibles à de telles omissions. Globalement, nous recommandons de vérifier la robustesse de ces omissions lors d'applications de la valorisation par les investisseurs à partir de données de facteur manquantes.

Mesurer la réponse des investisseurs à l'aide de la théorie du portefeuille calendaire

La méthodologie de l'étude d'événement montre une limite qui la rend inadéquate pour mesurer les rendements anormaux à long terme d'événements regroupés dans le temps : elle ne peut pas correctement prendre en compte la dépendance transversale (ou le chevauchement) entre les événements, ce qui peut conduire à de fausses inférences statistiques (Barber et Lyon, 1997 ; Kothari et Warner, 2006 ; Mitchell et Stafford, 2000). Une façon de prendre en

compte cette dépendance transversale consiste à calculer « les rendements par paire appariée » en couplant les entreprises les plus proches en termes de taille et de ratio valeur comptable sur valeur marchande à l'entreprise examinée (Barber et Lyon, 1997 ; Joshi et Hanssens, 2008).

Une autre approche est la méthode du portefeuille calendaire (Fama, 1998 ; Mitchell et Stafford, 2000), qui a récemment été appliquée en marketing (Sorescu, Shankar et Kushwaha, 2007) et que nous présentons dans la Figure 1 (le troisième item de la dernière ligne). Cette méthode commence par la construction d'un unique portefeuille (appelé portefeuille calendaire) afin d'intégrer toutes les actions d'entreprise avec l'événement comme unité d'analyse (par exemple l'annonce d'un nouveau produit), et il s'agit ensuite de mesurer les rendements anormaux de ce portefeuille sur le long terme, à l'aide du modèle à quatre facteurs de l'équation (1). Contrairement à l'approche appariée, la méthode du portefeuille calendaire est effectuée à partir d'un grand échantillon de comparaison, ce qui réduit le biais potentiel d'omission de variables concernant les variables caractéristiques du secteur (Barber et Lyon, 1997).

La méthode du portefeuille calendaire prend automatiquement en compte la corrélation transversale des rendements (Lyon, Barber et Tsai, 1999 ; Mitchell et Stafford, 2000), du fait que l'erreur standard des estimations du rendement anormal du portefeuille, α_p , n'est pas calculée à partir de la variance transversale (comme c'est le cas avec la méthode des événements), mais à partir de la variation inter-temporelle des rendements du portefeuille. En supposant que les investisseurs sont rationnels, les rendements mensuels sont sériellement non corrélés (Kothari et Warner, 2006). La méthodologie est donc correctement spécifiée, et les inférences statistiques semblent être plus correctes que celles obtenues à l'aide de la méthode des événements, où l'erreur standard est calculée de façon transversale. Cependant, l'approche du portefeuille calendaire a un plus faible pouvoir de détection de la performance anormale car elle fait la moyenne des événements « chauds » et des événements « froids » (Loughran et Ritter, 2000). Par exemple, l'approche du portefeuille calendaire peut manquer d'identifier des rendements anormaux significatifs si la performance anormale a lieu pendant des mois très chargés en événements. Comme

10. La perte d'événements peut être examinée en intégrant des périodes antérieures à l'événement (voir par exemple Chaney, Devinney et Winer, 1991).

les actions sont regroupées au sein d'un portefeuille et qu'une mesure unique des rendements est obtenue pour l'ensemble du groupe, il n'est pas possible d'avoir recours à un modèle de régression transversal pour analyser la relation entre la performance financière et les leviers de marketing (par exemple les actions marketing). Lorsque les actions sont continues ou répétées plutôt que discrètes, les modèles de rendement des actions sont plus adaptés.

Mesurer la réponse des investisseurs à l'aide des modèles de réponse de rendement des actions

Les modèles de réponse de rendement des actions (voir par exemple Lev, 1989 ; Brennan, 1991) sont similaires aux études d'événements, à la différence que les données d'entrée sont de nature continue plutôt que discrète (voir Figure 1, le quatrième item de la dernière ligne). Les exemples en marketing comprennent les évolutions de prix, les dépenses de publicité et les points de vente. Ces deux approches se fondent sur l'hypothèse des marchés efficients, et elles permettent d'évaluer la réaction des rendements des actions aux événements inattendus, *i.e.*, l'effet d'une nouvelle information sur les attentes des investisseurs concernant la valeur actualisée des futurs flux de trésorerie. Les modèles de rendement des actions peuvent être spécifiés sur n'importe quel intervalle de données approprié au déploiement de ressources marketing, comme par exemple des données hebdomadaires de publicité ou des données mensuelles d'innovations majeures de nouveaux produits.

Les modèles de réponse des rendements des actions déterminent si les investisseurs perçoivent ou non que l'information de changement dans l'activité marketing (comme par exemple les dépenses publicitaires) peut modifier la projection des futurs flux de trésorerie (Mizik et Jacobson, 2004). L'inférence causale pour les modèles de rendements des actions n'est pas aussi immédiate qu'avec les études d'événement. En effet, ces dernières sont élaborées comme des quasi-expériences contrôlées, où le comportement post-événement du prix de l'action est testé par rapport au comportement attendu avant l'événement. L'inférence causale est donc directe dans ce cas. À l'inverse, les modèles de rendements des actions peuvent tout aussi conduire à des interprétations de signaux. Par exemple, imaginons qu'un

constructeur automobile annonce une hausse significative de ses incitations promotionnelles, et que le prix de ses actions baisse. Une première interprétation consiste à dire que les investisseurs anticipent le fait que les promotions vont réduire les futures marges de l'entreprise et par conséquent ses flux de trésorerie. Ceci démontre un lien causal entre les promotions et les flux de trésorerie, donc avec la valorisation de l'entreprise. Une interprétation alternative consiste à penser que le marché considère l'accroissement de dépenses promotionnelles comme le signal d'une demande ralentie pour les produits de l'entreprise. Le marché ajuste donc sa valorisation de l'entreprise en fonction de cela, ce qui démontre une liaison de signal entre les dépenses promotionnelles et la valorisation de l'entreprise.

Plus généralement, la méthode des événements ainsi que les modèles de réponse des rendements peuvent être sujets au biais de variable omise. Par exemple, les prévisions de chute de la demande ou celles de hausse du prix des denrées de première nécessité peuvent conduire à : 1) des dépenses d'innovation plus agressives de la part de l'entreprise, et 2) à la baisse des ventes des produits existants. Si cette dernière est plus forte que la première, l'examen des dépenses d'innovation peut montrer un effet négatif plutôt que positif sur les rendements des actions.

Dans un modèle de réponse des rendements, le modèle financier à quatre facteurs (Équation 1) est complété avec les résultats et les actions de l'entreprise pour pouvoir tester les hypothèses de leur impact sur les futurs flux de trésorerie. Ces derniers se manifestent dans les changements inattendus, *i.e.*, dans les déviations à partir des comportements passés, déjà pris en compte dans les anticipations des investisseurs. Le modèle de réponse des rendements est défini comme suit :

$$(3) \quad R_{it} = ER_{it} + \beta_1 U \Delta REV_{it} + \beta_2 U \Delta INC_{it} \\ + \beta_3 U \Delta CUST_{it} + \beta_4 U \Delta OMKT_{it} \\ + \beta_5 U \Delta COMP_{it} + \varepsilon_{it}$$

où R_{it} correspond au rendement des actions de l'entreprise i au moment t , ER_{it} correspond au rendement attendu à partir du modèle à quatre facteurs de l'équation (1). Un test de « pertinence de la valeur » des changements inattendus appliqué à l'entreprise et aux résultats et actions des concurrents revient à effectuer un test de significativité sur les coefficients β de l'équation (3). L'obtention de valeurs significa-

tives implique que ces variables apportent un supplément d'information pour expliquer les rendements des actions.

Les composantes des rendements des actions, qui sont sous contrôle managérial dans une certaine mesure, sont de trois sortes : les résultats financiers, les mesures d'actifs de clientèle (résultats non financiers) et les actions marketing. Les résultats financiers comprennent les rendements inattendus ($U\Delta REV$) et les bénéfices ($U\Delta INC$) alors que les résultats non financiers comprennent des mesures telles que la satisfaction client et le capital marque ($U\Delta CUST$). Les actions marketing spécifiques correspondent aux changements inattendus des variables ou stratégies marketing ($U\Delta OMKT$). De plus, les actions ou signaux de la concurrence au sein du modèle reflètent les changements inattendus vis-à-vis des résultats de la concurrence, des actions marketing, de la stratégie et des mesures intermédiaires ($U\Delta COMP$) ; et ε_{it} correspond au terme d'erreur. À titre illustratif, Srinivasan *et alii* (2009) ont examiné l'impact des innovations de produit, de la publicité, des promotions, de la perception des clients de la qualité et des actions de la concurrence sur les rendements de constructeurs automobiles.

Les composantes inattendues peuvent être modélisées comme la différence entre le consensus de prévision des analystes et la valeur réalisée (dans le cas de bénéfices), ou à l'aide d'extrapolations de séries temporelles en utilisant les résidus issus d'un modèle de série temporelle (voir par exemple Lev, 1989). Certaines études soutiennent que les prévisions des analystes pourraient servir d'indices pour les bénéfices attendus plus corrects que les modèles de série temporelle. En effet, les analystes disposent maintenant d'informations plus larges et plus actuelles (par exemple, une connaissance approfondie des actions de l'entreprise) conduisant à l'amélioration des modèles quantitatifs (Brown et Rozeff, 1978 ; Brown *et alii*, 1987).

Récemment, la recherche en finance a assoupli le postulat HEM de connaissance structurelle des investisseurs tout en maintenant le postulat de rationalité lors d'une décision à prendre (voir par exemple, Brav et Heaton, 2002 ; Brennan et Xia, 2001). Cette littérature suggère qu'avec un apprentissage rationnel le prix des actions bouge non seulement lorsqu'une nouvelle information est disponible mais aussi lorsque les investisseurs améliorent leur compréhension des diverses relations économiques qui forment

l'équilibre du marché. Ainsi, la réaction à court terme de l'investisseur face à une « nouvelle » marketing peut s'ajuster au cours du temps jusqu'à se stabiliser à long terme, et perdre sa capacité à continuer d'ajuster le prix des actions. Avec la HEM, il n'y aurait pas d'effet ajusté au cours du temps puisque l'impact des actions marketing serait totalement pris en compte dans le prix des actions de la période suivante. Cette perspective justifie l'usage de modèles de persistance à la place de fenêtres d'événements pour étudier l'impact du marketing sur la valeur de l'entreprise.

Mesurer la réponse des investisseurs à l'aide de modèles de persistance

Les modèles de persistance (voir Figure 1, le 5^e item de la dernière ligne) font appel à une représentation de systèmes (voir par exemple, Dekimpe et Hanssens, 1995 ; Pauwels *et alii*, 2002), dans laquelle chaque équation suit le comportement d'un agent important ; par exemple, le consommateur (équation de la demande), le manager (équations des règles de décision), la concurrence (équation de la réaction de la concurrence), et pour finir, l'investisseur (équation du prix de l'action)¹¹. Voici l'exemple d'un modèle de persistance, estimé comme un modèle vectoriel autorégressif (VAR), pouvant être spécifié pour chaque marque (deux marques dans ce cas illustratif) de l'entreprise i de la façon suivante :

$$(4) \begin{bmatrix} \Delta MBR_{it} \\ \Delta INC_{it} \\ \Delta REV_{it} \\ MKT1_{it} \\ MKT2_{it} \end{bmatrix} = C + \sum_{n=1}^N B_n \times \begin{bmatrix} \Delta MBR_{it-n} \\ \Delta INC_{it-n} \\ \Delta REV_{it-n} \\ MKT1_{it-n} \\ MKT2_{it-n} \end{bmatrix} + \Gamma \times \begin{bmatrix} X_{1t} \\ X_{2t} \\ X_{3t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} u_{MBR_{it}} \\ u_{INC_{it}} \\ u_{REV_{it}} \\ u_{MKT1_{it}} \\ u_{MKT2_{it}} \end{bmatrix}$$

11. Le comportement à long terme de chaque variable endogène est obtenu à partir d'une réaction en chaîne provoquée par un choc dans toutes les équations. Par exemple, le lancement réussi d'un nouveau produit va générer des rendements élevés, ce qui peut pousser le fournisseur à réduire ses promotions dans les périodes suivantes. La combinaison de l'augmentation des ventes et de marges plus élevées peut améliorer les bénéfices et donc au final le prix des actions. Du fait de telles chaînes d'événements, l'ensemble des implications de performance du lancement de produit initial peut s'étendre bien au-delà de ses effets immédiats.

où B_n et Γ sont des vecteurs de coefficients, $[u_{MBR_{it}}, u_{INC_{it}}, u_{REV_{it}}, u_{MKT_{1,t}}, u_{MKT_{2,t}}]' \sim N(0, \Sigma_u)$, N est l'ordre du système selon le Critère d'Information Bayésien de Schwartz (BICS), et toutes les variables sont exprimées en logarithmes ou par leur évolution (Δ). Dans ce système, la première équation est une version étendue du modèle de réponse des rendements (3). La deuxième équation détermine l'évolution des bénéfices (INC) et la troisième équation détermine celle du chiffre d'affaires (REV) de l'entreprise i . La quatrième et la cinquième équation représentent les actions marketing de l'entreprise i (par exemple pour chaque marque) – avec $MKT_{1,t}$ et $MKT_{2,t}$. Ainsi, Pauwels *et alii* (2004) ont examiné le lancement de nouveaux produits d'une marque et les offres promotionnelles associées. Les variables exogènes de ce système dynamique ($X_{1t}, X_{2t}, X_{3t}, \dots$) peuvent inclure des variables contrôles telles que les quatre facteurs de Carhart ou l'impact des prévisions de bénéfices par les analystes de la Bourse (Ittner et Larcker, 1998). Quant à l'impact des chocs, il est compris dans les éléments de Σ_u . De tels modèles fournissent les prévisions de base pour chaque variable endogène, ainsi que les estimations de la composante choc ou surprise de chaque variable. Si la HEM est valide et que toutes les informations pertinentes sont immédiatement intégrées dans les rendements des actions, alors les termes de retard dans l'équation de l'investisseur (4) seront égaux à zéro. À l'inverse, des effets retardés indiquent que l'information est intégrée de façon graduelle. Par exemple, Pauwels *et alii* (2004) montrent que les investisseurs dans le secteur automobile ont besoin de six semaines environ pour incorporer intégralement l'impact du lancement d'un nouveau produit dans les rendements des actions.

Bien que la représentation de systèmes rende ces modèles plus complets que l'approche par équation unique (voir Figure 1, les quatre premiers items de la dernière ligne), les modèles vectoriels autorégressifs ont des limites. Premièrement, les modèles de persistance sont des formes réduites de modèles, à moins que des restrictions structurelles ne soient imposées sur l'ordre de causalité. Deuxièmement, les conditions relatives aux données sont nombreuses, et le processus de génération de données est supposé rester constant au fil du temps. Pour résoudre ce problème, la stabilité des résultats au cours du temps doit être testée, ce qui peut nous conduire à faire appel à l'estimation

par fenêtre mouvante pour capturer les déplacements de réponse (voir par exemple Pauwels et Hanssens, 2007). Pour finir, les modèles vectoriels autorégressifs peuvent mener à une sur-paramétrisation, ce qui peut affecter la qualité des estimations individuelles des paramètres.

MARKETING ET VALEUR DE L'ENTREPRISE – RÉSULTATS

Les modèles que nous venons de passer en revue sont utilisés dans de nombreuses études examinant l'interface marketing-finance, ce qui nous permet de formuler des lignes directrices empiriques. Le Tableau 3 présente une synthèse des résultats concernant les mesures d'actifs marketing, et le Tableau 4 s'intéresse aux actions marketing. Nous les présentons comme des propositions plutôt que comme des généralisations empiriques car les études sont très récentes et beaucoup d'entre elles nécessitent d'être répliquées dans d'autres secteurs. Nous discutons ces propositions par rapport au capital marque, au capital client, à la satisfaction client, à la R&D et la qualité du produit, et par rapport aux actions spécifiques du marketing-mix. Nous concluons cette partie avec une discussion sur l'émergence d'une preuve de l'existence de biais dans la réponse des investisseurs.

Actifs marketing et réponse des investisseurs

Effets du capital marque

Dans la dernière décennie, les chercheurs et les managers se sont beaucoup attachés à comprendre l'enjeu du capital marque (Keller et Lehmann, 2006). Les marques sont considérées comme des actifs générant de futurs flux de trésorerie (Aaker et Jacobson, 1994 ; Rao, Agarwal et Dahlhoff, 2004), et les investisseurs semblent prendre en compte la valeur de la marque dans leur évaluation de l'action (Barth *et alii*, 1998 ; Simon et Sullivan, 1993). Les études visant à examiner le lien entre les actifs intan-

gibles relatifs à la marque et la valeur de l'entreprise se sont penchées sur la réaction boursière au changement de nom d'une société (Horsky et Swyngedouw, 1987), aux annonces de nouveaux produits (Chaney, Devinney et Winer, 1991), à la qualité perçue (Aaker et Jacobson, 1994), aux extensions de marque (Lane et Jacobson, 1995), à l'attitude envers la marque (Aaker et Jacobson, 2001) et aux mesures d'état d'esprit du client envers la marque (Mizik et Jacobson, 2008).

Les recherches utilisant Interbrand, la mesure commerciale de capital marque, ont montré que les marques fortes non seulement génèrent de meilleurs rendements que les marques d'un portefeuille panel de référence, mais qu'elles présentent également un risque moindre (Madden, Fehle et Fournier, 2006). De plus, la littérature suggère que l'impact des variables marketing sur le Q de Tobin peut être modéré par le style de stratégie de marque que l'entreprise adopte (Rao, Agarwal et Dahlhoff, 2004 ; Joshi et Hanssens, 2008). Une stratégie de marque institutionnelle s'avère générer des rendements plus élevés qu'une stratégie multi-marque ou qu'une stratégie mixte. Malgré un début intense au sein de la communauté comptable à propos de l'intégration des marques dans les comptes financiers (Barth *et alii*, 1998 ; Lev et Sougiannis, 1996), il y a peu de doute quant à considérer les marques comme actifs intangibles pour l'entreprise. *En résumé, l'amélioration du capital marque montre un impact significatif positif sur la valorisation de l'entreprise.*

Effets de la satisfaction client

Plusieurs études récentes ont montré un lien fort entre la satisfaction du client et la rentabilité de l'entreprise ainsi que sa valorisation (voir Gupta et Zeithaml, 2006 pour une synthèse). Les changements de satisfaction client sont associés à une hausse des rendements anormaux (Ittner et Larcker, 1998), une hausse du Q de Tobin (Anderson, Fornell et Mazvancheryl, 2004), une hausse des flux de trésorerie, et une diminution de la variabilité du flux de trésorerie (Gruca et Rego, 2005). À partir de données historiques détaillées, Luo et Bhattacharya (2006) montrent que la satisfaction du client agit en variable médiatrice partielle de la relation entre la responsabilité sociale de l'entreprise et sa valorisation sur le marché. De plus, un niveau élevé d'insatisfaction des

clients nuit aux futurs rendements idiosyncrasiques (Luo, 2007). Comme la volatilité du flux de trésorerie impacte le coût du capital de l'entreprise, cet effet nous permet de suggérer une nouvelle origine de l'appréciation du prix de l'action.

À partir d'analyses transversales, Fornell *et alii* (2006) et Mittal *et alii* (2005) rapportent que les entreprises dont les clients sont très satisfaits ont en général des rendements positifs. De plus, selon Fornell *et alii* (2006), les variations de l'Index Américain de la Satisfaction de la Clientèle ne sont pas immédiatement ou intégralement incorporées dans les rendements des actions. Cette situation crée une opportunité d'arbitrage pour les investisseurs vigilants, que les auteurs considèrent comme assez importante sur un horizon de cinq ans. D'un autre côté, selon Anderson, Fornell et Mazvancheryl (2004), la hausse de satisfaction est positivement associée à la croissance du Q de Tobin. Il est possible que la différence de résultats soit liée à la diversité des périodes utilisées (1994-1997, comparée à 1994-2002). La différence peut aussi provenir de la non-intégration d'une mesure adéquate de la satisfaction client non attendue dans le modèle de rendements (pour une discussion sur le sujet voir Jacobson et Mizik, 2009a, b). Une autre explication possible concerne le fait que certaines études ne contrôlent pas les informations financières et comptables susceptibles d'influencer les attentes des investisseurs (*i.e.*, un problème d'omission de variables). Par exemple, Fornell *et alii* (2006) ne prennent en compte que deux des quatre facteurs, ils laissent de côté la taille et le risque de la valeur. *Pour résumer, le niveau de satisfaction client est significativement associé à la valeur de l'entreprise, alors que les informations de variations dans la satisfaction client peuvent ne pas avoir d'effet immédiat sur la valorisation de l'entreprise.*

Effets du capital client

Le capital client et la valorisation boursière sont intrinsèquement reliés comme ce sont deux versions du principe de valeur présente d'un courant de flux de trésorerie attendus. Cette connexion permet de rendre le marketing plus pertinent sur le plan financier et plus responsable aussi. À titre illustratif, Gupta, Lehmann et Stuart (2004) montrent dans une étude

avec un petit échantillon de cinq entreprises comment la valorisation des clients rend possible la valorisation des entreprises, du fait que le capital client évolue de façon parallèle avec la valeur boursière pour trois des cinq entreprises. Il est intéressant de noter que, d'après les auteurs, la valeur des deux entreprises restantes peut être fixée de façon incorrecte. Leurs principaux résultats sont présentés dans la colonne 5 du Tableau 3. Cependant, la maximisation du capital client peut conduire à une réduction de la base de la clientèle, comme l'entreprise concentre ses efforts sur les clients les plus rentables. Cette pratique peut aussi augmenter le risque de l'entreprise à long terme ; ce point requiert de plus amples investigations. *En résumé, l'amélioration du capital client est significativement liée à la valeur de l'entreprise.*

Effets de la R&D et de la qualité du produit

Plusieurs articles ont relié la valeur de l'entreprise aux dépenses de R&D (Doukas et Switzer, 1992 ; Chan, Lakonishok et Sougiannis, 2001), aux dépenses discrétionnaires – comme la R&D et la publicité – (Erickson et Jacobson, 1992 ; Griliches, 1981 ; Pakes, 1985 ; Jaffe, 1986), ou à l'innovation (Bayus, Erickson et Jacobson, 2003 ; Pauwels *et alii*, 2004). Le résultat le plus remarquable est que la création de valeur (par exemple, à travers les investissements de R&D) combinée à l'appropriation de valeur (par exemple, à travers les investissements publicitaires) augmente la valeur de l'entreprise (Mizik et Jacobson, 2003). Concernant la qualité du produit, son lien avec la valorisation boursière n'est étudié que depuis peu dans la littérature. La recherche est rare sur le sujet car il existe diverses définitions de la qualité, et les différences sont significatives entre qualité objective et qualité perçue (Mitra et Golder, 2006). Des variations de qualité perçue sont associées à des variations de rendements des actions. Ainsi, les investisseurs considèrent le signal de qualité comme une information utile quant aux perspectives d'avenir de l'entreprise (Aaker et Jacobson, 1994 ; Mizik et Jacobson, 2004). De plus, deux études récentes suggèrent qu'il est nécessaire d'évaluer la qualité et l'innovation pour améliorer la performance de l'action. Srinivasan *et alii* (2009) évaluent l'impact sur les innovations de produit des scores inattendus de qualité attribués par les consom-

mateurs, et Tellis et Johnson (2007) étudient l'impact des scores de qualité attribués par des experts ; les principaux résultats sont présentés dans le Tableau 3. *En résumé, le lancement de nouveaux produits ne suffit pas à améliorer la performance des actions. L'amélioration de l'évaluation des consommateurs, en termes de qualité perçue, est significativement liée à la valeur de l'entreprise, surtout pour les nouveaux produits.*

Globalement, la littérature confirme que le capital marque, la satisfaction client, le capital client, la R&D et la qualité du produit sont liés à la valeur de l'entreprise. Ce sont des mesures de performance lente, qui ne sont pas visibles dans l'immédiat. À l'inverse, les initiatives marketing sont en général visibles immédiatement, mais en l'absence de variable de résultat associée, leur impact sur la valeur de l'entreprise est plus ambigu.

Marketing-mix et réponse des investisseurs

Effets de la publicité

Plusieurs études récentes suggèrent que la publicité d'une entreprise (Frieder et Subrahmanyam, 2005 ; Grullon, Kanatas et Weston, 2004 ; Joshi et Hanssens, 2008) influence directement les rendements des actions, au-delà de l'effet indirect de la publicité par l'intermédiaire d'une hausse de chiffre d'affaires et de profits. Le capital intangible que la publicité cherche à créer, de façon évidente à destination des clients du marketing, peut déteindre sur les investisseurs et accroître la saillance de l'entreprise pour les investisseurs individuels qui préfèrent en général conserver les actions qui sont connues ou qui leur sont familières (Grullon, Kanatas et Weston, 2004 ; Frieder et Subrahmanyam, 2005). Récemment, Luo et Donthu (2006) ont montré l'influence positive de la productivité de la communication marketing sur la valeur pour l'actionnaire. Ces résultats permettent de comprendre pourquoi certaines entreprises ont des dépenses publicitaires qui excèdent largement le niveau justifié par la seule réponse du chiffre d'affaires. En effet, des études récentes ont confirmé que les dépenses de publicité forment un actif intangible (Barth *et alii*, 1998 ; Rao, Agarwal et Dahlhoff, 2004). Grullon, Kanatas et Kumar (2006) ont établi que les entreprises qui réduisent leur effet de

levier par l'augmentation de leurs fonds dépensent de façon plus agressive en publicité par rapport aux entreprises qui augmentent leur dette, cela en contrôlant par les autres facteurs. Les auteurs expliquent cette hausse des dépenses publicitaires par le fait qu'elles participent à la création d'actifs intangibles et non transférables. De plus, selon McAlister, Srinivasan et Kim (2007), la publicité réduit le risque de marché systématique pour une entreprise. Pour Srinivasan *et alii* (2009), communiquer la valeur ajoutée d'une innovation produit pour les consommateurs conduit à des effets plus larges de ces innovations sur la valeur de l'entreprise, surtout pour les innovations pionnières. Notre conclusion est que la publicité influence la valeur de l'entreprise et qu'elle réduit le risque systématique de marché. De plus, l'innovation produit a une plus grande influence sur la valeur de l'entreprise lorsqu'elle s'accompagne d'un plus fort soutien publicitaire.

Effets du lancement de nouveaux produits

Il a été démontré que les annonces de nouveaux produits génèrent de petits rendements excédentaires pendant quelques jours (Eddy et Saunders, 1980 ; Chaney, Devinney et Winer, 1991 ; Kelm, Narayanan et Pinches, 1995). Bien que ces études se soient focalisées sur l'effet à court terme, des preuves récentes montrent que les rendements financiers générés par les pré-annonces sont également significativement positifs sur le long terme, avec des rendements anormaux annuels de l'ordre de 13 % (Sorescu, Shankar et Kushwaha, 2007). De façon similaire, Pauwels *et alii* (2004) estiment que les lancements de nouveaux produits augmentent la performance financière à long terme et la valeur de l'entreprise, mais ce n'est pas le cas des promotions. De plus, la réaction des investisseurs au lancement de nouveaux produits s'élabore au fil du temps, ce qui est indicatif du fait que les informations financières pertinentes sont diffusées dans les deux premiers mois qui suivent le lancement. Pour finir, l'impact de la performance des actions est associé au niveau d'innovation selon une courbe en U, qui se trouve positive mais avec une préférence pour les lancements sur de nouveaux marchés plutôt que des innovations mineures (Pauwels *et alii*, 2004). Cependant, cet impact positif de l'innovation n'est pas sans erreur. En effet, il a été montré

empiriquement que la réaction des investisseurs est un faible indice du succès commercial éventuel d'un nouveau produit lancé (Markovitch et Steckel, 2006). *Nous concluons que la capacité d'innovation d'une entreprise est en grande partie positivement liée à la valeur de l'entreprise, et qu'elle se déploie virtuellement au cours du temps.*

Effets des promotions sur le prix

Bien que de nombreuses études aient examiné l'impact des promotions de prix sur le chiffre d'affaires et sur les entreprises, son impact sur la valorisation de l'entreprise est relativement sous-étudié. Pauwels *et alii* (2004) font exception, ils trouvent que la réaction des investisseurs reflète la réaction des consommateurs aux programmes incitatifs, qui est forte, immédiate et positive (Blattberg, Briesch et Fox, 1995 ; Srinivasan *et alii*, 2004). Cependant, ces effets bénéfiques sont de courte durée sauf pour la performance de chiffre d'affaires, car l'élasticité « bénéfique sur le long terme – valeur de l'entreprise » est négative. Les offres promotionnelles peuvent aussi signaler un désespoir, prédisant une réduction des bénéfices. Une autre explication possible de ces changements de signe concerne l'inertie du prix ou la formation d'habitudes relatives aux promotions des ventes : le succès à court terme des promotions pousse les managers à continuer d'y avoir recours (Nijs, Srinivasan et Pauwels, 2007). Cependant, cette pratique finit ronger les marges, et par nuire à la performance des bénéfices ainsi qu'à la valeur de l'entreprise sur le long terme. *Pour résumer, les promotions sont négativement liées à la valeur de l'entreprise sur le long terme.*

Effets des canaux de distribution

La relation entre la stratégie de distribution et l'évaluation boursière est une autre question sous-étudiée. Dans une étude sur l'impact net de l'ajout d'un canal de distribution via Internet sur le rendement des actions d'une entreprise, Geyskens, Gielens et Dekimpe (2002) montrent qu'en moyenne, les investisseurs perçoivent que les gains attendus avec le canal supplémentaire dépasseront les coûts associés. Cependant, des rendements négatifs ont été mis

en évidence pour les entreprises bien établies qui peuvent souffrir de cannibalisation par le canal Internet. Plus récemment, Gielens *et alii* (2008) ont évalué l'effet de l'arrivée de Wal-Mart au Royaume-Uni sur le prix des actions des distributeurs européens. Les auteurs ont trouvé que la valeur pour l'actionnaire de ces distributeurs est négativement influencée par le degré de chevauchement existant avec Wal-Mart au niveau de l'assortiment, du positionnement et des pays d'implantation. D'un autre côté, un transfert de pouvoir au sein de la distribution peut aussi générer des effets positifs sous forme de gain de productivité au niveau du secteur entier. Ces études examinent l'impact de l'évaluation boursière sur les ajouts de canaux de distribution, mais il est nécessaire d'examiner également la suppression de canaux. *Nous concluons que l'ouverture de nouveaux canaux de distribution est en moyenne liée positivement à la valeur de l'entreprise.*

Comment le prix des actions influence-t-il les actions marketing ?

Les propositions formulées précédemment établissent que de nombreuses initiatives marketing sont sujettes à l'interprétation des investisseurs ; les managers marketing peuvent donc vouloir prendre en compte le comportement des investisseurs dans leurs actions. Par exemple, Rappaport (1987) note que « les managers sophistiqués ont compris qu'ils peuvent beaucoup apprendre en analysant ce que le prix des actions raconte sur les attentes du marché vis-à-vis de la performance de leur entreprise ; ... les managers qui ignorent les signaux importants envoyés par le prix des actions le font à leurs risques et périls ». Le postulat central de cet article est que les managers regardent les rendements des actions pour obtenir de l'information, et qu'ils répondent activement à cette information, de façon différente selon que l'information est « bonne » ou « mauvaise ». De façon plus spécifique, les managers travaillant pour une entreprise dont les actions sont sous-performantes vont réagir plus agressivement que les managers d'entreprises aux actions très performantes, en modifiant leur portefeuille de produits ainsi que leur stratégie de distribution (Markovitch, Steckel et Yeung, 2005).

Les recherches récentes suggèrent également que dans un effort de courte vue pour gonfler les bénéfices

courants et offrir une apparence de perspectives réjouissantes sur le long terme (et augmenter ainsi le prix des actions), les managers tendent à réduire les dépenses de marketing au moment du partage des bénéfices (Mizik et Jacobson, 2007). De plus, une chute inattendue du prix des actions de l'entreprise entraîne la réduction des dépenses marketing et R&D à venir (Shin, Sakakibara et Hanssens, 2008). *En résumé, les premiers résultats confirment un effet de causalité inverse, i.e., des variations de la valeur de l'entreprise peuvent influencer certaines actions marketing.*

Biais de réponse des investisseurs aux actions marketing

Au vu de la réaction du marché aux changements en termes de marketing, il existe plusieurs raisons pour lesquelles les investisseurs peuvent trouver difficile d'évaluer l'impact des actions marketing, ce qui nous fait dévier du modèle standard HEM (voir par exemple Thaler, 2005). Premièrement, le biais de surplus de confiance des investisseurs est bien étudié (par exemple, Daniel et Titman, 1999), il est supposé provenir d'une illusion de contrôle et de connaissance. Deuxièmement, il existe un biais de familiarité de l'investisseur du fait que les investisseurs sont incapables sur le plan cognitif d'appliquer le même niveau d'expertise sur un univers entier d'actions (Freider et Subrahmanyam, 2005 ; Shiller, 2002). Dans ce contexte, la publicité peut contribuer à attirer un nombre disproportionné d'investisseurs qui gèrent leurs placements en fonction du degré de familiarité plutôt qu'à partir d'informations clés (Grullon, Kanatas et Weston, 2004). Troisièmement, les investisseurs sont sujets au biais d'aversion à la perte (Benartzi et Thaler, 1995). Même les investisseurs avec des placements sur le long terme sont tentés de modifier les choses à la perspective de pertes sur le court terme.

Pour finir, les investisseurs peuvent être influencés par toute communication persuasive, émanant soit des entreprises elles-mêmes soit des analystes boursiers. Les entreprises dépensent d'importantes ressources à destination des marchés boursiers, par l'intermédiaire de communiqués de presse, de publicité institutionnelle, de représentations du directeur général, et autres moyens. Les analystes boursiers se

spécialisent par secteur et se font concurrence pour influencer les investisseurs lorsqu'ils fournissent leurs recommandations de marché. Une étude récente montre que les investisseurs sont influencés par les publicités dans leur choix de portefeuille de fonds communs de placement (Sirri et Tufano, 1998 ; Gallaher, Kaniel et Starks, 2005 ; Cronqvist, 2006), même si ces publicités ne présentent que peu d'informations directes sur le contenu des fonds (voir par exemple Nelson, 1974). En d'autres termes, les investisseurs sont biaisés vers plus d'investissement dans les fonds communs de placement au niveau de publicité élevé, même si ces fonds ne sont pas associés à des rendements supplémentaires à la suite de la diffusion des publicités (Jain et Wu, 2000 ; Mullainathan et Shleifer, 2005). De façon similaire, les analystes sont aussi susceptibles d'influencer les investisseurs. De façon plus spécifique, les prévisions des analystes peuvent s'avérer être positivement biaisées au vu des relations avec le client (par exemple, Kothari, 2001) ou d'un comportement grégaire (par exemple, Trueman, 1994). *En bref, les premiers résultats montrent qu'il existe des biais de réponse des investisseurs aux actions marketing.*

VOIES FUTURES DE RECHERCHE

Notre revue a mis l'accent sur l'importance de la communauté des investisseurs dans la réalisation et l'exécution des plans marketing. Les investisseurs réagissent aux changements d'actifs et actions marketing importants, considérés comme susceptibles de modifier la perspective des flux de trésorerie de l'entreprise. Plusieurs modèles économétriques ont été mis au point pour paramétrer ces relations, et plusieurs propositions empiriques ont été générées à ce jour. Ceci nous conduit à formuler un programme de recherche conséquent dans les domaines suivants :

1. Comparer les différentes mesures de capital marque. Nous savons que les investisseurs réagissent aux variations de valeur de la marque, mais ces mesures de la marque sont-elles fiables et consistantes entre elles ? En général, quelle est la

meilleure approche pour quantifier la valeur des actifs intangibles (comme les marques ou la propriété intellectuelle) et évaluer leur impact sur les flux de trésorerie, la croissance et le risque ?

2. Comprendre l'impact boursier de diverses mesures de retour sur investissement marketing : sachant que les bénéfices d'une bonne stratégie marketing se manifestent sur plusieurs périodes, ces mesures de retour sur investissement marketing sont-elles à courte vue ?
3. Comprendre l'impact boursier de phénomènes marketing connus tels que la diffusion de l'innovation, qui peut générer une impulsion des ventes et du rendement des actions. Plus généralement, il s'agit d'évaluer comment le marketing peut créer le facteur momentum dans le modèle financier Carhart à quatre facteurs.
4. Comprendre l'impact boursier d'initiatives de responsabilité sociale de l'entreprise telles que la durabilité environnementale. En particulier, est-ce que les investissements avec un niveau de responsabilité sociale élevé nuisent ou bénéficient à l'entreprise, du point de vue de la valorisation ?
5. Évaluer l'influence des efforts de relations publiques sur la communauté des investisseurs.
6. Formuler les informations marketing clés qui doivent être disponibles pour les investisseurs. Par exemple, le chiffre d'affaires de l'entreprise doit-il être séparé entre les clients existants et les nouveaux clients ? De plus, comment la valeur des actifs relatifs au marché (comme la valeur actualisée du client, le capital marque ou le capital canal de distribution) et les stratégies marketing de l'entreprise peuvent-elles être communiquées ? Quel est le rôle des mesures intermédiaires de performance, comme la satisfaction de la clientèle, et comment impactent-elles la valorisation ? Pourquoi les variations de satisfaction des clients ne se reflètent-elles pas immédiatement dans le rendement des actions alors qu'il existe une relation de long terme entre la satisfaction client et la valorisation par l'investisseur ?
7. Comprendre la composante volatilité de la valeur de l'entreprise. En particulier, est-ce que des niveaux élevés de capital marque, de capital client et de variété de produits réduisent la vulnérabilité des entreprises face aux attaques de la

concurrence, limitant alors le risque et la volatilité des flux de trésorerie ? Cela conduit-il à des profils de risque favorables (des β plus faibles) ? De plus, quelle est la relation entre la volatilité des flux de trésorerie (ou la volatilité des bénéfices) et le risque de marché systématique de l'entreprise (*i.e.*, β) ?

8. Prendre en considération les pressions de chiffre d'affaires à court terme. Les résultats empiriques actuels confirment le fait que le marché boursier n'est pas myope. Ainsi, les entreprises se lançant dans des dépenses en vue d'une stratégie marketing efficace devraient se sentir épaulées dans leur action. Cependant, de nombreux cadres dirigeants se concentrent sur les mesures de leur performance trimestrielle, qui influencent certaines de leurs actions. Comment ces deux comportements apparemment contradictoires peuvent-ils être réconciliés ?
9. Identifier les conditions pour lesquelles la réaction de l'investisseur est pertinente. Combien de temps faut-il à cette réaction pour se matérialiser ? Au vu des preuves contradictoires concernant la qualité de la réaction de l'investisseur, il est nécessaire de comprendre quand les biais ont lieu et quand ils peuvent être corrigés.
10. Comprendre les biais éventuels générés par la communication persuasive à destination des analystes et des représentants de l'entreprise. Comment les interprétations des analystes relatives aux activités marketing, comme un changement de prix du produit, impactent-elles le rendement des actions ? Des efforts de lobbying par l'entreprise peuvent-ils influencer les rapports des analystes ? En retour, comment ces rapports influencent-ils les variations ultérieures de la valeur de l'entreprise ? Existe-t-il une différence de comportement entre les rendements d'entreprises surveillées par les analystes et ceux d'entreprises qui ne le sont pas ? Et combien de temps les investisseurs mettent-ils à prendre en compte de tels biais ?

Globalement, dans le contexte d'une pression grandissante sur les épaules des cadres marketing pour démontrer la pertinence financière des initiatives marketing de l'entreprise, les études que nous avons passées en revue établissent clairement un lien

entre les actions marketing et les réponses des investisseurs. Lev (2004) a remarqué que les managers marketing ont besoin de générer de meilleures informations concernant leurs actifs intangibles (par exemple concernant les investissements de construction de la marque, d'innovations de produits et services, de R&D) et les bénéfices en découlant. Ils doivent ensuite veiller à diffuser ces informations aux marchés boursiers pour fournir aux investisseurs une meilleure vision des perspectives de performance de l'entreprise. En tant que premier pas vers cette direction, nous espérons que les résultats de cet article contribueront à amorcer une discussion plus que nécessaire parmi les cadres dirigeants, les managers en finance et en marketing, et les enseignants-chercheurs sur l'importance du rôle joué par les actions marketing dans la détermination de la valeur de l'entreprise.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aaker D.A. et Jacobson R. (1987), The role of risk in explaining differences in profitability, *Academy of Management Journal*, 30, 2, 277-296.
- Aaker D.A. et Jacobson R. (1994), The financial information content of perceived quality, *Journal of Marketing Research*, 31, mai, 191-201.
- Aaker D.A. et Jacobson R. (2001), The value relevance of brand attitude in high-technology categories, *Journal of Marketing Research*, 38, novembre, 485-493.
- Agarwal J. et Kamakura W.A. (1995), The economic worth of celebrity endorsers: an event study analysis, *Journal of Marketing*, 56, juillet, 56-62.
- Anderson E.W., Fornell C. et Mazvancheryl S.K. (2004), Customer satisfaction and shareholder value, *Journal of Marketing*, 68, octobre, 172-185.
- Ang A., Chen J. et Xing Y. (2006), Downside risk, *Review of Financial Studies*, 19, 4, 1191-1239.
- Ball R. et Brown P. (1968), An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, 6, 2, 159-178.
- Barber B. et Lyon J.D. (1997), Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, 43, 3, 341-372.
- Barth M.E., Clement M., Foster G. et Kasznik R. (1998), Brand values and capital market valuation, *Review of Accounting Studies*, 3, 1/2, 41-68.

- Bayus B., Erickson G. et Jacobson R. (2003), The financial rewards of new-product introductions in the personal computer industry, *Management Science*, 49, 2, 197-210.
- Benartzi S. et Thaler R.H. (1995), Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, *Quarterly Journal of Economics*, 110, 1, 73-92.
- Blattberg R.C., Briesch R. et Fox E. (1995), How promotions work, *Marketing Science*, 14, 3, G122-132.
- Bollerslev T. et Zhang B.Y.B. (2003), Measuring et modeling systematic risk in factor pricing models using high-frequency data, *Journal of Empirical Finance*, 10, 5, 533-558.
- Brav A. et Heaton J.B. (2002), Competing theories of financial anomalies, *Review of Financial Studies*, 15, 2, 575-606.
- Brennan M.J. (1991), A perspective on accounting and stock prices, *Accounting Review*, 66, 1, 67-79.
- Brennan M.J. et Xia Y. (2001), Assessing asset pricing anomalies, *Review of Financial Studies*, 14, 4, 905-942.
- Brown G. et Kapadia N. (2007), Firm-specific risk and equity market development, *Journal of Financial Economics*, 84, 2, 358-388.
- Brown L.D., Hagerman R.L., Griffin P.A. et Zmijewski M.E. (1987), Security analyst superiority relative to univariate time series models in forecasting quarterly earnings, *Journal of Accounting et Economics*, 9, 1, 61-87.
- Brown L.D. et Rozeff M.S. (1978), The superiority of analysts' forecasts as measure of expectations: evidence from earnings, *Journal of Finance*, 33, 1, 1-6.
- Campbell J., Lettau M., Malkiel B. et Xu Y. (2001), Have individual stocks become more volatile? an empirical exploration of idiosyncratic risk, *Journal of Finance*, 56, 1, 1-43.
- Carhart M.M. (1997), On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance*, 52, 1, 57-82.
- Chan L.K.C., Lakonishok J. et Sougiannis T. (2001), The stock market valuation of research and development expenditure, *Journal of Finance*, 56, 6, 2431-2456.
- Chaney P.K., Devinney T.M. et Winer R.S. (1991), The impact of new product introductions on the market value of firms, *Journal of Business*, 64, 4, 573-610.
- Chon G. (2006), GM ups the ante in warranty war, *Wall Street Journal*, 7 septembre, D1-D2.
- Cronqvist H. (2006), Advertising and portfolio choice, papier de recherche, Fisher School of Business, Ohio State University.
- Daniel K. et Titman S. (1997), Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns, *Journal of Finance*, 52, 1, 1-33.
- Daniel K. et Titman S. (1999), Market efficiency in an irrational world, *Financial Analysts Journal*, 55, 6, 28-40.
- Davis J.L., Fama E.F. et French K.F. (2000), Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997, *Journal of Finance*, 55, 1, 389-406.
- De Bondt W. et Thaler R. (1985), Does the stock market overreact?, *Journal of Finance*, 40, 3, 793-808.
- Dekimpe M.G. et Hanssens D.M. (1995), The persistence of marketing effects on sales, *Marketing Science*, 14, 1, 1-21.
- DiCarlo L. (2005), Dell satisfaction rating takes deep dive, consulté le 19 décembre 2007, disponible sur : [http://www.forbes.com/2005/08/16/dell-customersatisfaction-falls-cx_id_0816dell.html].
- Doukas J. et Switzer L. (1992), The stock market's valuation of R&D spending and market concentration, *Journal of Economics and Business*, 44, 2, 95-114.
- Eddy A.A. et Saunders G.B. (1980), New product announcements and stock prices, *Decision Sciences*, 11, 1, 90-97.
- Elberse A. (2007), The power of stars: do star actors drive the success of movies?, *Journal of Marketing*, 71, octobre, 102-120.
- Erickson G. et Jacobson R. (1992), Gaining competitive advantage through discretionary expenditures: the returns to R&D and advertising, *Management Science*, 38, 9, 1264-1279.
- Eun C.S. et Shim S. (1989), International transmission of stock market movements, *Journal of Financial et Quantitative Analysis*, 24, 2, 241-256.
- Fama E.F. (1965), Random walks in stock market prices, *Financial Analysts Journal*, 21, 5, 55-59.
- Fama E.F. (1970), Efficient capital markets: a review of theory et empirical work, *Journal of Finance*, 25, 2, 383-417.
- Fama E.F. (1991), Efficient capital markets: II, *Journal of Finance*, 46, 5, 1575-1617.
- Fama E.F. (1998), Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 3, 283-306.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M. et Roll R. (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10, 1, 1-21.
- Fama E.F. et French K. (1992), The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 47, 2, 427-465.
- Fama E.F. et French K. (1996), Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *Journal of Finance*, 51, 1, 55-84.
- Fama E.F. et French K.R. (2006), The value premium and the CAPM, *Journal of Finance*, 61, 5, 2163-2185.
- Fischer M., Shin H. et Hanssens D.M. (2007), The impact of marketing expenditures on the volatility of revenues and cash flows, papier de recherche, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles.
- Fornell C., Mithas S., Morgeson F. et Krishnan M.S. (2006), Customer satisfaction and stock prices: high returns, low risk, *Journal of Marketing*, 70, janvier, 3-14.
- Frieder L. et Subrahmanyam A. (2005), Brand Perceptions and the market for common stock, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 1, 57-85.
- Gallagher S., Kaniel R. et Starks L. (2005), Madison avenue meets Wall Street: mutual fund families, competition and advertising, papier de recherche, McCombs School of Business, University of Texas at Austin.
- Geyskens I., Gielens K. et Dekimpe M.G. (2002), The market valuation of Internet channel additions, *Journal of Marketing*, 66, avril, 102-119.
- Ghysels E., Santa-Clara P. et Valkanov R. (2006), Predicting volatility: how to get most out of returns data sampled at different frequencies, *Journal of Econometrics*, 131, 1-2, 59-95.

- Gielens K., Van De Gucht L., Steenkamp J-B.E.M. et Dekimpe M.G. (2008), Dancing with a giant: the effect of Wal-Mart's entry into the United Kingdom on the performance of European retailers, *Journal of Marketing Research*, 45, octobre, 519-534.
- Goyal A. et Santa-Clara P. (2003), Idiosyncratic risk matters!, *Journal of Finance*, 58, 3, 975-1007.
- Graham J.R., Harvey C.R. et Rajgopal S. (2005), The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting et Economics*, 40, 3, 3-73.
- Granger C.W.J. et Newbold P. (1986), *Forecasting economic time series*, 2^e édition, San Diego, Academic Press.
- Griliches Z. (1981), Market value, R&D and patents, *Economics Letters*, 7, 2, 183-187.
- Gruca T.S. et Rego L.L. (2005), Customer satisfaction, cash flow, and shareholder value, *Journal of Marketing*, 69, juillet, 115-130.
- Grullon G., Kanatas G. et Kumar P. (2006), The impact of capital structure on advertising competition: an empirical study, *Journal of Business*, 79, 6, 3101-3124.
- Grullon G., Kanatas G. et Weston J.P. (2004), Advertising, breadth of ownership and liquidity, *Review of Financial Studies*, 17, 2, 439-461.
- Gupta S., Lehmann D.R. et Stuart J.A. (2004), Valuing customers, *Journal of Marketing Research*, 41, février, 7-18.
- Gupta S. et Zeithaml V. (2006), Customer metrics and their impact on financial performance, *Marketing Science*, 25, 6, 687-717.
- Hamilton J. (1994), *Time series analysis*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Hanssens D.M., Parsons L.J. et Schultz R.L. (2001), *Market Response Models*, 2^e édition, Boston, MA, Kluwer Academic Publishers.
- Horsky D. et Swynghedouw P. (1987), Does it pay to change your company's name? A stock market perspective, *Marketing Science*, 6, 4, 320-335.
- Information Week (2007), Apple stock tumbles after iPhone fiasco, (7 septembre), disponible sur: [<http://www.informationweek.com/news/showArticle.jhtml?articleID=201804925>].
- Ittner C. et Larcker D. (1998), Are non-financial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction, *Journal of Accounting Research*, 36, 3, 1-35.
- Jacobson R. et Mizik N. (2009a), Assessing the value-relevance of customer satisfaction, 21 mars, consulté le 14 avril, disponible sur : [<http://ssrn.com/abstract=990783>].
- Jacobson R. et Mizik N. (2009b), The financial markets and customer satisfaction: re-examining possible financial market mispricing of customer satisfaction, *Marketing Science*, 28, 5, 810-819.
- Jaffe A.B. (1986), Technological opportunity spillovers of R&D: evidence from firm's patents, profits, and market value, *American Economic Review*, 76, 5, 984-1001.
- Jain P.C. et Wu J.S. (2000), Truth in mutual fund advertising: evidence on future performance and fund flows, *Journal of Finance*, 55, 2, 937-958.
- Jegadeesh N. et Titman S. (1993), Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency, *Journal of Finance*, 48, 1, 65-91.
- Johnson S.A. et Houston M.B. (2000), A reexamination of the motives and gains in joint ventures, *Journal of Financial et Quantitative Analysis*, 35, 1, 67-85.
- Joshi A.M. et Hanssens D.M. (2008), Advertising spending and market capitalization, papier de recherche, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles.
- Joshi A.M. et Hanssens D.M. (2009), Movie advertising and the stock market valuation of studios, *Marketing Science*, 28, 2, 239-250.
- Keller K. et Lehmann D.R. (2006), Brands and branding: research findings and future priorities, *Marketing Science*, 25, 6, 740-759.
- Kelm K.M., Narayanan V.K. et Pinches G.E. (1995), Shareholder value creation during R&D and commercialization stages, *Academy of Management Journal*, 38, 3, 770-786.
- Knez P.J. et Ready M.J. (1997), On the robustness of size and book-to-market in cross-sectional regressions, *Journal of Finance*, 52, 4, 1355-1382.
- Kothari S.P. (2001), Capital markets research in accounting, *Journal of Accounting et Economics*, 31, 1-3, 105-231.
- Kothari S.P. et Warner J. (2006), Econometrics of event studies, in E. Eckbo (coord.), *Handbook of empirical corporate finance*, Amsterdam, Elsevier/North-Holland, 3-36.
- Lane V. et Jacobson R. (1995), Stock market reactions to brand extension announcements: the effects of brand attitude and familiarity, *Journal of Marketing*, 59, janvier, 63-77.
- Lev B. (1989), On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and direction from two decades of empirical research, *Journal of Accounting Research*, 27, 3, 153-192.
- Lev B. (2004), Sharpening the intangibles edge, *Harvard Business Review*, 82, 6, 108-116.
- Lev B. et Sougiannis T. (1996), The capitalization, amortization and value-relevance of R&D, *Journal of Accounting et Economics*, 96, 1, 107-138.
- Lintner J. (1965), The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47, 1, 13-37.
- Loughran T. (1997), Book-to-market across firm size, exchange, and seasonality: is there an effect?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 3, 249-268.
- Loughran T. et Ritter J.R. (2000), Uniformly least powerful tests of market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 55, 3, 361-389.
- Luo X. (2007), Consumer negative voice and firm idiosyncratic stock returns, *Journal of Marketing*, 71, juillet, 75-88.
- Luo X. et Bhattacharya C.B. (2006), Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value, *Journal of Marketing*, 70, juillet, 1-18.

- Luo X. et Donthu N. (2006), Marketing's credibility: a longitudinal investigation of marketing communication productivity and shareholder value, *Journal of Marketing*, 70, octobre, 70-91.
- Lyon J., Barber B. et Tsai C.-L. (1999), Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns, *Journal of Finance*, 54, 1, 165-201.
- Madden T.J., Fehle F. et Fournier S. (2006), Brands matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34, 2, 224-235.
- Markovitch D. et Steckel J.H. (2006), Assessing strategy effectiveness: the stock market as crystal ball, papier de recherche, Stern School of Business, New York University.
- Markovitch D., Steckel J.H. et Yeung B. (2005), Using capital markets as market intelligence: evidence from the pharmaceutical industry, *Management Science*, 51, 10, 1467-1480.
- Mathur L.K. et Mathur I. (2000), An analysis of the wealth effects of green marketing strategies, *Journal of Business Research*, 50, 2, 193-200.
- Mathur L.K., Mathur I. et Rangan N. (1997), The wealth effects associated with a celebrity endorser: the Michael Jordan phenomenon, *Journal of Advertising Research*, 37, 3, 67-73.
- McAlister L., Srinivasan Raji et Kim M.C. (2007), Advertising, research and development, and systematic risk of the firm, *Journal of Marketing*, 71, janvier, 35-48.
- McFarland H. (1988) Evaluating q as an alternative to the rate of return in measuring profitability, *Review of Economics and Statistics*, 70, 4, 614-622.
- Mitchell M. et Stafford E. (2000), Managerial decisions and long-term stock-price performance, *Journal of Business*, 73, 3, 287-329.
- Mitra D. et Golder P.N. (2006), How does objective quality affect perceived quality? Short-term effects, long-term effects, and asymmetries, *Marketing Science*, 25, 3, 230-247.
- Mittal V., Anderson E.W., Sayrak A. et Tadikamalla P. (2005), Dual emphasis and the long-term financial impact of customer satisfaction, *Marketing Science*, 24, 4, 544-555.
- Mizik N. et Jacobson R. (2003), Trading off between value creation and value appropriation: the financial implications of shifts in strategic emphasis, *Journal of Marketing*, 67, janvier, 63-76.
- Mizik N. et Jacobson R. (2004), Stock return response modeling, in C. Moorman et D.R. Lehmann (coord.), *Assessing marketing strategy performance*, Cambridge, MA, Marketing Science Institute, 29-46.
- Mizik N. et Jacobson R. (2007), Myopic marketing management: the phenomenon and its long-term impact on firm value, *Marketing Science*, 26, 3, 361-379.
- Mizik N. et Jacobson R. (2008), The information content of brand attributes, *Journal of Marketing Research*, 45, février, 15-32.
- Mullainathan S. et Shleifer A. (2005), Persuasion in finance, papier de recherche n°11838, National Bureau of Economic Research.
- Nath P. et Mahajan V. (2008), Chief marketing officers: a study of their presence in firms' top management teams, *Journal of Marketing*, 72, janvier, 65-81.
- Nelson P. (1974), Advertising as information, *Journal of Political Economy*, 82, 4, 729-754.
- Nijs V., Srinivasan S. et Pauwels K. (2007), Retail price drivers and retailer performance, *Marketing Science*, 26, 4, 473-487.
- Osinga E., Leeflang P., Srinivasan S. et Wierenga J. (2009), Why do firms invest in consumer advertising with limited sales response? A shareholder's perspective, papier de recherche, School of Management, Boston University.
- Pakes A. (1985), On patents, R&D, and stock market rate of return, *Journal of Political Economy*, 93, 2, 390-409.
- Pauwels K.H. et Hanssens D.M. (2007), Performance regimes and marketing policy shifts, *Marketing Science*, 26, 3, 293-311.
- Pauwels K.H., Hanssens D.M. et Siddarth S. (2002), The long-term effects of price promotions on category incidence, brand choice and purchase quantity, *Journal of Marketing Research*, 39, novembre, 421-439.
- Pauwels K.H., Silva-Risso J.M., Srinivasan S. et Hanssens D.M. (2004), New products, sales promotions, and firm value: the case of the automobile industry, *Journal of Marketing*, 68, octobre, 142-156.
- Peppers D. et Rogers M. (2005), *Return on customer: creating maximum value from your scarcest resource*, New York, Currency Doubleday.
- Rao R.K.S. et Bharadwaj N. (2008), Marketing initiatives, expected cash flows, and shareholders' wealth, *Journal of Marketing*, 72, janvier, 16-26.
- Rao V.R., Agarwal M.K. et Dahlhoff D. (2004), How is manifest branding strategy related to the intangible value of a corporation?, *Journal of Marketing*, 68, octobre, 126-141.
- Rappaport A. (1987), Stock market signals to managers, *Harvard Business Review*, 65, 6, 57-62.
- Reuters (2006), Wal-Mart saying goodbye to Germany, 28 juillet, consulté le 19 décembre, disponible sur: [http://www.foxnews.com/story/0,2933,206100,00.html].
- Shiller R.J. (2003), From efficient market theory to behavioral finance, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 1, 83-104.
- Shin H., Sakakibara M. et Hanssens D.M. (2008), Incentive structure of leader vs. follower in marketing and R&D investment, papier de recherche, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles.
- Simon C.J. et Sullivan M.W. (1993), The measurement and determinants of brand equity: a financial approach, *Marketing Science*, 12, 1, 28-52.
- Sirri E.R. et Tufano P. (1998), Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance*, 53, 5, 1589-1622.
- Sorescu A., Shankar V. et Kushwaha T. (2007), New product preannouncements and shareholder value: don't make promises you can't keep, *Journal of Marketing Research*, 44, août, 468-489.

- Srinivasan R. et Bharadwaj S. (2004), Event studies in marketing research, in C. Moorman et D.R. Lehmann (coord.), *Assessing marketing strategy performance*, Cambridge, MA, Marketing Science Institute, 9-28.
- Srinivasan S., Pauwels K.H., Hanssens D.M. et Dekimpe M.G. (2004), Do promotions benefit manufacturers, retailers or both?, *Management Science*, 50, 5, 617-629.
- Srinivasan S., Pauwels K.H., Silva-Risso J.M. et Hanssens D.M. (2009), Product innovations, advertising spending, and stock returns, *Journal of Marketing*, 73, janvier, 24-43.
- Srivastava R., Shervani T.A. et Fahey L. (1998), Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis, *Journal of Marketing*, 62, janvier, 1-18.
- Subrahmanyam A. (2005), Distinguishing between rationales for short-horizon predictability in stock returns, *Financial Review*, 40, 1, 11-35.
- Tellis G.J. et Johnson J. (2007), The value of quality, *Marketing Science*, 26, 6, 758-773.
- Thaler R.H. (2005), *Advances in behavioral finance*, Volume 2, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Trueman B. (1994), Analyst forecasts and herding behavior, *Review of Financial Studies*, 7, 1, 97-124.
- Wingfield N. (2006), "Boot camp" may boost sales of Apple's Macs, *The Wall Street Journal*, 6 avril, B1-B4.

Reproduced with permission of the copyright owner. Further reproduction prohibited without permission.