Thèse de Hager Jemel, Lille 1, 2010

UNIVERSITE LILLE 1

Institut d'Administration des Entreprises

Ecole Doctorale SESAM

Lille Economie & Management, UMR 8179

Informations sociétales et valorisation financière des titres de l'entreprise

Thèse pour l'obtention du doctorat en Sciences de Gestion

soutenue le 09 décembre 2010 par

Hager JEMEL

JURY

Directeur de recherche :	Guy Van LOYE, Professeur des Universités, Université Lille 1
Rapporteurs :	Olivier BRANDOUY, Professeur des Universités, Université Paris 1
	Philippe DESBRIÈRES, Professeur des Universités, Université de Bourgogne
Suffragants :	Alain DESREUMAUX, Professeur des Universités, Université Lille 1
	Pascal GRANDIN, Professeur des Universités, Université Lille 2
	Martine LÉONARD, Responsable ISR, CM-CIC

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à l'auteur.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Remerciements

Mes remerciements s'adressent en tout premier lieu au professeur Guy Van Loye pour l'aide et la bienveillance qu'il m'a témoignées depuis le début de ce travail. Ses conseils et ses encouragements ont toujours été très précieux.

Je témoigne aussi ma reconnaissance à tous les membres du laboratoire de recherche Lille Economie et Management qui m'ont donné des conditions de recherche de haut niveau et qui ont rendu possible l'accomplissement de ce travail de recherche. Je tiens à remercier particulièrement les professeurs Alain Desreumaux et Benoit Demil pour leur soutien et leurs immenses qualités humaines et professionnelles.

Ma gratitude va également à mesdames et messieurs les membres du jury. Je remercie ainsi Madame Léonard et Messieurs Brandouy, Desbrières, Desreumaux et Grandin de m'avoir fait l'honneur de juger ce travail.

Cette thèse ne serait pas ce qu'elle est sans les nombreuses discussions enrichissantes et les échanges constructifs que j'ai eus avec mes collègues au sein ou à l'extérieur de l'IAE de Lille. J'ai beaucoup appris d'eux et ma réflexion s'est structurée et développée, en grande partie, grâce à eux. J'adresse en particulier ma gratitude à : David Bourghelles, Jean-Gabriel Cousin, Pauline Hyme, Céline Louche et Elise Penalva.

De la même manière, je remercie tous ceux qui m'ont permis d'améliorer ce document grâce à leurs relectures. J'exprime ainsi ma reconnaissance à Sandrine Henneron et Vanessa Warnier pour le temps qu'elles ont passé à traquer les diverses erreurs qui se sont glissées dans les pages de cette thèse. Je les remercie également pour leur grande amitié et leur précieux soutien moral.

Je tiens également à remercier mes amis et collègues Xavier Lecocq, Emilien Moyon, Stéphanie Soulier et Xavier Weppe pour leur aide, leur disponibilité et leurs encouragements. Leur générosité et leur bienveillance m'ont aidé à traverser des moments de doutes et d'incertitudes et leur optimisme m'a permis d'achever cette recherche avec enthousiasme.

La présence et l'aide du personnel de l'IAE ont aussi contribué à me faciliter plusieurs aspects pratiques durant le parcours de cette thèse. Je tiens à remercier ici particulièrement Catherine Carlier et Grégrory Vermeersch qui n'ont jamais hésité à me rendre service.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ce travail de recherche n'aurait pu être accompli sans les entretiens que j'ai pu réaliser avec les analystes et gérants ISR et financiers et les données que l'agence Vigéo a bien voulu me procurer. Je tiens donc à adresser mes sincères remerciements à tous ceux qui m'ont aidé à accéder au terrain et à toutes les personnes interviewées. Je pense particulièrement à Fouad Benseddik et Florence Bihour-Frézal de l'agence Vigéo qui m'ont facilité le processus d'accès aux données et à Valéry Lucas Leclin qui m'a fait partager sa grande expérience et sa passion pour la recherche extra-financière.

Mes pensées vont également vers tous les professionnels, analystes financiers et responsables de la communication financière, qui ont participé à mes cours. Durant leurs interventions, j'ai parfois autant appris d'eux que mes étudiants sur les mécanismes d'analyse et de communication financière. J'ai certainement mobilisé, directement et indirectement, une grande partie des connaissances acquises grâce à eux dans cette recherche. Je pense notamment à Frédéric Bourgeois, à Jean-Noël Roffiaen avec qui j'ai partagé des discussions passionnantes sur le métier d'analyste financier et à Robert Boublil qui m'a tant appris sur la communication de l'entreprise et ses relations avec les investisseurs.

Merci aussi à tous les membres de l'AFFI et du RIODD qui m'ont permis de présenter mes premiers papiers de recherche et qui ont contribué à développer ma réflexion grâce aux séminaires organisés. J'adresse également mes remerciements aux représentants d'OIKOS International qui m'ont donné l'occasion de participer à l'université d'hiver qu'ils ont organisée en février 2009 où j'ai pu discuter avec de nombreux chercheurs internationaux des enjeux de l'intégration des critères sociétaux dans les choix d'investissement.

Cette thèse n'aurait jamais vu le jour sans le soutien de mon père qui m'a beaucoup encouragé à prendre cette voie et qui n'a pas lésiné sur les moyens pour me soutenir affectivement et matériellement durant ces années de travail. Qu'il trouve dans ce travail l'expression de ma profonde gratitude et de mon grand respect pour lui.

Mes frères Sami, Slim et Hatem ainsi que mes belles sœurs Ines, Ilef et Faouzia et ma belle mère Dalinda m'ont également beaucoup soutenu et encouragé, chacun à sa façon, dans la réalisation de ce travail de longue haleine. Je ne les remercierai jamais assez pour leur présence, leur amour et leur générosité.

Mon dernier mot s'adresse à mon mari Xavier, sans son appui et son amour, je n'aurais pas eu le courage de mener ce travail à son terme. Il a toujours su trouver les bons mots et les bons gestes pour me donner confiance en moi et m'encourager. Je le remercie infiniment.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

A la mémoire de ma chère mère

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Sommaire

Sommaire **7**

Introduction générale **9**

Première partie. Performance sociétale de l'entreprise et valorisation financière : fondements théoriques d'une problématique émergente **20**

Chapitre 1. La PSE : naissance, développement et diffusion d'un concept **22**

1. Le champ de la RSE 23
2. La RSE gagne les marchés financiers 70

Synthèse du premier chapitre **147**

Chapitre 2. L'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres.: principaux courants de pensée **148**

1. Information et valorisation des titres : les apports de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Efficient Market Hypothesis, EMH) 151
2. Le lien entre la performance financière de l'entreprise (PFE) et la performance sociétale de l'entreprise (PSE) : état des lieux de la littérature conceptuelle 203
3. La contribution des apports théoriques retenus au traitement de la problématique de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres 278

Synthèse du deuxième chapitre **290**

Deuxième partie. La prise en compte des informations sociétales dans la valorisation des titres : mythe ou réalité ? **292**

Chapitre 3 : Analyse de la performance financière des entreprises notées par l'agence de notation sociétale Vigéo **295**

1. La méthodologie des études d'événement 300
2. L'impact des entrées et des sorties de l'indice ASPI Eurozone sur les cours des titres 335
3. L'impact de la notation sociétale sur la performance à long terme des entreprises 351

Synthèse du troisième chapitre **363**

© 2011 Tous droits réservés.

Chapitre 4 : Perception et utilisation des informations sociétales : les apports d'une étude qualitative exploratoire 364

1. Objectifs et méthode d'investigation de l'étude 365
2. La mise en œuvre de l'étude 373
3. Les résultats de l'analyse des entretiens 382

3.2.1 Le manque de temps à consacrer aux informations sociétales 400

3.2.2 L'importance de la demande des clients 402

Synthèse du quatrième chapitre 414

Conclusion générale 415

Bibliographie 428

Annexes 444

Liste des tableaux 450

Liste des figures 452

Listes des encadrés 454

Table des matières 455

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Introduction générale

Depuis une quinzaine d'années les thématiques de la responsabilité sociale de l'entreprise et du développement durable trouvent un écho sans précédent dans les milieux financiers. Après le développement de l'investissement socialement responsable (ISR) qui consiste à intégrer les critères éthiques et sociétaux[1] en plus des critères financiers dans les choix d'investissement, les interrogations portent aujourd'hui sur l'opportunité de prendre en compte ces critères dans leur évaluation des titres des entreprises.

En effet, plusieurs voix s'élèvent pour attirer l'attention sur l'impact potentiel des critères de performance sociétale de l'entreprise (PSE) sur les performances financières des valeurs. L'idée de l'intérêt des critères de PSE dans l'évaluation financière, défendue depuis plus de trente ans par les partisans de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) et de l'ISR, trouve aujourd'hui des oreilles attentives dans les milieux d'investissement classique[2]. Depuis environ dix ans, plusieurs initiatives émergentes encouragent l'intégration des critères sociétaux dans l'analyse financière et les choix d'investissement traditionnels dans le but de garantir une meilleure évaluation des opportunités et des risques financiers liés à ces critères. Par exemple, l'Enhanced Analytics Initiative (EAI) et les Principes pour l'Investissement Socialement Responsable (PRI) comptent parmi les initiatives les plus actives dans la promotion de la prise en compte des aspects extra-financiers, notamment sociétaux, dans l'évaluation des entreprises. Ces deux organismes, qui ont fini par joindre leurs forces en 2008, représentent un nombre important d'investisseurs institutionnels qui promeuvent la prise en compte des critères de performance sociétale de l'entreprise dans la valorisation financière.

Cependant, l'émergence brusque ce mouvement encourageant la prise en compte des dimensions sociétales par les investisseurs traditionnels pose des questions sur ses fondements. En particulier, celle de la justification de l'intégration de ces dimensions dans la valorisation des titres d'un point de vue financier.

---

[1] L'adjectif « sociétal » désigne tout ce qui relève de la RSE et de la PSE (l'ensemble des actions et efforts volontaires mis en place par une entreprise dans le but d'améliorer ses impacts environnementaux et sociaux et son système de gouvernance).

[2] Les adjectifs « classique » et « traditionnel » sont utilisés ici pour référer aux investisseurs et investissements autres que ceux dits « éthiques » ou « socialement responsables ».

© 2011 Tous droits réservés.

Le contexte et la problématique de la recherche

L'intégration des informations sociétales[3] semble trouver un nombre croissant de partisans dans les milieux de l'analyse financière et de l'investissement. En effet, plusieurs sociétés de bourse et de gestion classiques disposent aujourd'hui de leurs propres équipes de recherche extra-financière et achètent les bases de données des organismes de notation sociétale. En outre, depuis la création de l'EAI en 2003 et des PRI en 2005, le nombre d'investisseurs institutionnels qui les a rejoints ne cesse d'augmenter. A la fin du mois de septembre 2010, on compte 821 signataires des PRI répartis dans le monde entier et constitués en majorité d'investisseurs institutionnels et de sociétés de gestion représentant plus de 20 trillions de dollars en termes d'actifs financiers gérés.

Tous ces signes montrent un intérêt croissant sur les marchés financiers pour les informations sociétales qui dépasse le mouvement de l'investissement socialement responsable. Ainsi, certains investisseurs, à l'instar des membres fondateurs de l'EAI, semblent être convaincus que la prise en compte des aspects sociétaux peut améliorer leur évaluation des titres[4]. Néanmoins, d'autres investisseurs restent sceptiques par rapport à l'intérêt de cette démarche. En effet, plusieurs sociétés de bourse et gestionnaires d'actifs ne prennent pas de dispositions particulières concernant l'analyse et l'intégration des critères sociétaux. Les avis sur l'utilité de ces critères dans l'évaluation des titres divergent également dans la littérature économique et managériale.

Les informations sociétales de l'entreprise sont certainement utiles pour les investisseurs socialement responsables qui les considèrent pour choisir les titres des entreprises jugées acceptables d'un point de vue éthique ou sociétal. Mais la question qui se pose ici concerne l'utilité de ces informations pour les investisseurs ayant pour finalité première la rentabilité de leur investissement financier. Plus particulièrement, nous nous interrogeons à travers cette recherche sur l'intérêt porté par les investisseurs traditionnels aux informations sociétales et sur l'usage qu'ils en font pour évaluer les titres des entreprises cotées.

---

[3] Les informations sociétales correspondent à l'ensemble des données et analyses concernant la PSE, elles peuvent provenir de plusieurs sources comme les entreprises, les organismes de recherche (agences de notation sociétale, sociétés de bourse, bureaux d'étude) ou encore des médias.

[4] Ainsi, nous pouvons par exemple lire dans un communiqué de presse publié par les membres fondateurs d'EAI l'affirmation suivante : « *Extra-financials and intangibles can account for a significant proportion of the value of a company, especially over the longer term* » (Source : communiqué de presse d'EAI datant du 18 octobre 2004).

© 2011 Tous droits réservés.

Plus précisément, la problématique retenue dans cette recherche traite des fondements de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres d'un point de vue financier. Autrement dit, il s'agit de déterminer en quoi cette catégorie d'informations présente un intérêt et peut être prise en compte par les investisseurs traditionnels dans leur processus d'évaluation des titres.

Trois questionnements découlent de cette problématique.

- Le premier concerne l'utilité de ces informations dans l'évaluation des titres : les informations sociétales sont-elles jugées utiles au processus d'évaluation des titres opéré par les investisseurs ?
- Le deuxième questionnement porte sur l'impact des informations sociétales sur les dynamiques boursières : les informations sociétales influencent-elles les performances boursières des entreprises concernées ?
- Enfin, la troisième interrogation vise à comprendre les motifs justifiant l'intégration (ou la non intégration) de ces informations dans les pratiques d'évaluation et les choix d'investissement : Pour quelles raisons les investisseurs sont-ils amenés à prendre en considération ou à ignorer les informations sociétales dans l'estimation de la valeur des titres ?

Notre travail se situe à la croisée de deux principaux champs de recherche.

Le premier concerne la responsabilité sociale de l'entreprise. Ce champ provenant initialement des Etats-Unis connaît, depuis les années 1990, un engouement en Europe aussi bien dans les sphères académique que managériale. Il n'existe cependant pas de théorie spécifique à la RSE. En effet, selon l'objet étudié, différents cadres théoriques sont mobilisés dans la littérature de la RSE. Gond (2006) parle d'une logique d'absorption théorique (Gond, 2006 : 77). La théorie des parties prenantes s'appuyant sur le travail de Freeman (1984) reste néanmoins l'un des cadres les plus mobilisés dans le champ.

Au-delà de l'absence de théorie unificatrice pour ce champ, celui-ci se caractérise par la multiplicité des concepts qui y ont été développés, souvent afin de proposer d'une notion plus factuelle et plus mesurable que celle de RSE abstraite et insaisissable. S'il est un concept qui se rapproche le plus de l'objet d'étude de notre thèse c'est certainement celui de PSE puisqu'il concerne la partie observable, mesurable et « communicable » de la RSE. En effet, ce travail s'intéresse aux informations sociétales qui constituent de nouveaux entrants dans l'environnement informationnel de l'entreprise, notamment depuis l'apparition des agences de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

notation sociétales. Comme le précise notre problématique, nous nous interrogeons sur la prise en compte de ces informations dans la valorisation des titres des entreprises cotées.

Le deuxième champ de recherche dans lequel s'inscrit cette thèse est celui de l'évaluation financière des actifs. Plus particulièrement, nous nous intéressons aux développements théoriques de l'hypothèse de l'efficience des marchés (Efficient Market Hypothesis, EMH). Formalisée au cours des années 1960, cette hypothèse faisant le lien entre informations et évaluation des titres sur le marché n'a pas cessé d'évoluer grâce aux nombreux travaux qui sont venus la remettre en cause et la défier. En effet, outre la multitude d'études empiriques menées pour tester cette hypothèse, plusieurs recherches conceptuelles (Rubinstein, 1975 ; Beaver, 1981 ; Grossman & Stiglitz, 1980) sont nées dans le sillage des travaux pionniers de Fama. L'intérêt de ces recherches réside, principalement, dans leur remise en cause de la conception initiale de l'efficience des marchés et dans les nouvelles perspectives qu'elles ont développées au sein de ce cadre théorique. En renouvelant la vision traditionnelle de l'EMH, ces travaux ont donné un nouveau souffle à cette hypothèse.

Enjeux et intérêts de la recherche

Notre thèse part d'un ensemble de constats dont les justifications théoriques et empiriques restent limitées. En effet, l'explosion de l'offre et de la demande des informations sociétales sur le marché financier, l'apparition de nouveaux métiers dédiés à l'analyse de ces informations ainsi que les tentatives visant leur intégration dans les choix d'investissement classiques constituent un phénomène nouveau sur le marché.

Cet engouement pour l'intégration des dimensions extra-financières, montré par un nombre de professionnels de l'investissement, peut paraître contre intuitif et même paradoxal pour certains. En effet, rien dans la naissance de la notion de RSE ne prédisait l'essor qu'elle connaît aujourd'hui parmi les investisseurs. Issue de réflexions morales et philosophiques, la RSE renvoie aux actions mises en œuvre par les dirigeants des entreprises pour répondre aux attentes de la société au sens large (Bowen, 1953, Davis, 1960). Selon cette doctrine, les dirigeants ne sont pas considérés être au service exclusif des actionnaires, comme le précise la théorie de l'agence, mais au service de tous les partenaires de l'entreprise. Ainsi, à l'exception de la définition de Friedman de la RSE qu'il résume dans sa célèbre formule « *la seule responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits* », les autres définitions de la RSE contestent la suprématie de l'actionnaire et étendent la responsabilité des dirigeants envers les autres partenaires de la firme. Partagée par les tenants des approches partenariales

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

normative et instrumentale, cette conception n'a cependant pas les mêmes fondements. Les premiers l'étayent par des principes idéologiques et les seconds la justifient par une logique utilitariste.

Selon les défenseurs de l'approche actionnariale (Jensen, 2001 ; Friedman, 1970 ; Levitt, 1958) les intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes ne sont pas compatibles et la RSE sort du domaine de compétence des dirigeants de l'entreprise privée. Leur analyse les conduit à considérer que les activités socialement responsables, visant à répondre aux intérêts de partenaires autres que les actionnaires, sont destructrices de valeur pour l'entreprise qui les met en place. Par conséquent, les indicateurs de responsabilité sociétale et environnementale ne sont *a priori* pas destinés aux investisseurs « classiques » cherchant à maximiser leurs profits.

En revanche, les défenseurs de l'approche partenariale et de la RSE soutiennent la thèse de la convergence entre les intérêts des dirigeants et ceux des autres parties prenantes, ce qui légitime selon eux la prise en compte d'un cercle élargi des parties prenantes.

Plusieurs développements conceptuels tentent d'expliquer les répercussions d'une gestion responsable sur la performance économique et financière de la firme. Néanmoins, issues de différents champs de recherche, les explications fournies ne permettent pas toujours de se faire une opinion précise. En outre, elles résultent parfois de visions opposées de l'entreprise et de son environnement. L'analyse de cette littérature permet seulement de dire qu'il n'est pas incongru de penser que les dimensions sociétales puissent affecter la performance économique et financière de l'entreprise. Cette position ne fait cependant pas l'unanimité et n'explique pas pourquoi le marché financier s'est longtemps passé des informations sociétales si ces dernières lui sont réellement utiles pour le renseigner sur les performances financières futures des entreprises.

Les preuves empiriques de l'impact financier de la performance sociétale des entreprises sont également très faibles et les études existantes ne permettent pas de répondre à ces interrogations. Le lien entre la performance financière de l'entreprise (PFE) et la performance sociétale des entreprises (PSE) constitue un sujet de débats académiques depuis plus de 30 ans. De plus, malgré les nombreuses études empiriques sur cette relation, les récentes méta-analyses qui s'y sont intéressées (Allouche et Laroche, 2005 ; Orlitzky et al., 2003) montrent que les conclusions fournies manquent de lisibilité. En effet, au-delà de la divergence entre les résultats de ces études sur la nature de la relation entre PSE et PFE (négative, positive,

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

neutre), leur analyse fait apparaître d'autres difficultés qui ne permettent pas d'en tirer de conclusion robuste. D'abord, les différentes études menées sont difficilement comparables à cause de l'hétérogénéité des méthodes et des *proxys*[5] utilisés pour mesurer la PSE et la PFE. Les différentes périodes et zones géographiques concernées par ces travaux rendent leur analyse d'autant plus délicate. Ensuite, les études conduites sur ce sujet souffrent, parfois, d'importantes faiblesses méthodologiques. Par exemple, les modèles utilisés pour mesurer la performance boursière sont parfois contestables et ne tiennent pas toujours compte des enseignements des travaux récents en finance (Fama & French, 1993 ; Carhart, 1997). Enfin et surtout, si l'intérêt académique pour la RSE et la PSE date de plusieurs décennies, l'intérêt du marché est relativement récent surtout en Europe. Or, une grande partie des études menées date de plus de vingt ans et peu d'entre elles concernent l'Europe et la zone Euro.

Un des apports de notre recherche consiste à éclaircir les résultats hétérogènes qui existent à propos de ce lien. Tout d'abord, à travers notre analyse de la littérature et les propositions théoriques qui en découlent. Ensuite, à travers les études empiriques menées qui tentent de mesurer l'impact des informations sociétales sur l'évaluation des titres et d'expliquer les raisons qui amènent les investisseurs à les considérer ou à les ignorer.

Trois spécificités principales distinguent cette recherche.

La première est la littérature analysée. Afin d'apporter un éclairage conceptuel sur les interrogations de cette recherche, nous avons fait appel à des contributions théoriques s'inscrivant dans différents cadres de la littérature économique et managériale. En menant notre analyse des développements conceptuels de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, les apports de ce champ se sont révélés insuffisants pour répondre à nos questionnements de départ. La mobilisation des apports d'autres cadres théoriques s'est avérée indispensable pour compléter notre analyse de l'intérêt de la prise en compte des aspects sociétaux dans l'évaluation des firmes. Nous avons donc fait appel à plusieurs travaux se situant dans d'autres champs de recherche comme la théorie de dépendance des ressources (Jeffrey Pfeffer & Salancik, 1978), le comportement du consommateur (Bhattacharya & Sen,

[5] Plusieurs types de *proxy* ont été employés dans les études empiriques existantes. Par exemple pour la PFE les indicateurs utilisés se rapportent parfois à des informations de nature comptable (résultat net, valeur ajoutée, résultat d'exploitation, ventes, investissement…), d'autres à des informations boursières (rendements des titres, risque systématique associé au titre (beta),...) et d'autres encore à ces deux informations combinées (PER). De même, la PSE a été parfois mesurée à travers l'analyse de contenu des rapports annuels, d'autres par les indices de pollution ou de réputation publiées par des journaux ou des organismes, et d'autres encore à travers le recueil de mesures perceptuelles issues d'enquêtes par questionnaires (Allouche et Laroche, 2005).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2003) ou la légitimité organisationnelle (Suchman, 1995). Ces développements nous ont offert des points de vue complémentaires sur la question de l'utilité des informations sociétales dans l'évaluation des titres des entreprises en nous aidant à repérer les principaux arguments conceptuels pouvant expliquer les avantages et les inconvénients pour une entreprise d'une gestion tournée vers la satisfaction de ses partenaires. Par ailleurs, la mobilisation de ces travaux à côté de celui de l'efficience des marchés financiers, nous a permis de proposer un cadre intégrateur de l'utilisation des indicateurs de PSE dans l'évaluation financière des entreprises.

La deuxième spécificité de ce travail correspond à la diversité des investigations empiriques menées. Deux types de méthodes sont utilisées afin d'apporter des réponses plus complètes aux questions posées : en plus des méthodes quantitatives, usuelles dans les travaux en finance, nous menons une enquête qualitative afin de mieux cerner le pourquoi de ce mouvement émergent, qu'est l'offre et la demande d'information sociétales sur le marché financier, et les perceptions des investisseurs de leur utilité et utilisation dans la valorisation des titres. En effet, les méthodes quantitatives ne suffisent pas pour révéler les divergences d'opinion pouvant exister entre les investisseurs à propos de ces questions et pour expliquer la croissance d'intérêt visible sur le marché financier pour les dimensions sociétales.

Enfin, cette recherche se singularise par le contexte de l'étude. Elle se place dans un cadre temporel qui coïncide avec le début de la vague d'intérêt des professionnels de l'investissement classique pour les dimensions de PSE. Nos études empiriques portent sur une période où certains investisseurs affichent un intérêt plus prononcé que par le passé pour l'intégration des indicateurs de PSE et où les informations sur ces indicateurs sont diffusées de manière plus régulière et plus intense sur le marché.

Les contributions de cette thèse sont de deux ordres.

Tout d'abord, l'analyse de la littérature réalisée offre de nouvelles perspectives théoriques et ouvre une porte à une approche élargie de l'évaluation des titres sur le marché. D'un côté, l'analyse critique de l'hypothèse d'efficience des marchés permet de rendre compte que les débats sur l'évaluation de l'entreprise sur le marché sont loin d'être clos ou figés et qu'il n'existe pas une seule vision de la détermination de la valeur des titres sur le marché. Par ailleurs, cette analyse nous a permis de conclure qu'il n'y a pas de critères définissant *a priori* ce qu'est une information utile à prendre en compte dans l'évaluation des titres de l'entreprise. D'un autre côté, la mobilisation de travaux appartenant à des champs différents

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

permet de considérer simultanément plusieurs dimensions de l'entreprise et d'avoir une vision élargie de la problématique de sa valorisation par les investisseurs. L'examen des différents travaux débattant des effets d'une gestion responsable de l'entreprise nous conduit à distinguer plusieurs explications possibles de l'utilité des informations sociétales dans une perspective d'évaluation financière des titres. Elle nous apprend également qu'il n'est pas possible de considérer le lien entre PSE et PFE indépendamment de l'environnement dans lequel s'inscrit l'entreprise.

Ensuite, d'un point de vue empirique, les études d'événement menées permettent de montrer que les informations sociétales peuvent, dans certains cas, influencer les rentabilités des titres à court-terme et à long-terme. Ce résultat étaye une partie de nos propositions théoriques qui consistent à dire que les informations sociétales peuvent être utiles et intégrées dans l'évaluation des titres mais que leurs effets peuvent différer selon le type d'information dont il s'agit. Par ailleurs, notre souci d'appliquer des méthodes de mesure tenant compte des principaux biais liés à l'évaluation de la performance financière des titres, permet aux résultats de ces études d'être considérés comme robustes. En outre, notre enquête qualitative permet de révéler certaines subtilités dans les pratiques et les perceptions des personnes interrogées qui ne peuvent pas être observées à travers les études quantitatives. Ainsi par exemple, les discours des personnes interrogées nous permettent d'étayer la thèse de l'hétérogénéité des interprétations des investisseurs des informations sociétales. Ce résultat appuie la remise en cause de la conception « traditionnelle » de l'EMH et invite à réfléchir aux implications possibles de l'hétérogénéité des croyances et des actions des investisseurs sur l'efficience du marché financier.

Enfin, cette thèse présente des implications pratiques et managériales. Les professionnels des milieux de l'analyse et de l'investissement peuvent trouver dans cette recherche un ensemble de conclusions conceptuelles et empiriques sur l'utilité et l'utilisation des indicateurs de PSE qui peuvent leur permettre de prendre du recul par rapport à leurs expériences ainsi que par rapport aux pratiques d'évaluation financière des entreprises. Ils peuvent également y trouver un ensemble de pistes de réflexion et d'éléments de discussion pour se faire leur propre opinion sur le sujet et contribuer au débat actuel sur l'intégration des dimensions sociétales dans les processus d'investissement. Nos résultats empiriques issus des études d'événement réalisées peuvent leur montrer que certains indicateurs de PSE semblent être pris en compte par les investisseurs sur le marché. Par contre, notre analyse des entretiens menés leur permet de se rendre compte qu'il n'y a pas d'intégration systématique des aspects sociétaux,

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

notamment à cause du scepticisme de certains de leurs collègues eu égard l'utilité de cette démarche, du manque de temps pour le faire et du manque d'intérêt pour ces aspects de la part de beaucoup d'investisseurs. Les résultats de cette recherche peuvent également intéresser les responsables de communication financière des entreprises en leur confirmant que les informations sociétales peuvent avoir un intérêt important pour les investisseurs et les analystes financiers. Laisser le soin de communiquer sur ces informations uniquement aux responsables développement durable c'est potentiellement priver les investisseurs d'éléments d'analyse leur permettant de mieux valoriser les titres de l'entreprise. En faisant une analyse pertinente et convaincante des avantages que peuvent procurer les dimensions sociétales à l'entreprise, les responsables de communication financière peuvent attirer l'attention des investisseurs vers d'autres sources de création de valeur.

Le plan de la thèse

Cette recherche est présentée en deux parties. La première est constituée d'une large revue de la littérature situant le contexte de la recherche et analysant les apports théoriques mobilisés dans le traitement de notre problématique. La seconde présente notre investigation empirique, elle regroupe la description des méthodes de recherche employées, les résultats des études réalisées et leur analyse.

Notre revue de la littérature consiste en une analyse en deux temps permettant de répondre à deux objectifs complémentaires. Le premier est de comprendre l'émergence de l'intérêt des milieux financiers pour les dimensions sociétales. Le deuxième objectif consiste à analyser les apports conceptuels permettant d'expliquer les raisons de cet intérêt.

Le premier chapitre tente de répondre à ce premier objectif. Ainsi, il aborde, dans une première section, le champ de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) sous une perspective historique permettant de se saisir ses fondements et de comprendre les principales notions qui y ont développées au fur et à mesure de l'avancement de la réflexion sur le sujet. L'analyse de ces notions permet, par ailleurs, de cerner le concept de performance sociétale de l'entreprise (PSE) fortement mobilisée dans ce travail.

La deuxième section examine l'émergence et la croissance de l'intérêt des investisseurs pour les problématiques de RSE et pour la PSE. Après avoir rappelé le contexte historique de la montée de cet intérêt à travers la naissance de l'investissement socialement responsable (ISR), nous présentons les différentes initiatives et dispositions qui ont soutenu le mouvement de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'intégration des critères de PSE dans l'évaluation des titres des entreprises et les choix d'investissement

Ensuite, le deuxième chapitre se penche sur l'analyse des apports théoriques permettant d'expliquer l'intégration des critères de PSE dans la valorisation des titres des entreprises cotées. Ainsi, dans une première section, nous cherchons à identifier les apports de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (*Efficient Market Hypothesis*, EMH) en examinant aussi bien les contributions de l'approche « traditionnelle » (Fama, 1965a, b, 1970 ; 1991 ; Jensen, 1978) que celles de l'approche « élargie » ou élargie de l'efficience (Beaver, 1981 ; Grossman & Stiglitz, 1980 ; Runbinstein, 1975). Cette dernière approche nous permet de disposer d'un cadre théorique plus large et plus « réaliste » que celui proposé par les tenants de l'approche traditionnelle de l'efficience et de mieux comprendre ainsi les mécanismes de formations des prix des titres sur le marché.

La deuxième section propose un examen des travaux conceptuels pouvant expliquer les impacts potentiels de la PSE sur la PFE. Nous analysons, dans un premier temps, les principales conceptions de l'entreprise dans lesquelles s'inscrivent ces travaux, à savoir la vision partenariale et la vision actionnariale. Dans un second temps, nous tentons de clarifier les différentes explications suggérées de l'impact de la PSE sur la PFE.

Enfin, la troisième section propose de croiser les contributions conceptuelles des travaux analysés dans les deux sections précédentes du deuxième chapitre dans le but d'émettre un ensemble de propositions théoriques.

Dans la seconde partie, nous présentons notre travail empirique en deux chapitres (chapitres 3 et 4). Le premier s'intéresse aux études d'événement réalisées dans le but de mesurer l'impact de certaines informations sociétales sur la performance financière des titres. Les données utilisées dans ces études proviennent essentiellement de l'agence de notation sociétale Vigéo. Il s'agit des annonces de changements de titres et des notes détaillées attribuées aux entreprises sur leurs performances dans cinq domaines sociétaux. Avant d'exposer ces études et leurs résultats, nous abordons dans une première section la méthodologie des études d'événement à court et à long-terme. Nous analysons notamment les principales méthodes utilisées pour estimer les rentabilités théoriques des titres et pour tester la significativité des rendements anormaux. Ensuite, la deuxième section présente l'étude d'événement à court-terme qui cherche à mesurer les impacts sur les cours boursiers des entrées et sorties des titres de l'indice socialement responsable ASPI Eurozone. Enfin, la troisième section porte sur

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'étude d'événement à long-terme ayant pour objectif de voir s'il existe une différence significative entre les rentabilités des titres recevant les meilleures notes par Vigéo et les titres recevant les plus mauvaises.

Dans un second temps, une enquête qualitative exploratoire est menée auprès à un certain nombre des représentants des milieux d'investissement dans le but d'analyser leurs pratiques et leurs perceptions à partir de leurs discours. Cette enquête consiste en une série d'entretiens semi-directifs conduits en face à face avec différents acteurs du marché financier français impliqués dans des activités d'évaluation financière et de choix d'investissement. Notre échantillon de personnes interviewées se compose principalement d'analystes financiers et ISR (*sell-side* et *buy-side*) et de gérants de fonds classiques et ISR. Cette étude basée sur des données de première main complète les résultats obtenus par les études quantitatives et permet d'apporter des réponses aux questions qui restent en suspens.

Enfin, la conclusion synthétise les résultats, discute les apports et les limites de ce thèse et. propose des perspectives de recherche qui se sont révélés à nous à l'issue de ce travail.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Première partie.
Performance sociétale de l'entreprise et valorisation financière : fondements théoriques d'une problématique émergente

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cette première partie a pour objectif d'analyser la littérature permettant d'apporter des éclairages à l'objet de recherche de cette thèse.

Situé à la croisée de plusieurs champs de recherche et mobilisant des notions provenant de plusieurs cadres d'analyse de l'entreprise, notre thèse commence par la présentation du contexte de la recherche et une clarification des termes clés utilisés. Tel est l'objet du premier chapitre qui aborde, dans une première section, le champ de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) et dans une seconde l'émergence et la croissance de l'intérêt des investisseurs pour les problématiques de RSE et pour la notion PSE.

Après avoir situé le contexte de la recherche et souligné ses enjeux pratiques, le deuxième chapitre s'intéresse aux apports théoriques permettant d'expliquer l'intégration des critères de PSE dans la valorisation des titres des entreprises cotées. Ainsi, dans une première section de ce chapitre, nous proposons d'examiner les apports de l'hypothèse d'efficience des marchés (*Efficient Market Hypothesis*, EMH). L'analyse de l'approche « élargie » de l'efficience (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975) nous permet de cerner les concepts permettant comprendre les mécanismes de formations des prix des titres sur le marché. La seconde section propose d'examiner les apports des travaux conceptuels nous permettant de comprendre les différentes explications suggérées de l'impact de la PSE sur la PFE. Enfin, la troisième section tente de croiser les différents développements théoriques examinés dans le but de formuler des propositions qui seront confrontées au terrain dans la seconde partie de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Chapitre 1. La PSE : naissance, développement et diffusion d'un concept

La multiplication récente des informations concernant la PSE sur le marché financier et la croissance de l'intérêt qui les concerne depuis quelques années ne peuvent être appréhendées sans comprendre le contexte qui a conduit à leur émergence et évolution.

Nous proposons donc d'analyser à travers ce premier chapitre le développement du concept de PSE dans les milieux académiques et professionnels et son avènement dans les milieux d'investissement. Cela nous conduit à présenter de façon plus large le champ dans lequel s'inscrit ce concept, à savoir celui de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE). La première section présente une revue de la littérature du champ de la RSE permettant de comprendre les origines de cette doctrine et son évolution dans les milieux managériaux et académiques. Quant à la deuxième section, elle aborde les principaux véhicules qui ont conduit les milieux d'investissement à s'intéresser aux critères de PSE.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1. Le champ de la RSE

Le champ de la RSE est représenté par les différents travaux et développements rattachés à la réflexion sur les liens entre l'entreprise privée et la société au sens large. Ce champ est caractérisé par une doctrine dominante qui s'est nourrie des remises en cause du rôle de l'entreprise dans la société, une pléthore de concepts essayant de définir ce rôle, ses enjeux et son opérationnalisation et enfin par différents fondements théoriques.

Le principal objectif de cette première section est de présenter ce champ et ses caractéristiques afin de mieux comprendre les questionnements récents que suscite la RSE sur le marché financier et de mieux situer leurs origines.

Fondamentalement, la RSE fait référence aux devoirs explicites et implicites de l'entreprise et de ses représentants envers l'ensemble des parties prenantes de son environnement. En effet, la plupart des approches de la RSE partagent la doctrine selon laquelle l'entreprise privée est tenue ou a intérêt de participer à la satisfaction de buts sociaux plus larges que le profit[6].

La réflexion sur la RSE s'est longtemps nourrie et enrichie des différents questionnements de la société avant de devenir un sujet de débat académique. Elle s'est imposée en réponse à diverses remises en cause du système socio-économique et de la finalité de l'entreprise. Le développement de cette réflexion est le fruit d'une conjugaison de facteurs qui ont contribué à sa naissance et à son évolution. Ce contexte est important à élucider afin d'appréhender la complexité de ce champ de pensée et de mieux comprendre son développement académique. La première section (1.1) tente donc de retracer les origines du développement de la doctrine de la RSE en revenant sur les principaux éléments qui ont favorisé sa genèse et sa diffusion.

Le développement académique du champ de la RSE se caractérise par une évolution constante des notions et des courants de pensée. Fortement liée au contexte socio-économique, la réflexion sur la RSE est influencée par les mutations de la société et de l'entreprise. Principalement adossée à la morale et la religion jusqu'au début du XXe siècle, elle devient progressivement plus positive.

En effet, en avançant dans le temps, les principaux débats dans le champ de la RSE se concentrent de moins en moins sur ce qui est moralement acceptable ou répréhensible pour une entreprise. Les préoccupations académiques se focalisent plutôt sur des questions plus

[6] Les principales approches de la RSE sont détaillées dans le deuxième chapitre (2.1)

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

pragmatiques telles que la mesure de la responsabilité sociétale et de ses impacts sur l'entreprise et la société.

Cette évolution de la pensée est ponctuée par une accumulation de concepts qui ont émergé au fur et mesure de la construction du champ. En effet, pour ne citer que quelques exemples, plusieurs termes tels que : éthique des affaires, sensibilité sociétale de l'entreprise, performance sociétale de l'entreprise ou développement durable sont nés de ce foisonnement de réflexions sur la société et l'entreprise.

La deuxième section (1.2) examine ces principaux concepts dans le but de les définir et d'analyser l'évolution de l'état de l'art du champ de la RSE. Cette présentation constitue par ailleurs un guide important pour la compréhension des chapitres suivants où ces différents concepts sont souvent utilisés.

1.1 L'émergence et la diffusion d'une doctrine

Le champ de la RSE s'est principalement développé aux Etats-Unis avant de trouver un écho en Europe et dans les autres régions du monde. Ainsi, les principaux développements conceptuels et idéologiques sont l'héritage d'une littérature américaine (Carroll, 1999). En effet, jusqu'aux années 1970, la doctrine de la RSE n'a pas bénéficié d'un grand intérêt académique et managérial en Europe.

L'absence de langage spécifique en Europe jusqu'aux années 1980 pour désigner la RSE ne signifie pas cependant que la société européenne ne s'inquiétait pas de la responsabilité de ses entreprises ou que ces dernières étaient irresponsables (Matten & Moon, 2008). En réalité, d'après les auteurs, l'idée de la responsabilité des entreprises privées envers la société et les parties prenantes n'est pas nouvelle en Europe. Cependant, pendant plusieurs décennies cette idée s'est exprimée d'une manière différente qu'aux Etats-Unis. En effet, dans la plupart des cas la satisfaction des attentes sociales n'est pas laissée à la discrétion des managers et des entreprises en Europe. Souvent, les questions sociales y sont encadrées par des lois et règles imposées par les gouvernements. Ceci explique, selon Matten et Moon (2008), pourquoi la notion américaine de la RSE, ou la RSE « explicite » ne s'est diffusée que plus tardivement en Europe comparativement aux Etats-Unis. Selon ces auteurs, la RSE explicite renvoie à l'idée selon laquelle la satisfaction des demandes sociales relève d'une démarche volontaire. Dans ce sens, la RSE se matérialise à travers toutes les démarches et stratégies mises en œuvre dans une entreprise pour répondre à d'autres objectifs que le profit. La RSE « explicite »

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

correspond au contexte américain libéral où, par rapport à l'Europe, très peu de contraintes légales existent pour encadrer le comportement de l'entreprise privée dans la société. En revanche, la société européenne a une tradition politique plus sociale qui se traduit par des exigences légales plus importantes envers les entreprises (un système de taxation et de redistribution des richesses plus exigeant, des lois strictes qui protègent les salariés, etc.). Selon Matten et Moon (2008), ce contexte correspond à une RSE « implicite » où les débats sur la RSE n'ont pas lieu d'être puisque les demandes sociales sont directement traduites par des lois. D'après Matten et Moon (2008), la récente apparition d'un langage et de comportement correspondant à la RSE « explicite » s'explique par des mutations dans la société européenne où les demandes sociales ne sont plus en adéquation avec les règles légales. Par ailleurs, le contexte d'internationalisation de l'économie amène des comportements qui tendent à s'homogénéiser entre les entreprises des différentes parties du monde. En outre, Matten et Moon pensent que l'adoption du concept de la RSE par les managers européens correspond à une stratégie utilisée afin d'éviter un durcissement des règles et des lois pour les entreprises.

La genèse du champ de la RSE se caractérise donc par une phase où l'essentiel du développement se fait aux Etats-Unis et une seconde phase où la réflexion se diffuse à d'autres régions du monde et essentiellement en Europe.

Il existe plusieurs textes qui retracent la naissance et la formation du champ de la RSE dans la littérature. Parmi les auteurs de ces textes, nous pouvons noter que certains parlent de l'histoire de l'éthique des affaires tandis que d'autres de celle de la responsabilité sociétale pour aborder le champ de la RSE dans sa globalité. L'utilisation de l'un ou l'autre terme ne dépend cependant pas de la période de publication du texte. En effet, le terme « éthique des affaires » est privilégié dans le livre de Francis P. Mc Hugh (1988) intitulée «*Keyguide to information sources in business Ethics*», de Richard T. De George « *The status of business ethics : past and future* » ou encore l'article d'Epstein (2002) « *The field of business ethics in the United States : past, present and future* ». D'autres auteurs en revanche font référence à l'histoire de la responsabilité sociétale, c'est le cas de Marinetto (1999) dans son article intitulé « *The historical development of business philanthropy: social responsibility in the new corporate economy* ». De même, Heald utilise le terme de « responsabilité sociétale » dans son article de 1961 intitulé «*Business thought in the twenties: social responsibility*» et son livre publié en 1970 intitulé « *The social responsibility of Business: company and community, 1900-1970* ». L'utilisation du terme « éthique des affaires » pour désigner le

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

champ de la RSE peut s'expliquer par le fait que «*certains auteurs localisent l'émergence du soubassement conceptuel de la notion de RSE dans la continuité d'une histoire de l'éthique des affaires*» (Gond, 2006 : 14) ou peut-être tout simplement par l'antériorité de la notion de l'éthique des affaires par rapport à celle de la responsabilité sociétale de l'entreprise.

Pour plusieurs auteurs, l'éthique des affaires n'est pas un concept contemporain, les prémices de la réflexion sur ce thème datent de l'antiquité. Selon McHugh (1988) le débat sur la morale et les affaires apparaît dans les écrits des auteurs antiques grecs et romains et ce malgré l'attitude hostile à l'activité du commerce à cette époque. Le commerce était en effet souvent perçu comme une activité pouvant conduire à la cupidité et à la corruption morale. En outre, l'exercice du commerce entraînait le contact avec les marchands et les marins considérés à l'époque comme des personnes peu fréquentables (Mc Hugh, 1988 : 3).

En ce qui concerne les débuts de la pensée contemporaine, il est généralement admis qu'ils se situent vers la fin du 19è - début du XXe siècle (De George, 1987 ; McHugh, 1988 ; Epstein, 2002). L'histoire du développement du champ de la RSE/ éthique des affaires a cependant été retracée en retenant des découpages différents selon les auteurs. Par exemple, De George (1987) distingue les cinq périodes suivantes : «*l'éthique dans les affaires* » (avant 1960), « *l'émergence des questions sociales* » (les années 1960), « *le développement de l'éthique des affaires comme un champ émergent* » (les années 1970) et « *la période de consolidation initiale* » (la première moitié des années 1980), « *la construction du champ* » (après 1985). McHugh (1988) de son côté identifie 4 principales phases dans le développement du champ au cours su XXe siècle : « *les affaires à la recherche d'une éthique* » (entre 1900 et 1920), « *la professionnalisation et l'éthique des affaires* » (entre 1920 et 1950), « *l'éthique des affaires et la complexification*» (entre 1950 et 1970) et «*un peu d'ordre en éthique des affaires*» (entre 1970 et 1986). Enfin, Esptein (2002) propose six phases : « le début de l'intérêt académique pour l'éthique des affaires » (avant les années 1950), « l'éthique des affaires aux alentours des années 1950 » (années 1950), « les transformatives années 1960 » (années 1960), « l'émergence de la *Business & Society* durant les 1970 » (années 1970), « l'éthique des affaires atteint la maturité » (de 1980 à 1995) et «du milieu des années 1990 au nouveau millénium » (Après 1995).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 1 : Les différents découpages des périodes de développement du champ de la RSE, d'après (De George, 1987 ; McHugh, 1988 et Epstein, 2002)

<table>
<tr><th colspan="2">De George (1987)</th><th colspan="2">Mc Hugh (1988)</th><th colspan="2">Esptein (2002)</th></tr>
<tr><th>Période</th><th>Intitulé</th><th>Période</th><th>Intitulé</th><th>Période</th><th>Intitulé</th></tr>
<tr><td rowspan="3">Avant 1960</td><td rowspan="3">L'éthique dans les affaires</td><td>1900 - 1920</td><td>Les affaires à la recherche d'une éthique</td><td rowspan="2">Avant les années 1950</td><td rowspan="2">Le début de l'intérêt académique pour l'éthique des affaires</td></tr>
<tr><td>1920 - 1950</td><td>La professionnalisation et l'éthique des affaires</td></tr>
<tr><td rowspan="2">1950 - 1970</td><td rowspan="2">L'éthique des affaires et la complexification</td><td>Années 1950</td><td>L'éthique des affaires aux alentours des années 1950</td></tr>
<tr><td>Les années 1960</td><td>L'émergence des questions sociales</td><td>Années 1960</td><td>Les transformatives années 1960</td></tr>
<tr><td>Les années 1970</td><td>Le développement de l'éthique des affaires comme un champ émergent</td><td rowspan="3">1970 - 1986</td><td rowspan="3">Un peu d'ordre dans l'éthique des affaires</td><td>Années 1970</td><td>L'émergence du champ Business & Society durant les 1970</td></tr>
<tr><td>1980 - 1985</td><td>La période de consolidation initiale</td><td rowspan="3">1980 - 1995</td><td rowspan="3">L'éthique des affaires atteint la maturité</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Après 1985</td><td rowspan="2">La construction du champ</td></tr>
<tr><td></td><td></td><td>Après 1995</td><td>Du milieu des années 1990 au nouveau millénium</td></tr>
</table>

Si les différentes phases du développement de l'histoire de la RSE diffèrent sensiblement de part leur découpage dans les travaux de certains auteurs, la description du contexte et des facteurs ayant participé l'émergence et à la diffusion de cette doctrine semble être plus cohérente dans les différents récits.

Le tableau 2 résume les faits marquants de chaque période tels que décrits par ces auteurs.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 2 : Les principales idées et faits marquants de l'histoire du développement du champ de la RSE d'après De George (1987), McHugh (1988) et Epstein (2002)

Période	Intitulé	Principales idées et faits marquants
De George (1987)		
Avant 1960	L'éthique dans les affaires	- L'émergence des questions sur la moralité et le capitalisme parmi les instances religieuses catholiques dès la fin du 19ème (les encycliques sociales des papes) ainsi que les théologiens protestants comme Reishold Niebuhr au début du 20ème. - Les premiers cours sur l'éthique des affaires se développent dans les collèges catholiques et les universités. - L'apparition de quelques ouvrages isolés sur l'éthique des affaires mais le champ est encore loin d'être constitué, il s'agit encore de la période de l'éthique appliquée aux affaires plutôt que de l'éthique des affaires.
Les années 1960	L'émergence des questions sociales dans les affaires	- Un contexte de révolte contre les autorités, d'agitation des étudiants et de contre-culture et le développement d'une attitude anti-affaires dans la société américaine. - L'émergence des problèmes d'écologie, de pollution et des déchets nucléaires. - Le développement de nouveaux cours sur les questions sociales dans les affaires et la publication de plusieurs textes sur la RSE. - Les travaux sur la RSE et des questions sociales sont caractérisés par leur aspect réactif et par la prédominance du point de vue des hommes d'affaires. - La réflexion s'éloigne de la théorie éthique et se concentre sur les aspects légaux et managériaux.
Les années 1970	Le développement de l'éthique des affaires comme un champ émergent	- Le début du développement du champ de l'éthique des affaires. - L'intérêt des chercheurs en philosophie et en théologie pour l'éthique des affaires. - La croissance des demandes sociales envers les entreprises pousse ces dernières à se préoccuper plus de leur image et de la façon avec laquelle elles peuvent répondre à ces multiples attentes. - La multiplication des conférences et des associations sur l'éthique des affaires.
1980 - 1985	La période de consolidation initiale	- L'institutionnalisation du champ de l'éthique des affaires. - L'explosion du nombre de cours, de conférences et de publications sur le sujet. - L'activité de l'audit social se développe et certaines entreprises comme GE et Chase Manhattan commencent à organiser des formations en interne sur l'éthique des affaires et à mettre en place des comités d'éthique.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Après 1985	La construction du champ	- La construction du champ de l'éthique des affaires doit se faire dans l'avenir de manière plus cohérente en l'abordant avec toute son interdisciplinarité et sans négliger aucune de ses facettes: philosophique, morale, éthique, théologique, psychologique, sociologique, managériale...
Mc Hugh (1988)		
1900 - 1920	Les affaires à la recherche d'une éthique	- Le lien entre la naissance de l'éthique des affaires et la désillusion par rapport aux systèmes libéral et socialiste. - La tentative du monde des affaires de se montrer sous son meilleur jour à travers l'éthique des affaires. - Les premiers cours en éthique des affaires voient le jour dans les universités américaines. - Une évolution plus limitée de l'éthique des affaires en Europe par rapport aux Etats-Unis.
1920 - 1950	La professionnali-sation et l'éthique des affaires	- L'éthique des affaires dépasse le stade de débats pour donner lieu à des codes et des normes afin d'encadrer certaines pratiques (exemple : la publicité) et certains métiers. - La notion d'éthique évolue pour s'appliquer non plus seulement aux personnes physiques mais également aux personnes morales. - Le rôle joué par la séparation entre la propriété et le contrôle de la firme et la naissance de la nouvelle génération de « managers ». - L'apparition des premiers ouvrages sur l'éthique des affaires (Borden & Hopper, 1921; Tauesch, 1926). - En Europe, les discussions sur le sujet restent étroitement liées à la théologie et à la morale.
1950 - 1970	L'éthique des affaires et la complexification	- Le développement des théories de l'organisation contribue à élargir la vision de l'éthique des affaires grâce à la représentation plus marquée de l'organisation comme unité morale. - Un boom dans le nombre de recherches et d'études universitaires sur le sujet pendant les années 1960. - La multiplication du nombre de cours en éthique des affaires dans les universités américaines. - L'émergence de la thématique *Business & Society*. - Les premières associations sur le thème voient le jour en Europe (exemple: The Christian Association of Business Executives (CABE)).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1970 - 1986	Un peu d'ordre dans l'éthique des affaires	- La croissance exponentielle du nombre de cours universitaires sur le thème sous l'impulsion de l'organisme d'accrédition AACSB (*The American Assembly of Collegial Schools of Business)*. - La production d'une littérature plus sophistiquée sur le sujet. - L'étude de la relation entre la responsabilité sociétale et la performance économique de l'entreprise gagne un grand intérêt académique. - Les premières avancées sur le sujet en Europe grâce aux hommes d'affaires et aux milieux associatifs comme l'UNIAPAC (l'Union Internationale Chrétienne des Dirigeants d'Entreprise). - Les premiers cours en éthique des affaires voient le jour en Europe (aux Pays-Bas).
Esptein (2002)		
Avant les années 1950	Le début de l'intérêt académique pour l'éthique des affaires	- Les craintes concernant le développement des grandes entreprises et des géants industriels poussent les premières réflexions sur l'éthique des hommes d'affaires dès la fin du 19ème. - Les premiers cours sur l'éthique et le commerce voient le jour dès le début du 20ème dans les universités américaines. - Les premiers ouvrages sur l'éthique des affaires, comme celui de Heermace (1926), commencent à apparaître. - La publication de l'ouvrage de Berle et Means (1932) sur la séparation entre la propriété et le pouvoir marque la réflexion ultérieure sur les responsabilités des hommes d'affaires. - En 1948, la conférence annuelle de l'association Alumni de Harvard est consacrée au thème "*The Responsibility of Business Leaders*".
Les années 1950	L'éthique des affaires aux alentours des années 1950	- La publication d'ouvrages clés sur le rôle de l'entreprise dans la société comme celui de Bowen (1953). - Un faible intérêt pour la RSE parmi le grand public et les sphères politiques aux Etats-Unis.
Les années 1960	Les transformatrices années 1960	- L'éthique des affaires dépasse le cercle des intellectuels et des activistes pour intéresser le grand public. - Plusieurs facteurs contribuent à l'intérêt croissant du sujet : le mouvement des Droits civiques, la naissance de l'idéalisme et de la contre-culture parmi la jeunesse américaine pendant l'ère de Kennedy/Johnson, le développement des technologies de l'information... - Le développement exponentiel du nombre de cours de Business & Society dans les cursus de management des universités américaines.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les années 1970	L'émergence du champ Business & Society durant les 1970	- Le champ Business & Society atteint un stade de maturité. - Une explosion du nombre de livres sur le sujet : environ 50 publiés dans les années 70 contre 18 dans les années 50 et 60. - L'apparition de nouvelles revues comme Business & Society Review et Journal of Business Ethics et la parution d'un nombre d'articles dans le champ dans des revues de référence en management. - L'émergence de programmes de recherche doctorale dans le champ Business & Society. - La division Social Issue in Management de l'Association Academy of Management est créée en 1971. - L'AACSB recommande en 1976 d'inclure au moins un cours sur le sujet dans le cursus des écoles de commerce. - Les cours en Business & Society se généralisent dans les universités américaines - Le développement des échanges entre chercheurs américains et européens dans les champs Business & Society et de l'éthique des affaires.
1980 - 1995	L'éthique des affaires atteint la maturité	- L'éthique des affaires acquiert le statut d'un champ académique. - Un reversement de la tendance par rapport à la décennie précédente : un intérêt plus accru pour le champ de l'éthique des affaires comparé à celui de Business & Society. - Un accroissement de l'intérêt du grand public pour l'éthique des affaires, au début des années 1980, suite aux multiples scandales financiers aux Etats-Unis, à l'éclatement du régime de l'Apartheid en Afrique du Sud, aux nombreuses fermetures et relocalisations de grands sites industriels dans le monde... - Une baisse de l'intérêt managérial pour le sujet à partir de la fin des années 1980 à cause de l'intensification de la concurrence entre les firmes mondiales engendrant une concentration immédiate sur les questions économiques. - Le développement de la production académique sur le sujet est par contre très important.
Après 1995	Du milieu des années 1990 au nouveau millénium	- L'intérêt pour l'éthique des affaires s'internationalise et touche la plupart des parties du monde. - Les travaux académiques et l'intérêt managérial se concentrent plus sur les aspects opérationnels de l'éthique des affaires. - Un retour aux paradigmes religieux dans l'enseignement de l'éthique des affaires.

Ainsi, les trois auteurs (De George, 1987 ; McHugh, 1988 et Epstein, 2002) apportent des éclairages complémentaires sur les principaux facteurs qui ont alimenté le développement de la réflexion sur la RSE. A travers ce tableau récapitulatif, nous pouvons constater que, malgré certaines différences dans le découpage et l'analyse des éléments historiques qui ont participé à l'émergence de cette doctrine, plusieurs thèmes sont redondants dans les trois récits. Plus

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

précisément, les facteurs les plus importants identifiés dans la littérature qui expliquent la genèse de la RSE aux Etats-Unis au début du XXe siècle sont : les questionnements religieux et moraux sur la pratique des affaires, les bouleversements politico- socio- économiques du début du XXe siècle, le développement de la firme managériale et le développement de l'éducation et de la recherche en management.

En effet, en combinant les analyses de De George (1987), McHugh (1988) et Epstein (2002) nous comprenons que les premières réflexions sur les relations entre l'entreprise et la société à la fin du XIXe siècle sont très influencées par les valeurs religieuses jouant encore à cette époque un rôle prépondérant dans la société. Au début du XXe siècle, les contestations du système capitaliste conduisent les hommes d'affaires à afficher une politique sociale plus marquée. Le développement de la grande société anonyme par actions gérée par des dirigeants non propriétaires soulève une série de questions sur le rôle de l'entreprise privée dans la société et sa responsabilité envers ses multiples parties prenantes. Vers le milieu du XXe siècle, la naissance des mouvements de contre-culture accentue les revendications de la société civile envers les entreprises privées. Plus tard dans les années 1960, le contexte de déréglementation et de libéralisation a nourri le climat anti-affaires et l'idée de réguler les rapports de l'entreprise avec la société notamment via la RSE. Par ailleurs, la mondialisation et l'émergence de problèmes globaux tels que la dégradation de l'environnement écologique facilitent la forte diffusion de la doctrine de la RSE et son exportation au-delà des frontières nord-américaines. Enfin, à partir des années 1970, la croissance de l'intérêt académique pour le sujet a permis de structurer la réflexion naissante autour du champ et à lui donner la crédibilité nécessaire pour se propager et s'institutionnaliser.

Dans les paragraphes suivants, nous développons de manière plus détaillée le contexte et les facteurs qui ont permis la genèse et le développement de la doctrine de la RSE.

1.1.1 L'influence des valeurs religieuses

L'un des premiers éléments qui a alimenté la réflexion autour de la RSE est la religion. La mobilisation des principes religieux dans l'analyse et la critique du contexte socio-économique a joué un rôle central dans la naissance et la formation des prémices de la doctrine de la RSE au début du XXe siècle aux Etats-Unis. Plusieurs auteurs soulignent le soubassement religieux des notions de l'éthique des affaires et de la RSE (Acquier et al., 2005 ; Epstein, 2002 ; Oliver, 1990 ; Mc Hugh, 1988 ; De George, 1987 ; Heald, 1970 ; Bowen, 1953).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Epstein (2002) note que les trois religions monothéistes sont riches d'enseignements touchant aux aspects moraux de l'activité économique. En effet, bien que certaines différences existent entre les principes inculqués par les trois religions, les textes sacrés judaïques, chrétiens et islamiques contiennent tous un nombre d'interdictions et de préceptes visant une pratique honnête des affaires.

Cependant, les principales visions religieuses qui ont forgé la conception de l'éthique des affaires aux Etats-Unis sont par ordre d'influence selon Clarck (1966) : le protestantisme, le judaïsme et le catholicisme.

Selon cet auteur, « *le protestantisme représente sans aucun doute l'influence religieuse la plus significative sur les mœurs américaines* » Clarck (1966 : 2). Cette influence ne s'explique néanmoins pas seulement selon lui par la majorité numérique des protestants aux Etats-Unis. Elle est due d'un côté à la philosophie de la religion protestante, plus favorable à la fructification de la richesse que le catholicisme, et d'un autre côté aux positions occupées par les premiers émigrés des différentes religions dans l'économie américaine. En effet, la majorité des premiers colons arrivés aux Etats-Unis étaient de profession protestante. Lorsque les premières vagues d'immigrants catholiques sont arrivées par la suite, la culture américaine était déjà fortement imprégnée par les traditions de leurs prédécesseurs qui étaient bien implantés dans des niveaux élevés de la société américaine (Clarck, 1966 : 57). La doctrine du *steawardship* très diffusée parmi les protestants a donc largement influencé le comportement philanthropique des premiers hommes d'affaires américains. Cette doctrine encourage les plus fortunés à être généreux envers ceux qui le sont moins et à utiliser les dons de dieu de manière charitable et responsable. C'était donc une des premières incitations pour les hommes d'affaires à prendre en charge les intérêts communs.

Les valeurs judaïques ont également profondément marqué la culture des affaires américaine. En effet, malgré leur minorité et la discrimination qu'ils ont subie dans la société américaine lors de leur arrivée aux Etats-Unis, les immigrants juifs ont très vite suscité l'attention et l'admiration de part leur capacité à réussir dans les affaires. Selon Clarck, les principales valeurs de la culture judaïque qui ont imprégné les mœurs des hommes d'affaires américains sont l'approche positive de l'acceptation de la richesse et la solidarité. En effet, cette approche encourage la recherche du succès matériel tout en veillant à la solidarité envers la communauté ce qui constitue un premier pas vers la reconnaissance de la responsabilité sociétale (Clarck, 1966 : 28-55). Ainsi, les valeurs religieuses et culturelles de la foi juive ont

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

eu selon l'auteur un rôle dépassant la proportionnalité de leur représentation dans la société dans la formation des mœurs des hommes d'affaires américains (Clarck, 1966 : 28).

Enfin, le catholicisme a aussi joué un rôle important dans la genèse de l'éthique des affaires dans la société américaine notamment grâce aux publications des encycliques sociales de l'Eglise donnant forme à la doctrine sociale catholique. Ces dernières ont commencé à évoquer dès la fin du XIXe siècle des questions importantes de l'éthique des affaires comme les conditions des ouvriers, le prix juste, le salaire juste et la nécessité de la prise en compte du bien commun par les entreprises privées. La publication en 1893 du *Rerum Novarum*, lettre encyclique du pape Léon XIII considérée comme la première Encyclique Sociale, marque ainsi le débat émergent parmi les religieux catholiques sur les questions sociales et le capitalisme. Durant le XXe siècle plusieurs autres encycliques et lettres pastorales se succèdent pour critiquer les comportements et les structures qui engendrent l'injustice, la misère et la violence, examiner les conséquences sociales des modèles économiques dominants et essayer de contribuer au développement d'une éthique économique (Berthouzoz & Papini, 1995). De même, plusieurs théologiens protestants se consacrent à analyser et à dénoncer les conséquences du capitalisme et à exhorter le développement de l'éthique et de la morale dans les affaires. L'une des principales références dans ce domaine est le livre de Reinhlod Niebuhr (1932), *Moral Man and Immoral Society*, qui devient la base de plusieurs cours en éthique des affaires dans les universités américaines (De George, 1990).

Au-delà de l'influence religieuse, d'autres événements ont contribué à faire émerger la réflexion sur le rôle de l'entreprise et du dirigeant dans la société.

1.1.2 Les bouleversements socio-économiques du début du siècle

Pour plusieurs auteurs, les bouleversements socio-économiques du siècle dernier ont joué un rôle central dans le développement du champ de la RSE (Mc Hugh, 1988 ; Heald, 1970 ; De George, 1990).

C'est dans le contexte de la seconde révolution industrielle que l'idée de la prise en charge des intérêts sociaux par l'entreprise privée commence à prendre forme aux Etats-Unis (Heald,1970). Le développement des grandes industries s'est accompagné d'un accroissement du rôle des entreprises dans la communauté. En effet, les grandes entreprises du secteur du textile, de l'acier ou des chemins de fer qui se sont installées dès le début du XIXe siècle dans plusieurs villes américaines, se sont souvent trouvées confrontées à l'obligation d'assumer les besoins des communautés environnantes. Ces villes, comme le mentionne Heald (1970 : 3),

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

étaient parfois presque la propriété de certaines firmes qui employaient la plupart de ses habitants. C'est donc dans une tradition philanthropique et paternaliste que les dirigeants de certaines grandes entreprises américaines de l'époque ont consacré les moyens nécessaires à l'amélioration les conditions sociales des habitants de ces villes.

Les guerres ont également conduit à de nouvelles formes de solidarité des entreprises privées envers la société. Ainsi, pendant la guerre civile américaine plusieurs entreprises ont été amenées à venir en aide aux soldats et aux victimes de la guerre. Plusieurs associations comme le YMCA (Young Men's Christian Association) et la Commission catholique, dépourvues d'aides publiques significatives, se sont mobilisées pour collecter des fonds privés provenant en grande partie des entreprises. Les aides se comptaient par centaines de milliers de dollars, certaines entreprises avaient même indexé les dons versés à un pourcentage de leurs profits annuels. Ainsi, par exemple, The Baldwin Locomotive Company faisait don de 10% de ses résultats à la Commission catholique pour venir en aide aux populations en détresse (Heald, 1970 : 10). La charité des dirigeants d'entreprise a continué à affluer envers les employés et les communautés pendant la guerre. En effet, plusieurs d'entre eux motivés par leurs devoirs religieux ont continué à répondre à l'appel des associations pour aider les nécessiteux. La doctrine du *stewardship* voulant que le plus riche vienne en aide au plus démuni était effectivement très répandue parmi les industriels américains.

Cette forme de paternalisme et de charité décidée par les dirigeants a cependant commencé à agacer certains leaders d'opinion qui se sont mis à douter de l'efficacité de cette démarche dans la résolution des problèmes de pauvreté et de précarité de la société. L'attribution des aides dépendant uniquement de la volonté des dirigeants et ignorant les attentes des employés et de la communauté envers les entreprises est en effet parue inacceptable pour un certain nombre d'entre eux. Les mouvements protestataires commencent alors à s'organiser.

Les contestations contre les effets des systèmes socio-économiques qui se sont faites jour au début du XXe siècle ont joué un rôle important dans la genèse de l'éthique des affaires. Pour McHugh (1988) le développement de cette notion durant la première phase (1900-1920) est fortement lié à la désillusion qui a gagné aussi bien l'Europe que les Etats-Unis par rapport au système libéral. Les critiques adressées à ce système se sont souvent appuyées à cette époque sur des discours éthiques et religieux et c'est ainsi que la morale des hommes d'affaires devient un sujet de débats (Hadley, 1911, d'après McHugh, 1988 : 8). En effet, les écarts sociaux continuant à se creuser, plusieurs voix se sont élevées dans la société américaine du début du XXe siècle contre les conséquences économiques, sociales et intellectuelles de la

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

production de masse et des grosses organisations (Heald, 1970 : 20). Ces attaques contre les grandes entreprises sont venues de plusieurs sources : les agriculteurs et les chefs de petites entreprises luttant contre les pressions d'une économie de plus en plus libérale, les leaders de syndicats et de groupes de travailleurs devenant conscients des liens entre les entreprises et les pouvoirs politiques, les églises sous l'influence du mouvement social évangélique ainsi que les réformateurs de la classe moyenne, les journalistes et les intellectuels se battant contre l'injustice dans la société (Heald, 1970 : 20). Devant ces nombreuses contestations et critiques, les hommes d'affaires américains commencent à afficher une nouvelle sensibilité à l'opinion publique (Heald, 1970 : 21) et les entreprises ont tenté de se montrer sous leur meilleure facette (McHugh, 1988).

Le contexte politique du début du XXe siècle a également une part d'influence dans la formation des ces contestations plaidant pour plus de justice sociale. Plusieurs auteurs évoquent par exemple le rôle du mouvement progressiste dans la remise en cause des responsabilités des patrons des grandes entreprises envers la société (Heald, 1961, 1970 ; Epstein, 2002). Les réformes progressistes étaient les premières conçues dans le but de protéger les travailleurs et d'instaurer les prémisses d'une législation sociale. Avec ce mouvement, l'efficacité du libre jeu de l'offre et de la demande sur le marché était pour la première fois remise en cause dans la société américaine.

Plusieurs autres événements participent au début du XXe siècle à une prise de conscience collective des conséquences négatives du capitalisme industriel et du libéralisme économique. La crise de 1929 suivie de la dépression économique des années 1930 ainsi que l'évolution de la taille des entreprises et la multiplication des monopoles lors des trente glorieuses amènent progressivement le grand public à devenir méfiant envers le système capitaliste et le modèle des grandes entreprises. En effet, ces événements leur montrent les limites d'une économie de marché, les dangers de la concentration des richesses entre les mains d'un faible nombre d'individus et l'incapacité du libre marché à réduire les injustices sociales. Discipliner le capitalisme industriel en imposant à l'entreprise d'être plus responsable envers la société semble désormais une nécessité.

En outre, perçue de façon distincte de ses dirigeants, l'entreprise devient le centre d'intérêt du grand public. En effet, le développement de la firme managériale conduit à une différentiation totale entre le dirigeant et l'entreprise. Celle-ci est plus que jamais considérée comme une personne morale. Les attentes se tournent alors directement vers elle et l'idée de lui accorder des responsabilités devient de moins en moins incongrue. La notion de responsabilité

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

sociétale de l'entreprise gagne désormais progressivement du terrain par rapport à celle de responsabilité sociétale des dirigeants.

1.1.3 Le développement de la firme managériale

Le développement des firmes managériales caractérisées par la séparation de la propriété du pouvoir au début du XXe siècle constitue un épisode important dans le développement de la réflexion sur la RSE (Epstein, 2002 ; Marinetto, 1999 ; McHugh, 1988 ; Heald, 1970 ; Bowen, 1953). En effet, cette nouvelle forme organisationnelle a introduit plusieurs changements. Principalement, le contrôle de la firme est passé des mains des détenteurs de capitaux aux mains de dirigeants salariés et le capital se disperse entre un grand nombre d'actionnaires.

Ces changements participent à l'évolution la réflexion naissante autour des responsabilités des dirigeants et des entreprises envers la société. L'arrivée des nouveaux dirigeants non propriétaires a en effet engendré une série de controverses sur leurs rôles, leurs motivations et leurs responsabilités envers les différentes parties prenantes de l'entreprise.

D'un point de vue académique, l'ouvrage de Berle et Means publié en 1932 constitue une référence en la matière dans le sens où il est parmi les premiers à pointer du doigt les conséquences de la scission entre propriété et gestion et à cerner les questions qui continuent à alimenter les débats des chercheurs en gestion et des managers des dizaines d'années plus tard. Parmi ces questions : dans l'intérêt de quelle partie prenante la grande société anonyme doit-elle être conduite.

La dilution du capital entre les mains de plusieurs actionnaires, la dépersonnalisation de la propriété, l'échange du contrôle contre la liquidité de la part des actionnaires constituent en effet des facteurs qui remettent en cause la finalité du pouvoir managérial pour Berles et Means (1932)[7]. Pour ces auteurs ce pouvoir doit être exercé non pas dans l'intérêt de ceux qui en disposent mais dans l'intérêt de ceux qu'il affecte. Cependant, malgré l'influence du livre de Berle et Means sur la recherche en management, cette idée ne fait pas l'unanimité entre les chercheurs et les managers, loin de là.

Mais au-delà de la question épineuse de la finalité du pouvoir, le développement de la firme managériale a introduit d'autres changements qui participent à l'évolution la pensée par

[7] Les différentes visions de la firme et de son rôle vis-à-vis de ses différentes parties prenantes sont évoquées plus en détail dans le deuxième chapitre de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

rapport au rôle de l'entreprise dans la société. Principalement, le management commence à être reconnu comme une profession et une discipline scientifique, une nouvelle classe de managers est née et l'éducation et la recherche commence à prendre forme et à influencer les pratiques managériales.

La naissance de la nouvelle classe de managers a suscité plusieurs questions dans les milieux managériaux du début du XXe siècle. Le professionnalisme des nouveaux dirigeants salariés et leurs motivations à servir en priorité les intérêts des apporteurs de capitaux étaient en effet sujets de débats et beaucoup de dirigeants entrepreneurs de l'ancienne génération étaient sceptiques quant à l'efficacité d'une firme contrôlée par des mandataires (Heald, 1970 : 57). L'argument du savoir-faire des managers formés spécialement pour cette fonction dans les écoles de commerce ne suffit pas au début pour convaincre. La compétence de ces nouveaux managers commence cependant à être reconnue d'après Heald à partir des années 1920 grâce aux bons résultats, l'habileté et la grande culture de plusieurs d'entre eux. Progressivement, l'éducation en management commence à être considérée comme un gage de compétence pour ce métier et la plupart des managers sont désormais recrutés sur les bancs des écoles de commerce.

En même temps, au-delà des voix des actionnaires, d'autres voix se sont élevées, celles des travailleurs et des contestataires du capitalisme industriel. Les protestations incessantes des travailleurs qui devenaient organisés en syndicats et les critiques virulentes contre les grandes entreprises n'ont pas laissé le choix aux managers de se poser des questions sur leur rôle social (Heald, 1970 : 57).

Les questions sociales étaient d'autant plus importantes que les premières recherches en gestion scientifique et en psychologie industrielle montraient que l'efficacité du travail dépendait beaucoup du moral des employés et de leurs conditions de travail. En effet, les nouveaux managers, proches des milieux universitaires grâce à leurs études, étaient plus sensibles aux travaux menés par les chercheurs en gestion à l'instar de celles conduites à partir de 1924 par l'équipe d'Elton Mayo à l'usine de la Western Electric à Hawthorne.

L'éducation des futurs managers constitue effectivement un levier important dans la diffusion des nouvelles réflexions et notamment les problématiques liées à l'éthique des affaires. Ainsi, dès le début du XXe siècle, certaines universités américaines ont commencé à dispenser une série de cours en éthique des affaires dont les plus célèbres : „The Barbara Weinstock Lectures on the Morals of Trade' qui ont débuté en 1904 à l'université de Californie et „The

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Page Lectures' qui ont commencé quatre années plus tard à Sheffield Scientific School (Mc Hugh, 1988). Ces cours ont vu le jour à l'initiative d'un nombre d'hommes d'affaires qui les ont financés et d'imminents intellectuels qui y ont participé (voir encadré 1).

Encadré 1 : Exemple de cours pionnier en éthique des affaires: «The Barbara Weinstock Lectures on the Morals of Trade»

"In 1902, Harris Weinstock, a well-known businessman of Sacramento, California, provided the University of California with a fund to support an annual public lecture on the morals of trade, on behalf of his wife Barbara.
Weinstock summed up his reasons for this decision in an article he wrote after the first lecture was delivered in 1904: "Thus, hope is in the air and there is a better and cleaner day in store for all destined to spend their lives in commercial pursuits. The thing to do at this hour is to accelerate the movement and to bring this hoped for day as near to our own as possible. The California University lectureship on the moral of trade is a small effort in that direction."
Ralph Nader, MP Neil Kinnock, and Nobel Laureate Amartya Sen have delivered Barbara Weinstock Memorial Lectures on the Morals of Trade".

Source : http://www.grad.berkeley.edu/lectures/weinstock/index.shtml

En outre, les associations d'hommes d'affaires, comme le CABE (The Christian Association of Business Executives) créé en 1938, constituent un autre vecteur de la diffusion et du développement de l'éthique des affaires. Ces associations ont pour but d'aider les managers et les entrepreneurs à réfléchir à leurs obligations morales ainsi qu'au succès de leurs affaires et d'échanger sur leurs expériences (McHugh, 1988).

Bien que partant de considérations morales, les débats sur l'éthique des hommes d'affaires aux Etats-Unis ont très vite donné lieu à une vision plus appliquée de l'éthique. En témoignent les premiers codes et normes nés entre les années 1920 et 1950 pour encadrer des pratiques spécifiques comme par exemple la vérité en publicité ou certains métiers comme celui de banquier, d'avocat ou d'assureur (McHugh, 1988).

Cette période a également vu la notion d'éthique évoluer pour s'appliquer non plus seulement aux personnes physiques mais également aux personnes morales. Selon McHugh (1988), la nouvelle séparation entre la propriété et le contrôle de la firme ainsi que la naissance de la nouvelle génération de « managers » a contribué à différencier l'entreprise de son dirigeant et à la considérer comme une personne morale. Le développement des théories de l'organisation entre les années 1950 et 1970 n'a fait ensuite que contribuer à la représentation plus marquée de l'organisation comme unité morale et à accentuer cette vision plus globale de l'éthique des affaires.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

L'idée de la RSE a ainsi commencé à se former un peu avant les années 1930 (Frederick, 2006 ; Carroll, 1999). La réflexion sur le sujet s'est par la suite ralentie suite à la dépression économique de la fin des années 1930 pour refaire surface après la fin de la deuxième guerre mondiale (Frederick, 2006, p.36).

1.1.4 Les mouvements sociaux d'après guerre

Le contexte d'après guerre aux Etats-Unis est caractérisé par plusieurs mouvements sociaux. L'augmentation de la taille des groupes d'entreprise, la formation de monopoles, les liens entre les grands patrons et la sphère politique ainsi que les effets néfastes de l'industrialisation sur l'environnement écologique inquiètent beaucoup la société américaine.

Durant les années 1950 et 1960 l'intensité et l'échelle des demandes et des pressions sociales exercées sur les entreprises sont d'une intensité rarement connue auparavant (Frederick, 1987 : 149). Les protestations viennent de multiples représentants de la société : les défenseurs de droits civils, les écologistes, les associations de consommateurs, les défenseurs des droits de la femme, les jeunes touchés par la vague de l'idéalisme de l'ère Kennedy, les protestants anti-guerre et des syndicats demandant plus de sécurité au travail (Epstein, 2002 ; Frederick, 1987). Les critiques concernent divers sujets comme les techniques de la production de masse, les prix des produits et des services, les pratiques des entreprises, l'allocation du capital, les connivences entre les milieux politiques et les milieux des affaires et la gouvernance des entreprises (Frederick, 1987). Ces sollicitations adressées aux entreprises et au gouvernement dépassent désormais largement la simple philanthropie ou la charité envers la société défendues par les premiers supporters des prémices de la RSE. Ces nouvelles demandes menacent et défient le pouvoir, l'autorité et le privilège des entreprises (Frederick, 1987 : 149). Ces dernières commencent alors à craindre ces mouvements de contre-culture favorisant la création d'un courant anti-affaires (Mahoney, 1990) et à chercher à paraître plus acceptables aux yeux de la société. Les hommes d'affaires sont devenus plus conscients de l'importance de légitimer le rôle de leurs entreprises dans la société. En effet, un environnement hostile peut être défavorable à la conduite des affaires (Mahoney, 1990 ; Frederick, 1987). Donner à l'entreprise un visage plus responsable permet à l'entreprise d'avoir une approbation implicite de la société pour continuer à opérer et à se développer. La *licence to operate* devient une des motivations les plus importantes derrière la mise en place d'une stratégie répondant aux exigences des différentes parties prenantes.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

La gestion des relations publiques et la maîtrise des risques provenant de l'environnement deviennent alors une mission sérieuse pour les managers. Ainsi, à la demande des milieux d'affaires plusieurs universités américaines mettent en place à partir des années 1960 des cours spécifiques sur les enjeux liés à l'environnement de la firme et à la thématique *Business & Society* (Epstein, 2002). En 1977, l'organisme d'accréditation d'établissements d'enseignement à la gestion l'AACSB (*the American Assembly of Collegial Schools of Business*) émet également des recommandations pour inclure l'éthique des affaires dans le cursus d'enseignement des étudiants en gestion (Mc Hugh, 1988 ; Epstein, 2002). La croissance du nombre de cours en éthique des affaires et *Business & Society* devient alors exponentielle vers la fin des années 1970 où leur progression annuelle était estimée à 500% (Mc Hugh, 1988 : 13-14).

Par ailleurs, les années 1960-1970 assistent à la naissance de la première vague de contestations écologiques caractérisée par une forte remise en cause de la croissance industrielle et un fort développement de l'activité associative sous le symbole de la défense de l'environnement et de la promotion de la qualité de la vie. La notion de responsabilité environnementale commence alors à prendre sens, elle se rajoute désormais à la longue liste des responsabilités des entreprises.

La deuxième vague écologique des années 1980-1990 se caractérise par la diffusion de la conscience écologique à une échelle grand public. Les exigences de la préservation de l'environnement apparaissent sur le marché à travers la demande des consommateurs et de certains défenseurs de l'environnement qui parcourent le marché en lobbies cherchant à influer sur les investissements (Louppe et Rocaboy, 1994). Selon ces auteurs, il y a eu passage en quelques années d'un mouvement écologique qui était principalement contestataire, accusateur du marché et dénonciateur de l'irresponsabilité des producteurs, à un consumérisme écologique qui se définit comme une tendance pour les consommateurs à se réunir en mouvements, en associations dans le dessein de défendre leur intérêt. La protection de l'environnement écologique devient alors un argument marketing pour les entreprises afin de vendre leurs produits et services et afin de rendre leurs titres plus attrayants pour les investisseurs soucieux des questions environnementales.

Dès le début de la première vague, la cause écologique devient très rapidement un phénomène planétaire et l'intérêt pour le sujet dépasse les groupes marginaux pour devenir l'apanage des scientifiques et des organisations internationales. En 1972, deux grands événements internationaux attirent l'attention sur les préoccupations sociétales et écologique: la

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Conférence des Nations Unies sur l'environnement (CNUE) qui s'est tenue à Stockholm en 1972 et le rapport « Halte à la croissance » publié par le Club de Rome. Plusieurs constats alarmants sont alors révélés comme le pic de la pollution atteint sur la terre, les déséquilibres écologiques, la surexploitation des ressources naturelles et les écarts sociaux et économiques entre les pays du nord et du sud. L'incompatibilité du mode de développement humain contemporain avec l'éco-système est donc pointée du doigt. Les Nations Unies font alors des problèmes environnementaux un enjeu primordial et cherchent à influencer les politiques gouvernementales et sur les comportements des industriels. Les trois éditions suivantes du Sommet de la Terre verront naître des programmes d'actions et des résolutions ce sens.

Ainsi, la prise de conscience écologique est l'un des principaux moteurs à la diffusion de la notion de la RSE en dehors des frontières américaines. C'est également l'un des facteurs du regain d'intérêt contemporain pour la RSE. Cependant, comme l'indiquent les spécialistes de l'histoire de la RSE (Epstein, 2002 ; McHugh, 1988 ; De George, 1987), l'impact du développement de la recherche académique autour du champ de la RSE est très important dans l'évolution de cette doctrine et de sa diffusion.

1.1.5 L'intérêt académique pour le sujet

Si jusqu'aux années 1950, le développement de l'éthique des affaires s'est principalement fait dans les cercles managériaux (Frederick, 1986), les débats n'ont pas tardé à intéresser les milieux académiques qui se sont emparés des discussions sur la moralité et les affaires afin de les analyser et de théoriser les différentes propositions (McHugh, 1988 :12). Cet intérêt académique pour le sujet est certainement l'un des facteurs ayant facilité sa diffusion et son institutionnalisation.

Les années 1950 ont en effet été fructueuses en termes de publications sur l'éthique des affaires et la RSE. Durant cette période, nous pouvons en effet dénombrer au moins quatre livres importants sur le sujet : « *Social Responsibilities of the Businessman* » de Bowen (1953) ; « Moral Philosophy for Management » de Selekman (1959) ; «Management's Responsibility to Society: The Growth of an idea » de Heald (1957) ; et « Corporate Giving in a Free Society» de Eells (1956).

Pour plusieurs auteurs, c'est l'ouvrage de Bowen (1953) qui a marqué la construction du champ académique de la RSE (Carroll, 1979 ; Carroll, 1999 ; Wood, 1991a ; Wood, 1991b). En s'appuyant sur les discours tenus par les plus grands dirigeants entre années 1920 et 1950 aux Etats-Unis ainsi que les rapports d'associations et congrégations religieuses, Bowen

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

propose l'une des premières réflexions académiques sur la RSE (Aurélien Acquier & Gond, 2007). Bowen est considéré comme l'un des premiers auteurs à évoquer le rôle régulateur de la doctrine de la RSE qu'il place comme une véritable « troisième voie » entre le « laissez-faire » et la régulation étatique (Gond, 2006).

La doctrine de la RSE rencontre cependant également une grande hostilité de la part des défenseurs du libéralisme économique. Certains chercheurs comme Levitt (1958) et Friedman (1970) n'hésitent pas à consacrer des articles pour étayer leurs arguments contre la doctrine de la RSE qu'ils jugent néfaste pour la société. En effet, de leur point de vue, demander aux entreprises de répondre directement aux demandes sociales ne peut que diminuer leur efficacité et réduire par conséquent leur contribution à la société. Selon eux, les entreprises concourent plus efficacement au bien commun lorsqu'elles se concentrent sur la création des profits et qu'elles laissent l'Etat et le marché jouer leurs rôles.

Parallèlement, la réflexion sur la responsabilité sociétale des entreprises continue son chemin (Epstein, 2002 ; McHugh , 1988). A partir des années 1960-1970, la RSE fait partie des programmes de recherche en gestion des universités américaines, premières thèses et les premiers articles sur le sujet apparaissent (Epstein, 2002). Parallèlement, plusieurs conférences s'organisent autour du thème *Business & Society* et les premières revues académiques dédiées à la RSE et à l'éthique des affaires apparaissent (*Business & Society Review*, *the Journal of Business Ethics*). Par ailleurs, les revues les plus importantes en gestion, comme *Academy of Management Review*, *California Management Review* ou *Harvard Business Review*, commencent à accepter des articles sur le thème *Business & Society* (Epstein, 2002 : 8-9).

Plusieurs voies sont empruntées dans les recherches sur la RSE. Certains restent attachés à une approche moraliste et philosophique tandis que d'autres prennent une orientation plus pragmatique. Les questionnements moraux et religieux continuent effectivement à inspirer certains travaux académiques. En effet, à partir des années 1970, beaucoup de chercheurs en théologie et en philosophie s'intéressent à l'éthique des affaires (McHugh, 1988 : 12 ; De George, 1987 : 203).

Les aspects moraux et éthiques ne sont cependant pas privilégiés dans la recherche en gestion qui s'est plutôt orientée vers des aspects légaux et managériaux (De George, 1987). La réflexion sur la RSE commence ainsi à s'éloigner des préoccupations premières qui l'ont suscitée et à se rapprocher d'un autre angle pour regarder les relations entre l'entreprise et la

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

société. C'est désormais le côté stratégique et managérial qui prime. En effet, la plupart du temps les questions ne sont plus posées en termes de justice sociale et d'éthique mais en termes d'opportunités et de menaces pour les entreprises. L'approche utilitariste devient prédominante dans les recherches sur la RSE.

Les principales écoles de pensée ainsi que les concepts les plus importants qui ont ponctué la construction du champ de la RSE sont analysés dans la section qui suit.

1.2 L'évolution de la pensée et des concepts dans le champ de la RSE

La revue de la littérature du champ académique de la RSE fait ressortir trois principales écoles de pensée[8]: *Business Ethics*, *Business & Society* et *Social Issues in Management*. Plusieurs auteurs y font en effet référence (Carroll, 1999 ; Epstein , 2002 ; Gond , 2006 ; Wood, 1991b) mais très peu d'entre eux prennent le soin de souligner clairement les éléments différenciateurs qui permettent de les distinguer, ce qui veut peut-être dire en soi qu'il est difficile de les départager. Corinne Gendron (2000) tente néanmoins de les différencier même si elle admet d'emblée que leurs contours peuvent se croiser. Selon elle, « *bien qu'elles se chevauchent, ces trois écoles de pensée s'avèrent complémentaires par leur perspective et leur traitement du questionnement éthique et social de l'entreprise : La Business Ethics propose une approche moraliste axée sur les valeurs et les jugements normatifs ; le courant Business & Society se préoccupe de la cohésion sociale et analyse les différentes modalités de l'interface entreprise/société ; et le courant de la Social Issue Management traite les questions sociales comme des paramètres dont il faut tenir compte dans la gestion stratégique* » (Gendron, 2000 : 11).

Nous pouvons donc dire que les trois écoles se succèdent sur un continuum allant d'une vision moraliste à une vision utilitariste de la responsabilité de l'entreprise envers ses parties prenantes. En effet, les travaux appartenant au courant *Business Ethics* justifient la prise en compte des dimensions sociales et sociétales par l'entreprise d'un point de vue moraliste, le courant Business & Society comme son nom l'indique se dirige vers une analyse plus concrète des relations entre la société et l'entreprise en s'éloignant de la vision normative et enfin le courant *Social Issues in Managment* s'oriente vers une approche plus managériale de

[8] Il faut noter que la plupart des auteurs anglophones utilisent le terme *field* (champ) pour se référer à ce que nous appelons école de pensée. Cependant, pour éviter les confusions avec le champ de la RSE, qui englobe pour nous l'ensemble de ces approches académiques, nous préférons utiliser, comme Gendron (2000), le terme « courant de pensée ».

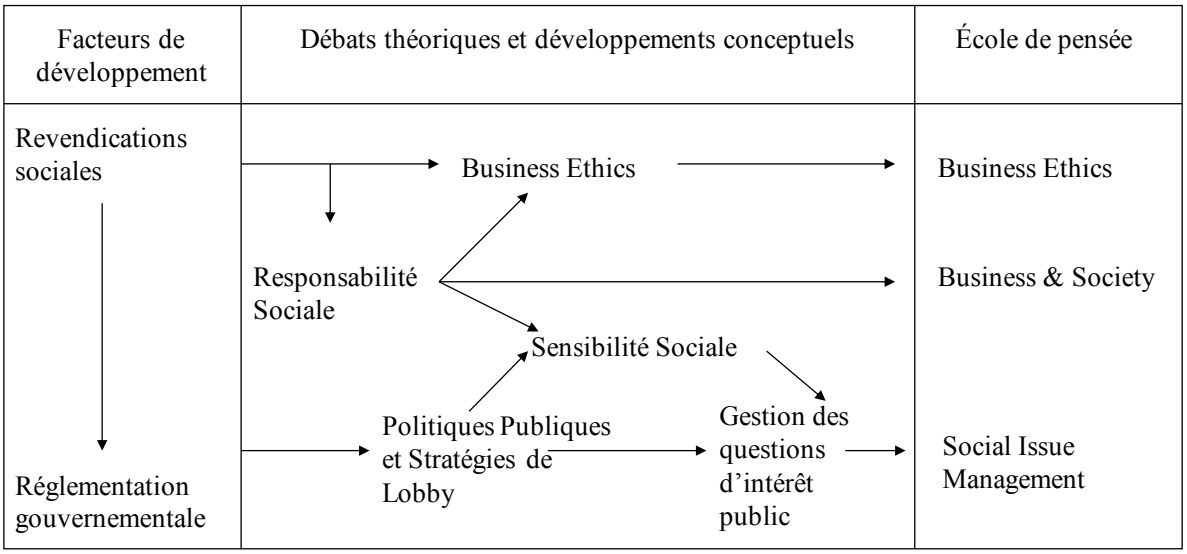
© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'analyse de cette relation où la RSE est prônée plus dans l'intérêt de la firme que pour celui de la société.

Dans la figure présentée ci-dessous, Gendron (2000) propose de retracer les débats qui ont mené à la naissance des trois écoles de pensée du champ de la RSE : *Business Ethics*, *Business & Society* et *Social Issue Management*.

Figure 3 : Historique de la théorisation du questionnement éthique et social de l'entreprise (d'après Gendron, 2000)



Il est important de noter que la succession des trois écoles ne signifie pas qu'elles se sont substituées, en effet, ces écoles coexistent aujourd'hui et cohabitent même si leur manière d'appréhender la RSE est différente.

Concernant leur émergence, il est difficile d'en donner des dates précises même si nous savons que les concepts et des idées sous-jacents à ces écoles ont évolué selon cette orientation qui part d'un questionnement éthique et moral pour se diriger dans une direction plus managériale. Enfin, nous savons également que si les prémisses de chaque courant de pensée trouvent leurs origines dans des périodes plus ou moins éloignées, les signes de leur institutionnalisation apparaissent dans un laps de temps situé entre la fin des années 70 et le début des années 1980.

Les fondements du courant *Business Ethics* trouvent leurs origines principalement dans la réflexion morale et spirituelle qui a démarré à la fin du XIXe siècle à une époque où

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'entreprise privée commençait à jouer un rôle de plus en plus important dans l'économie et la société. Un ensemble questionnements sur les valeurs morales des hommes d'affaires a suscité un intérêt croissant parmi les managers et les universitaires (McHugh, 1988). Nourri dans un premier temps par un ancrage fortement religieux (Acquier, Gond, & Igalens , 2005 ; De George , 1987; Epstein, 2002), le thème de l'éthique des affaires gagne un intérêt grandissant aux débuts des années 1970 parmi les chercheurs des départements de philosophie et de management des universités américaines qui publient sur le sujet (McHugh, 1988 : 12). C'est ainsi que l'éthique des affaires commence à s'institutionnaliser et à être reconnu comme champ académique aux débuts des années 1980 (De George, 1987).

Parallèlement au développement du courant *Business Ethics*, émergent vers les années 1950 les questions sur la responsabilité sociétale des hommes d'affaires et de l'entreprise guidées par « *l'idée selon laquelle l'interface entre l'entreprise et la société avait besoin d'ajustement* » (Frederick, 1986). La thématique *Business and Society* apparaît dans les universités américaines au milieu des années 1960 dans les séminaires d'éthique des affaires financés par la fondation William A. Vawter (McHugh, 1988 : 11) et, petit à petit, une partie de la réflexion se focalise sur ce que devraient être les responsabilités de l'entreprise envers la société. Cette approche, également normative mais privilégiant moins la dimension éthique et morale que la précédente, se formalise selon Epstein (2002), autour du courant de pensée *Business & Society* pendant les années 1970.

Enfin, la déviation de la pensée d'une position normative à une position pragmatique coïncide avec débuts de la réflexion sur la sensibilité sociétale de l'entreprise (défini plus loin (1.2.4)). En effet, « *La logique sous-jacente aux travaux sur la sensibilité sociale est bien celle d'une recherche pragmatique et « éclairée » de son propre intérêt, assez conforme à la philosophie utilitariste néo-classique. Le problème dominant devient celui de la fonction « affaires publiques » qui cherche à faire « paraître » l'entreprise socialement responsable*». Ce recentrage sur les aspects managériaux ainsi que la recherche de la justification du « pourquoi être socialement responsable pour une entreprise ? » à travers une logique utilitariste plutôt que moraliste caractérisent les travaux du courant *Social Issues in Management* qui émergent au début des années 1970.

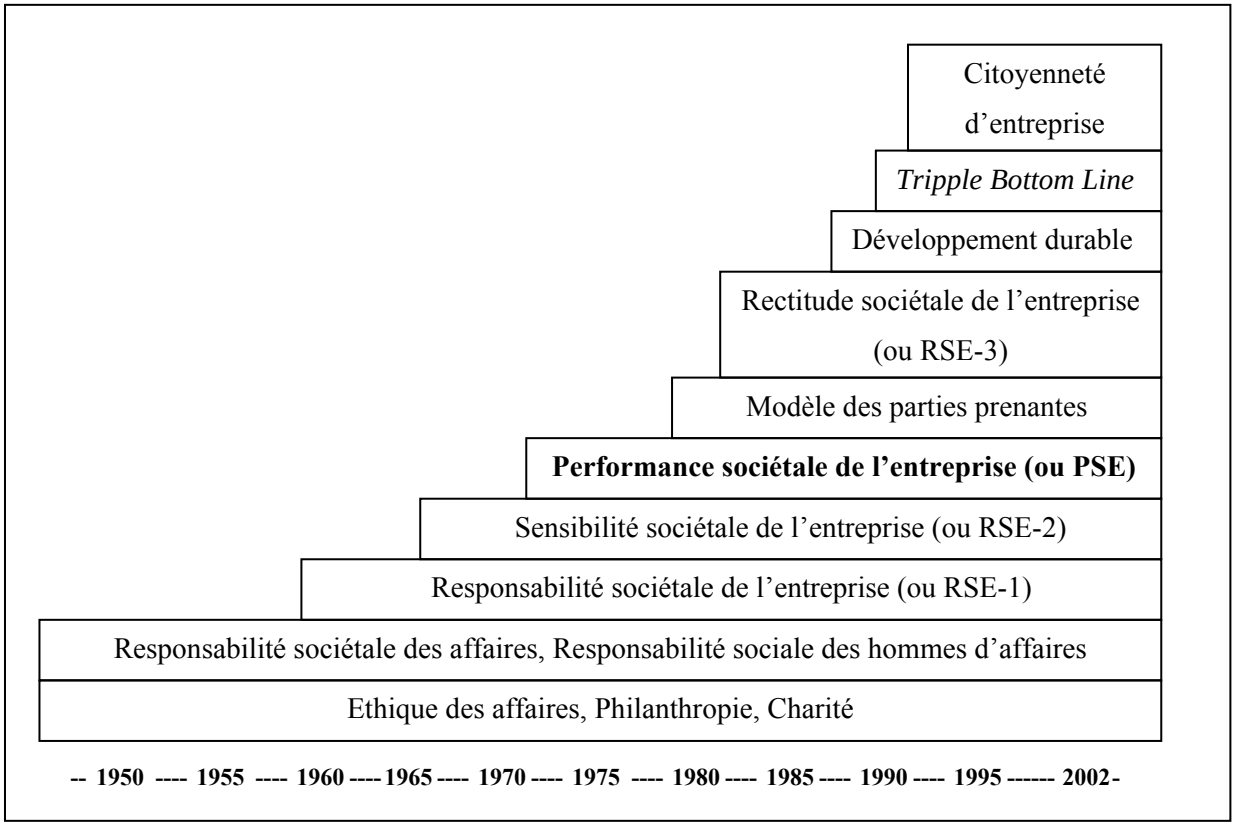
Comme le montre la figure 1 ci-dessous, le développement de la pensée s'est accompagné de l'apparition de plusieurs termes et notions : éthique des affaires, responsabilité sociétale, sensibilité sociétale, développement durable… Ces acceptions et expressions sont parfois

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

utilisées de manière interchangeable même si des nuances profondes peuvent exister entre elles.

Figure 4 : L'accumulation des concepts dans le champ de la RSE (D'après De Bakker et al. 2005)



Comme nous pouvons le voir dans la figure ci-dessus, l'émergence des différents concepts du champ de la RSE s'étale sur plusieurs décennies. Les paragraphes suivants présentent ces concepts[9] en suivant l'ordre de leur apparition afin de souligner l'évolution des idées dans le champ et de clarifier les différences et les nuances entre les différents termes. Au delà d'une meilleure compréhension de l'évolution de la réflexion dans le champ, cette analyse nous permet de nous saisir du concept de PSE, considéré comme central dans cette recherche.

1.2.1 L'éthique des affaires

[9] Le modèle des parties prenantes n'est pas analysé dans ce chapitre car nous estimons qu'il ne représente pas qu'un concept dans le champ de la RSE mais plutôt une approche plus globale dans la conception de la firme. L'approche partie prenante est présentée dans le deuxième chapitre de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Le concept de l'éthique des affaires est probablement le concept le plus ancien dans le champ de la réflexion sur la place de l'entreprise dans la société. Ce concept qui a donné son nom à une école de pensée au sein de ce champ est issu des milieux managériaux aux Etats-Unis au début du XXe siècle (McHugh, 1988) suite aux questionnements récurrents sur la moralité du capitalisme et des hommes d'affaires provenant des théologiens et des religieux (De George, 1987). Malgré son ancienneté, il est difficile de trouver une définition claire de ce concept datant de cette époque. En effet, De George (1987) précise que même si les prémices de ce concept datent du début du XXe siècle, jusqu'au début des années 1960 il était plus question de la notion d'éthique appliquée aux affaires que de celle de l'éthique des affaires. En effet, pendant des décennies l'éthique était davantage considérée comme une affaire de personnes (les hommes d'affaires) que d'entités morales (les entreprises) (Drucker, 1981). L'aspect personnel de l'éthique reste néanmoins également ancré dans les définitions contemporaines de l'éthique des affaires comme celle proposée par Epstein (1987).

Encadré 2 : La définition de l'éthique des affaires par Epstein (1987)

> « L'éthique des affaires concerne la réflexion systématique des managers basée sur les valeurs, traditionnellement individuelles mais de plus en plus collectives, sur la signification morale des actions personnelles et organisationnelles dans la conduite des affaires et leurs conséquences sur les parties prenantes sociétales. La réflexion morale est centrale dans le concept de l'éthique des affaires. » (Epstein, 1987 : 104)

Selon cette définition, l'éthique des affaires est liée aux valeurs morales du manager ou celle du groupe dans lequel il évolue. Ses actions sont alors déterminées en référence à ce qui est jugé acceptable ou pas moralement. Le caractère philosophique de cette notion reste en effet dominant.

Lewis (1985) constate que malgré l'intérêt croissant porté par les milieux académiques et managériaux pour l'éthique des affaires, le terme est souvent repris sans être défini ou il l'est de manière vague. En effet, l'étude de contenu de 158 ouvrages et de 50 articles abordant le thème de l'éthique des affaires montre que seuls 49 ouvrages et 20 articles, soit l'équivalent de 31% et 40% des échantillons respectifs, tentent de définir le concept (P. V. Lewis, 1985). Parmi les 69 définitions proposées, 169 concepts différents sont utilisés pour définir la notion de l'éthique des affaires. D'après l'auteur, ces définitions sont souvent exprimées sous la forme d'un conseil prescriptif s'appuyant sur un jugement de valeur des comportements des

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

individus. Selon les termes de Lewis, « l*es définitions typiques renvoient au caractère juste ou injuste d'un comportement, mais personne n'est d'accord sur ce qui est moralement juste ou injuste ou bon ou mauvais, éthique ou non éthique. Pour compliquer le problème presque toutes les définitions disponibles sont d'un haut niveau d'abstraction* » (Lewis, 1985, p. 377). Ainsi, outre la profusion de concepts utilisés pour définir l'éthique des affaires, les définitions proposées s'appuient sur des principes généraux et des idées considérées admises et universelles sur ce qui est bon / mauvais, juste / injuste, etc. Par ailleurs, l'étude de terrain menée par l'auteur révèle que les milieux managériaux souffrent également d'une absence de définition homogène de l'éthique des affaires. En effet, l'analyse des réponses données par 185 hommes d'affaires interrogés débouche sur 139 concepts différents utilisés pour définir l'éthique des affaires.

Lewis (1985) arrive à catégoriser les concepts exprimés dans les différentes définitions proposées (dans les livres, articles et sondages) en 38 groupes de concepts. En reprenant les quatre items les plus cités par ces derniers, Lewis (1985) propose la définition suivante : « *l'éthique des affaires est un ensemble de règles, de normes et de principes qui donnent les lignes de conduite pour bien se comporter et dire la vérité dans des situations spécifiques*». Nous remarquons que cette définition souffre des mêmes limites que les autres définitions dans la mesure où elle ne permet de spécifier ni l'origine des règles qui donnent les lignes de conduite ni ce qu'est censé être un bon ou un mauvais comportement. Par ailleurs, elle partage deux principales caractéristiques avec la définition de l'éthique des affaires proposée par Epstein (1987) (encadré 2), à savoir :

- le caractère personnel de l'éthique des affaires : l'éthique des affaires concerne les personnes, elle guide leurs choix et leurs comportements.
- L'aspect moraliste de l'éthique : l'éthique des affaires s'inspire de la morale, elle mobilise les notions du mal, du bien, de la justice ou encore de l'injustice.

1.2.2 La responsabilité sociétale des hommes d'affaires

La notion de responsabilité sociétale des hommes d'affaires est née vers les années 1920-1930 avec l'institutionnalisation du métier de manager et la croissance de l'importance de ce statut dans la société. Issu des débats sur l'éthique des affaires, le thème de la responsabilité des hommes d'affaires devient un sujet de préoccupation pour les dirigeants des entreprises américaines. Plusieurs associations patronales réunissant entrepreneurs et dirigeants

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

d'entreprise s'emparent de ce sujet et les premiers codes de conduite voient le jour au sein de la communauté des hommes d'affaires (voir 1.1.3).

Le premier ouvrage académique qui utilise l'expression responsabilité sociétale des hommes d'affaires est le livre d'Howard Bowen (1953) intitulé « *Social Responsibility of the Businessman* ». Ce livre s'inscrit dans le prolongement de la réflexion sur l'éthique des affaires initiée par les philosophes et théologiens. En effet, d'après Acquier et Gond (2007), cet ouvrage est l'un de six travaux dédiés à une étude plus globale intitulée « l'éthique chrétienne et la vie économique » initiée par une organisation religieuse protestante. Cependant, malgré cette influence de la religion et de la morale, le travail de Bowen apporte une vision managériale et pragmatique à la doctrine naissante de la RSE. En particulier, Bowen soulève des questions opérationnelles et des enjeux avant-gardistes tels que l'importance pour une entreprise d'être attentive à son entourage pour pouvoir atteindre ses buts, la nécessité de gérer les ressources naturelles en pensant aux générations futures ou encore les propositions relatives à l'audit social (Acquier & Gond, 2007 : 19-20). Par ailleurs, ce travail est parmi les premiers à proposer une définition de la responsabilité sociétale des hommes d'affaires qui souligne l'importance du contexte social dans lequel ils se trouvent.

Encadré 3 : La définition de la responsabilité des hommes d'affaires par Bowen (1953)

« La Responsabilité Sociale renvoie à l'obligation pour les hommes d'affaires d'effectuer les politiques, de prendre les décisions et de suivre les lignes de conduite répondant aux objectifs et aux valeurs qui sont considérées comme désirables dans notre société » (Bowen, 1953 : 5 ; D'après Gond 2006)

Cette conception de la responsabilité sociétale est intéressante dans la mesure où elle s'éloigne un peu de la logique morale qui s'appuie sur les notions du bien et du mal considérées comme universelles et intemporelles. En effet, selon Bowen, la responsabilité sociétale des hommes d'affaires est une réponse aux demandes sociales. De même, Frederick (1960) suggère que la responsabilité sociétale des hommes d'affaires se définit par rapport aux attentes du public. Selon lui, « *[Les responsabilités sociétales des hommes d'affaires] signifient que ces derniers doivent gérer le fonctionnement du système économique qui répond aux attentes du public* ». Ainsi, dès les premières définitions de la responsabilité

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

sociétale, ce sont les demandes sociales qui sont centrales. Selon cette perspective, être responsable c'est répondre aux attentes et demandes qui émanent de son entourage.

1.2.3 La responsabilité sociétale de l'entreprise ou RSE-1

La RSE est la traduction de l'expression anglaise « *Corporate Social Responsibility* » ou CSR qui désigne « *l'ensemble des attentes économiques, légales, éthiques et philanthropiques que peut avoir la société à l'égard d'une entreprise à un moment donné* » (Caroll, 1979). A l'instar de Capron et Quairel (2004), certains auteurs trouvent que les expressions « responsabilité sociétale de l'entreprise » et « responsabilité globale de l'entreprise » représentent des traductions françaises plus appropriées du concept de CSR que celle de « responsabilité sociale de l'entreprise ». En effet, le terme « social » en français peut avoir une acception plus restreinte que son équivalent anglo-américain dans le sens où il est généralement employé pour désigner les relations avec les salariés dans une entreprise ou « les relations entre les personnes au sein d'une collectivité, ou ce qui est favorable au bien être des individus, ou encore ce qui est relatif à des intérêts communs (par exemple « comptes sociaux » pour désigner les comptes financiers de sociétés) » (Capron et Quairel, 2004, p. 11). Ainsi, pour éviter les confusions, nous préférons utiliser le terme responsabilité sociétale de l'entreprise pour désigner l'ensemble des responsabilités de l'entreprise envers ses parties prenantes.

Nous reprenons ci-dessous un ensemble de définitions du concept de responsabilité sociétale des entreprises afin d'aboutir à une meilleure compréhension de ce qu'il représente dans la littérature académique.

Tableau 1 : Quelques définitions de la RSE-1

Auteur	Définition
Davis (1960 : 70)	« [La responsabilité sociétale concerne] les actions et les décisions que les hommes d'affaires prennent pour des raisons qui vont en partie au delà des intérêts purement techniques et économiques de l'entreprise »
McGuire (1963 : 144)	« L'idée de responsabilité sociétale suppose que l'entreprise n'a pas seulement des obligations légales ou économiques, mais qu'elle a aussi des responsabilités envers la société qui vont au delà de ces obligations »

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Davis (1973 : 312-313)	« […] [La RSE] renvoie à la prise en considération par l'entreprise de problèmes qui vont au delà de ses obligations économiques, techniques et légales étroites ainsi qu'aux réponses que l'entreprise donne à ces problèmes. […] Cela signifie que la responsabilité sociétale débute là où s'arrête la loi. Une entreprise n'est pas socialement responsable si elle se conforme au minimum requis par la loi, car c'est ce que n'importe quel bon citoyen est tenu de faire »
Carroll (1979 : 500)	« La responsabilité sociétale de l'entreprise englobe l'ensemble des attentes économiques, légales, éthiques et philanthropiques que peut avoir la société à l'égard d'une entreprise à un moment donné »
Jones (1980 : 59-60)	« La RSE est la notion selon laquelle les entreprises ont une obligation envers d'autres groupes dans la société que les actionnaires qui va au-delà de ce qui est prescrit par la loi ou les contrats syndicaux »
Padioleau (1989 : 84)	« [le courant de responsabilité sociétale de l'entreprise] met en valeur deux éléments : (a) les firmes doivent honorer des « obligations » vis-à-vis d'une pluralité de groupes sociaux (consommateurs, fournisseurs, collectivités publiques, etc.) ; (b) les entreprises doivent savoir réagir aux demandes sociales, ou mieux, il est nécessaire qu'elles les anticipent- ne serait-ce qu'afin de les contrôler »

Comme nous pouvons le constater à travers le tableau 1, la RSE a bénéficié de nombreuses définitions dans la littérature académique. Cependant les principales idées que nous pouvons retenir pour proposer une définition large de ce concept sont :

- l'aspect volontaire de la démarche de la RSE : la RSE débute là où s'arrête la loi. Une entreprise n'est pas socialement responsable si elle se conforme au minimum requis par la loi, car c'est ce que n'importe quel bon citoyen est tenu de faire (Davis, 1973). Cette idée se retrouve également dans la définition de Jones (1980) et de McGuire (1963) ;
- l'élargissement des responsabilités des managers envers des parties prenantes, autres que les actionnaires et les créanciers : leurs obligations vont désormais au delà des intérêts économiques et privés pour englober les intérêts de la société au sens large (Davis, 1960 ; Jones, 1980 ; McGuire, 1963) ;
- l'aspect contextuel de la RSE : la responsabilité sociétale n'est pas un concept universel dans le sens où la demande peut être différente selon le contexte spatio-temporel dans lequel se place l'entreprise. Cet aspect est spécialement lisible dans la définition de Carroll (1979) ;

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- le caractère réactif de la RSE : la RSE est une réponse de l'entreprise aux demandes sociales émanant de l'ensemble des parties prenantes de son environnement. Ainsi, les définitions de Padioleau (1989), de Carroll (1979) et de Davis (1960) renvoient à cette idée même si cet aspect « réponse» est, en effet, plus prononcé dans le concept de la «sensibilité sociétale de l'entreprise» dit « RSE-2 » que nous abordons dans le paragraphe suivant.

Bien que marquant le champ de la réflexion sur les relations entre l'entreprise et la société, le concept de la RSE-1 est sujet à plusieurs critiques. La principale concerne son manque d'applicabilité et le manque de clarté des fondements sur lesquels il se base. Il reste néanmoins toujours au centre de la réflexion des différents auteurs qui essaient de le faire évoluer en développant autour de lui un nombre de concepts complémentaires.

1.2.4 La sensibilité sociétale de l'entreprise ou RSE-2

La notion de la responsabilité sociétale de l'entreprise telle que définie et débattue par les auteurs jusqu'au début des années 1970 est restée très conceptuelle et difficilement transposable aux réalités managériales (Wood, 1991 et Frederick, 2006). Ackerman (1973) souligne ainsi à travers une étude de terrain qu'il est difficile pour les entreprises en général et les grandes entreprises décentralisées en particulier de répondre aux attentes sociétales. D'abord, la séparation des pouvoirs entre la direction générale et les directions des différentes divisions dans ce type de structures rend difficile l'application d'une stratégie de responsabilité sociétale au niveau opérationnel. Ensuite, le système de *reporting* financier mis en place dans ces entreprises pour mesurer la performance des différentes divisions est inefficace et inadéquat pour mesurer leur niveau de responsabilité sociétale. Enfin, le système d'évaluation et de récompense des managers se base uniquement sur les résultats financiers. L'auteur en conclut que, dans ces entreprises conçues pour accroître les profits, les managers n'ont aucun intérêt à changer les procédures de gestion et les systèmes de contrôle mis en place tant que l'entreprise continue à réaliser de bonnes performances financières.

L'étude d'Ackerman (1973) est parmi les premières à attirer l'attention sur la difficulté d'opérationnaliser les préceptes de la RSE au niveau de l'entreprise et marque ainsi le début de la réflexion sur le concept de la sensibilité sociétale de l'entreprise. Ce concept est la traduction du terme *Corporate Social Responsiveness* baptisé par Frederick (1978) CSR-2 et défini comme « *la capacité de la firme à répondre aux pressions sociales* » (Frederick, 1978,

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

p.) ou sa capacité à « *gérer les relations avec les différents groupes sociaux* » (Frederick, 2006, p. 41).

La réorientation de la réflexion de la responsabilité sociétale (RSE-1) à la sensibilité sociétale (RSE-2) est profonde: « *tandis que le débat sur les mérites de la RSE-1 a toujours porté sur de lourdes connotations philosophiques, la RSE-2 évite la philosophie en faveur d'une approche managériale* » (Frederick, 2006, p. 40). Plus précisément, le ton moralisateur des défenseurs et opposants de la RSE-1 a laissé sa place à une conception plus pragmatique et les principes généraux et vagues de la RSE-1 sont remplacés par une posture plus analytique visant la formulation de méthodes permettant aux organisations de mieux comprendre les problèmes et de mieux répondre aux forces tangibles de leur environnement (Frederick, 2006, p. 40).

Selon Frederick (2006), les premiers auteurs qui ont mis l'accent sur la notion de sensibilité par opposition à la notion de responsabilité pour les firmes en tant qu'entités sont Raymond A. Bauer et Robert W. Acquerman. Cependant, c'est à Frederick (1978) que « *l'on doit l'identification et la conceptualisation de cette transition théorique vers le concept de sensibilité sociétale et une formulation très claire de l'opposition entre les deux approches l'ancienne RSE-1 (Corporate Social Responsibility) et la nouvelle RSE-2 (Corporate Social Responsiveness)* » (Gond, 2006).

Ackerman (1975) et Ackerman & Bauer (1976) proposent trois activités ou plutôt un processus de trois étapes qui caractérise une firme socialement sensible qui sont (selon Wood, 1991b) : (a) le contrôle et l'évaluation de conditions environnementales, (b) la prise en compte des demandes des parties prenantes, et (c) la conception de plans et de politiques pour répondre aux changements environnementaux et aux conditions des parties prenantes.

Ainsi, avec une définition et une conception beaucoup plus proches des préoccupations managériales, la notion de sensibilité sociétale va dans le sens d'une approche plus appliquée de la responsabilité sociétale.

1.2.5 La performance sociétale de l'entreprise ou PSE

Le concept de performance sociétale de l'entreprise (*Corporate Social Performance*) est apparu dans la littérature américaine au milieu des années 1970. Son aspect à la fois pragmatique et sa capacité à intégrer les différentes approches de la RSE lui ont valu un grand succès dans le champ. En effet, la PSE a suscité l'intérêt de plusieurs auteurs qui ont contribué à faire évoluer sa portée conceptuelle (Carroll, 1979 ; Clarkson, 1995 ; Wartick &

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Cochran, 1985 ; Wood, 1991a ; Wood, 1991b ; Zenisek, 1979) et a fait l'objet de nombreux travaux empiriques (Cochran & Wood, 1984 ; McWilliams & Siegel, 2000 ; Waddock & Graves, 1997). Pour ces auteurs, le concept de PSE représente un concept beaucoup plus prometteur que celui de la RSE pour faire avancer le débat d'une position normative à une position pragmatique.

Ainsi, Sethi (1975) constate que : 1) la RSE est un concept qui a été vidé de son sens à force d'avoir été utilisé dans des contextes différents avec des significations variables selon les intérêts (Sethi, 1975 : 58) ; 2) la RSE est non mesurable et son caractère contextuel rend impossible l'évaluation et la comparabilité du niveau de responsabilité des firmes (Sethi, 1975 : 59). Il propose donc d'intégrer la RSE dans un concept plus précis, plus mesurable et plus flexible qu'est la PSE. S'il ne donne pas de définition à ce nouveau concept, Sethi (1975) propose un cadre analytique basé sur le principe de la légitimité qui permet de classer les entreprises selon trois catégories de performance sociétale : défensive, réactive et préventive. Il distingue en effet trois conceptions de la légitimité correspondant chacune à un degré de performance sociétale différent : la première s'appuie sur la notion d'obligation sociétale qui se matérialise par le respect des règlements et les lois en vigueur dans un contexte donné ; la deuxième sur la notion de responsabilité sociétale qui correspond à la réponse aux attentes sociales des différentes parties prenantes non formalisées par des lois ; et la troisième sur le concept de sensibilité sociétale qui implique d'anticiper les demandes sociales afin de préparer les réponses nécessaires avant que ces dernières ne se transforment en un mouvement anti-affaires.

D'autres modèles de PSE sont proposés par la suite dans la littérature comme celui de Wartick & Cochran (1985), Wood (1991a ; 1991b) ou encore de Clarkson (1995).

De même que Sethi (1975), Wartick et Cochran (1985) ne définissent pas la PSE mais construisent un modèle de la PSE composé de 3 dimensions : les principes, les processus et les politiques. Les principes correspondent à 4 catégories de responsabilité issues de la définition de la RSE-1 de Carroll (1979) : économique, légale, éthique, et discrétionnaire. Les processus, ou les niveaux de sensibilité sociétale, ne sont que les types de réponses formulées par l'entreprise à ces 4 catégories de responsabilité : réactive, défensive, accommodative et proactive. Enfin, les politiques, ou le management des questions sociales, consistent en la mise en place par l'entreprise d'un plan permettant le suivi et l'évaluation de la réalisation des processus de réponse formulés.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Plus tard, Dona Wood (1991) propose un modèle et une définition plus élaborés de la PSE. Pour elle, le concept de PSE ne peut pas partir uniquement de la définition de la RSE, mais des principes qui motivent la responsabilité sociétale. Or, les différentes définitions proposées de la RSE-1 n'explicitent pas ces principes (Wood, 1991a : 695). Elle propose donc de définir un modèle de la PSE partant des principes de motivation et permettant d'intégrer les différents développements conceptuels du champ B&S considérés jusque là plutôt comme des idées en compétition (Wood, 1991a : 691). Dans son travail, la PSE est analysée en termes de principes de motivation, de processus et de conséquences. Elle identifie trois principes de motivation (légitimité, responsabilité publique et discrétion managériale) correspondant chacun à un niveau différent de l'entreprise (structurel, organisationnel et individuel). Au niveau institutionnel, c'est dans le but d'obtenir et de maintenir sa légitimité (Davis, 1973) que l'entreprise cherche à améliorer sa performance sociétale. A un niveau organisationnel, c'est le principe de la responsabilité publique (Preston & Post, 1975) qui incite l'entreprise à gérer les impacts primaires et secondaires engendrés par ses activités. Enfin, au niveau individuel c'est le concept de la discrétion managériale qui motive les managers à agir de manière socialement responsable : les managers sont des acteurs moraux qui doivent exercer leur pouvoir discrétionnaire dans le but d'aboutir à des conséquences socialement responsables (Carroll, 1979). Après les principes, le deuxième volet de la PSE correspond aux processus à travers lesquels l'entreprise met en œuvre sa responsabilité (ou sa démarche de sensibilité sociétale). Les étapes de ces processus sont pratiquement les mêmes que celles formulées par Ackerman (1973) et Ackerman & Bauer (1976) pour caractériser la sensibilité sociétale, à savoir : (a) l'évaluation de l'environnement ; (b) la gestion des demandes sociales ; et (c) l'anticipation des changements sociaux. Enfin, le troisième et dernier volet de la PSE selon Wood concerne les résultats issus des deux volets précédents, c'est à dire, les impacts du comportement de l'entreprise et les impacts des programmes et des politiques mis en place.

Trois principaux points caractérisent le travail de Dona Wood (1991)[10] et ses apports au concept de PSE. Tout d'abord, le modèle de PSE qu'elle construit permet d'intégrer les différents développements conceptuels du champ *Business & Society* considérés jusque là plutôt comme « *des idées en compétition* » (Wood, 1991a : 691). Ensuite, Wood rompt avec la vision qui considère la performance sociétale comme un tout ou rien : selon elle, l'entreprise peut avoir différents niveaux d'implication dans les domaines sociétaux. En effet, le modèle

[10] D'après Gond (2006), cet article de Wood est parmi les 3 articles les plus cités dans le champ de la RSE.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

de Wood de la PSE est parmi les premiers à admettre que pour chaque domaine (environnement, ressources humaines, communauté, etc.), la performance sociétale de l'entreprise peut être évaluée négativement ou positivement (Wood, 1991a : 693). C'est cette approche de la PSE qui caractérise d'ailleurs aujourd'hui l'évaluation sociétale des entreprises par les auditeurs externes tels que les agences de notation sociétale[11]. Enfin, le travail de Wood (1991) est l'un des seuls qui propose une définition explicite de la PSE (voir encadré 4).

Encadré 4 : La définition de la PSE par Wood (1990a)

« Une configuration organisationnelle de principes de responsabilité sociétale, de processus de sensibilité sociétale et de programmes, de politiques et de résultats observables qui sont liés aux relations sociétales de l'entreprise » (Wood, 1990a : 693)

Comme le souligne Gond (2006) : « *cette définition extrêmement large, incluant simultanément la notion de RSE (au travers des principes), la sensibilité sociétale (processus) et les résultats en matière sociétale (politiques, programmes…) s'imposera comme un point de référence et suffit à mettre en exergue la nature multidimensionnelle et relativement complexe de la PSE, comme capacité de gestion de l'interface entreprise/société* » (Gond, 2006 : 66).

A l'instar de Gond (2006), nous relevons plusieurs avantages à la définition de la PSE de Wood (1990a). En plus de sa clarté et de son caractère pragmatique, nous apprécions dans cette définition le lien direct qu'elle établit entre la PSE et les relations de l'entreprise avec ses parties prenantes (les relations sociétales de l'entreprise). En effet, notre conception de la PSE est très proche de cette définition dans le sens où nous considérons que la PSE est l'expression des efforts fournis par l'entreprise pour répondre aux attentes des parties prenantes autres que ses actionnaires.

Cette conception de la PSE rejoint celle de Clarkson (1995) que nous analysons dans le deuxième chapitre de cette thèse (2.1.2.2). Ce dernier considère que la relation avec les parties prenantes (fournisseurs, clients, consommateurs, etc.) comme la traduction concrète de la notion de PSE. Selon Clarkson (1995), « *la PSE peut être évaluée plus efficacement en utilisant un cadre fondé sur la gestion des parties prenantes de l'entreprise qu'en utilisant des*

[11] En effet, les approches retenues par plusieurs des agences de notation sociétale (Vigéo, KLD, Ethibel, ...) dans la définition de leurs référentiels et indicateurs de PSE se rapprochent beaucoup de la conception de Wood (1991a) de la PSE. Les agences de notation sociétale ainsi que leurs produits, services et critères utilisés dans l'évaluation de la PSE sont présentés dans la seconde section de ce chapitre (2.3).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

modèles et des méthodologies fondées sur les concepts de RSE-1 et de RSE-2 » (Clarkson, 1995 : 92). Ainsi, Clarkson reproche aux conceptions précédentes de la PSE, notamment celle de Wood (1991a) de ne pas se focaliser sur le « *niveau d'analyse approprié* » (*Idem*., p.102), à savoir : les enjeux partenariaux de l'entreprise. Ces enjeux sont représentés par les domaines dans lesquels les entreprises doivent faire des efforts pour satisfaire leurs parties prenantes (par exemple : la formation ou de l'équité pour les employés, les questions environnementales ou le mécénat pour le public, etc.).

Cependant, contrairement à Clarkson, nous ne pensons pas que la définition de Wood (1991a) omet les aspects se rapportant à la gestion des parties prenantes. Même, si elle ne le cite pas explicitement, la définition de Wood renvoie vers le cadre analytique de la gestion des parties prenantes lorsqu'elle évoque les principes, programmes, résultats observables liés aux relations sociétales de l'entreprise. Ainsi, nous ne considérons pas que les approches de Wood (1991a) et de Clarkson (1995) comme significativement différentes dans le sens où les deux renvoient à des actions liées à la satisfaction des parties prenantes.

Ainsi, la conception de la PSE que nous retenons dans ce travail renvoie à l'ensemble des efforts volontaires et tangibles fournis par l'entreprise dans le but de répondre aux attentes de ses parties prenantes. Ces efforts peuvent s'inscrire dans des principes, politiques, programmes et actions mises en place dans l'entreprise pour répondre à différentes préoccupations des parties prenantes comme l'environnement, la gestion des ressources humaines, la communauté ou les droits de l'homme. Par ailleurs, ils peuvent correspondre à des degrés d'implication différents correspondant à plusieurs niveaux de la PSE.

1.2.6 La rectitude sociétale ou RSE-3

Selon Frederick (1986), le concept de RSE-1 (ou responsabilité sociétale de l'entreprise), après avoir évolué, dans les années 1970 vers celui de RSE-2 (ou sensibilité sociétale de l'entreprise), se serait développé pendant les années 1980 afin de traduire la dimension éthique du comportement de l'entreprise. Ce stade de développement dans la réflexion correspond selon l'auteur au concept de rectitude sociétale de l'entreprise baptisé RSE-3. Pour lui, les trois concepts ne se substituent pas mais coexistent en reflétant chacun des perspectives philosophiques et des utilités institutionnelles distinctes (Frederick, 1986, p. 139). En effet, la RSE-3 correspond à la réintroduction dans le concept de RSE-2 des dimensions éthiques et morales présentes dans le courant de la RSE-1 et délaissées par le concept de RSE-2. Le concept de la RSE-1 tel que développé par les auteurs depuis les années

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

1950 a, selon l'auteur, un aspect normatif dans le sens où il cherche à établir le lien manquant entre l'entreprise et la société en se basant sur des principes moraux. Cependant, les développements du concept de la RSE-1 se sont succédés sans jamais révéler les fondements de ses principes, ce qui lui a valu d'être qualifié de flou et de subjectivité (Frederick, 1986 : 130). Le concept de RSE-2, qui est venu opérationnaliser le concept de RSE-1, est en revanche plus précis et moins philosophique mais il a également totalement mis de côté les questions des origines des valeurs et des principes moraux qui guident la réflexion sur la responsabilité et la sensibilité sociétale de l'entreprise. Selon Frederick (1986), les auteurs qui ont développé le concept de RSE-2 ont préféré adopter une position neutre et positiviste afin d'éviter les interrogations philosophiques et se concentrer sur les questions plus pragmatiques. Leur principal objectif était de développer des réponses concrètes aux pressions en provenance de l'environnement de l'entreprise (Frederick, 1986 : 131). Frederick considère qu'en prenant cette orientation pragmatique, la réflexion est allée dans un mauvais sens. En effet, selon lui : « *cette concentration sur l'efficacité de la réponse sociétale a poussé la réflexion sur la RSE-2 dans des directions où elle n'avait probablement jamais eu l'intention d'aller* » (Frederick, 1986 : 131). Il suggère donc de revenir aux principes moraux et à la « *culture de l'éthique* » afin de définir ce que devrait être la réactivité ou la sensibilité sociétale. « *La réponse sociétale de l'entreprise doit certainement prendre son sens dans ce large contexte de notions morales et pas seulement dans les besoins d'une entreprise et de ses parties prenantes ou dans la capacité de certains groupes à faire mieux que d'autres pour influencer les politiques publiques vers leur propre avantage* » (Frederick, 1986 : 135).

Comme le montre la définition de l'auteur, le concept de rectitude sociétale marie les dimensions morales de l'éthique et les dimensions managériales des affaires (voir encadré 5).

Encadré 5 : La définition de la RSE-3 par Frederick (1986)

« la rectitude sociétale de l'entreprise incarne la notion de la correction morale dans les actions mises en œuvre et les politiques formulées » (Frederick, 1986 : 135)

Il est intéressant de noter que la direction prise par le concept de RSE-3 va en quelque sorte dans le sens contraire de celui de PSE qui se dirige vers une approche plus managériale et plus appliquée de la RSE. Frederick (1986) annonce ainsi le nécessaire retour vers les origines éthiques et morales de la RSE. Quelques années plus tard, l'auteur prolonge sa réflexion dans

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

cette voie en proposant en 1998 un autre concept à travers lequel la recherche des valeurs puise non plus seulement dans l'éthique et la morale mais dans les principes religieux. Ce concept est celui de « Cosmos, Science & Religion » désormais baptisé CSR-4 ou RSE-4.

1.2.7 Le développement durable

Le développement durable (DD) est la traduction de l'expression anglaise de « *Sustainable Development (SD)* ». Née suite aux débats ouverts dans les années 1970 par les Nations Unies et le Club de Rome sur les interactions entre l'écologie et l'économie, la notion est formalisée en 1987 dans le Rapport de Brundtland intitulé « Notre avenir à tous ». Ce rapport rendu par la Commission Mondiale sur l'Environnement et le Développement aux Nations Unies définit le développement durable comme un mode de développement qui permet « *de répondre aux besoins du présent sans compromettre la possibilité pour les générations à venir de satisfaire les leurs* ».

Reprise par les congrès internationaux suivants comme celui de Rio, de Kyoto, de Davos et de Johannesburg, la notion est devenue célèbre dans le monde entier. Si l'on se fie à son utilisation massive dans les milieux politiques, managériaux et académiques, on peut dire que la notion de DD est un véritable succès. Le terme DD est aujourd'hui présent partout, il est associé aux noms de ministères, de rapports d'entreprises, de programmes de recherche et d'associations académiques aussi bien qu'aux noms de certains fonds d'investissement.

La notion de DD est cependant souvent confondue avec celle d'environnement ou de responsabilité sociétale de l'entreprise (Brégeon, 2004 ; Capron & Quairel-Lanoizelée, 2004). Il est donc important de rappeler que les similarités entre le DD et de RSE s'arrêtent à l'idée commune de la nécessité pour l'entreprise de considérer d'autres critères en plus de la performance économique. Ces deux concepts diffèrent totalement par rapport à leurs contextes d'émergence et d'institutionnalisation. Tandis que le concept de la RSE est né progressivement et spontanément et qu'il ne bénéficie d'aucune définition officielle, celui du développement durable a été formulé et défini dans le rapport de Brundtland rédigé par une commission désignée par des Nations Unies. Ensuite, contrairement à la réflexion sur la RSE qui trouve ses origines dans une idéologie morale et éthique, la réflexion sur le développement durable a été suscitée par le constat de la dégradation des ressources naturelles et des conditions de vie humaine.

Dans les années 1970, lors de la première vague de conscience écologique, plusieurs experts montrent alors que croissance et développement peuvent désormais s'arrêter car les ressources

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

naturelles utilisées se dégradent et ne se remplacent pas. Face à ces révélations, les regards se tournent vers la recherche d'un nouveau mode de développement qui peut garantir une croissance économique supportable ou soutenable par la terre et ses habitants : un développement soutenable ou durable.

Le développement « soutenable » est la traduction littéraire de *sustainable development* qui se rapporte ainsi à la possibilité de continuer à se développer sur un plan économique sans détruire le patrimoine de ressources disponibles. Cette traduction est d'ailleurs privilégiée par certains auteurs[12] qui la trouvent plus juste que celle de développement durable qui exprime uniquement la dimension de la pérennité et omet le sens de la capacité de supporter les conséquences du développement. Pour être « soutenable », le développement doit à la fois garantir la continuité (à chaque fois qu'une ressource est utilisée elle doit pouvoir être remplacée) et avoir des conséquences supportables par l'ensemble des parties prenantes (incluant tous les êtres-vivants présents et futurs).

A côté de la définition du rapport Brundtland, le DD dispose d'une définition plus consensuelle se basant sur trois piliers identifiés par plusieurs acteurs internationaux comme « le trépied du développement durable » (Brégeon, 2004). Le DD est ainsi défini comme un mode de développement :

- économiquement viable ;
- socialement équitable ;
- et écologiquement soutenable.

Le « nouveau paradigme du développement durable » (Gélinier, 2004) se base donc sur une triple responsabilité : environnementale, sociétale et économique. Le concept du développement durable ne nie donc pas l'importance de l'aspect économique dans le développement, il est même l'un des piliers de la notion. Il ne s'agit pas de sacrifier les croissances économiques au profit d'une amélioration des aspects environnementaux et sociétaux mais de mener les trois combats en même temps. Cette conception du développement est à la fois séduisante car elle met les trois aspects sur le même pied d'égalité mais déconcertante pour les mêmes raisons également. En effet, dès le moment où aucune des dimensions ne prime sur l'autre, il est fort probable que les décideurs souhaitant adhérer à

[12] La version francophone du rapport Brundtland éditée en 1988 par la maison d'édition québécoise Les Editions du Fleuve utilise le terme développement soutenable, cette traduction est jugée plus proche du sens de l'expression par d'autres auteurs francophones mais l'expression développement durable prédomine désormais.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

une démarche de développement durable se retrouvent face à des dilemmes. Sans établir un ordre de priorité entre les trois responsabilités auxquelles se réfère la notion de DD, il est probable qu'elle reste peu opérationnelle.

1.2.8 La triple bottom line

La *triple bottom line* ou 3BL est un concept transposé des trois composantes du développement durable décrites précédemment, à savoir : l'économie, le social et l'environnement. Par analogie à la *bottom line* qui renvoie dans le langage financier à la dernière ligne du compte de résultat qui représente la perte ou le profit net d'une entreprise, la *triple bottom line* désigne les résultats réalisés dans les trois volets du développement durable. Le concept désigne donc une nouvelle forme de communication pour l'entreprise qui englobe à la fois l'aspect social, environnemental et économique.

Le premier auteur qui fait référence à ce concept est John Elkington qui l'utilise en 1997 dans son livre intitulé « *Cannibals with Forks : the triple bottom line of the 21st century business* » (Crane & Matten, 2007; Norman & MacDonald, 2004). Dans les années qui suivent, l'utilisation du terme est devenue répandue dans les discours de plusieurs groupes d'activistes, de partis politiques, d'ONG ainsi que dans les publications de plusieurs entreprises. Elle a également été reprise par le Global Reporting Initiative et certains gouvernements comme le gouvernement australien qui y fait référence dans un guide publié en 2003 sur la communication sociétale[13]. Cette utilisation massive du concept paraît surprenante lorsque l'on constate qu'il ne bénéficie d'aucune définition claire dans la littérature. En effet, totalement absent dans les travaux académiques, le concept est souvent décrit de manière superficielle dans les différents manuels qui y font référence (Norman & MacDonald, 2004)

Comme le soulignent Norman et MacDonald (2004), le concept de *triple bottom line* renvoie à la communication des résultats sociaux et environnementaux mais ne propose aucune méthodologie qui permette de calculer ces résultats ou de les analyser. Contrairement à la *bottom line* traditionnelle qui se calcule selon des règles comptables et financières admises, personne ne sait à quoi correspond le résultat environnemental ou social d'une entreprise ou la démarche à suivre pour l'obtenir. L'utilisation de ce concept relève ainsi plutôt d'une analogie.

---

[13] Triple Bottom Line Reporting in Australia- A Guide to Reporting Against Environmental Indicators (http://www.environment.gov.au/settlements/industry/finance/publications/indicators/index.html)

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cette analogie entre les concepts de *bottom line* et de *triple bottom line* est néanmoins limitée car le rapprochement entre les résultats économiques et les résultats sociétaux et environnementaux est très difficile à faire. En effet pour obtenir le résultat financier, il est possible de retrancher et d'additionner les coûts et les revenus générés par une entreprise pour obtenir une mesure agrégée. Cette opération est possible car toutes les dimensions prises en compte dans le calcul sont exprimées en unités monétaires. En revanche, les dimensions environnementales et sociales ne s'expriment pas en unités mesurables homogènes et il n'est donc pas possible de les agréger en un résultat unique.

En réalité, la *triple bottom line* exprime deux principales idées, à savoir la mesure de la performance sociétale et la communication de cette performance. Or ces deux idées correspondent à deux concepts existants dans la littérature : la PSE et la communication sociétale (ou *reporting* sociétal). La notion n'apporte effectivement pas d'éclairage supplémentaire par rapport à ces deux concepts. Comme le constatent Norman et MacDonald (2004), si l'idée est de mesurer l'impact d'une entreprise sur l'environnement ou la société, la notion de PSE est dans ce cas plus appropriée (Norman et MacDonald, 2004 : 248-249). En effet, il est possible de décrire la performance sociétale d'une entreprise en dénombrant ses réalisations positives et négatives et en les comparant à ses pairs. Il n'est cependant pas possible de les agréger pour obtenir une mesure semblable au résultat financier ou à une *bottom line*. Par ailleurs, le concept *triple bottom line* n'ajoute rien de nouveau non plus à la notion du *reporting* sociétal définie comme « *la publication par l'entreprise, d'informations sur la manière dont elle appréhende les impacts environnementaux et sociaux de ses activités* » (Capron et Quairel, 2004). La diffusion d'informations sur les aspects extra-financiers par une entreprise est une pratique déjà adoptée par plusieurs entreprises et encadrée par des normes et règles légales dans certains pays (voir 2.2).

1.2.9 La citoyenneté de l'entreprise

Le concept de citoyenneté de l'entreprise (en anglais « *corporate citizenship* ») est parmi les derniers nés des notions mobilisées par la littérature du champ de la RSE. En effet, la plupart des références académiques utilisant ce terme apparaissent vers la fin des années 1990 (Altman, 1999 ; Altman & Vidaver-Cohen, 2000 ; Carroll, 1998 ; Marsden, 2000 ; Matten & Crane, 2005 ; Valor, 2005 ; Waddock, 2000).

Selon Matten et Moon (2005), le concept de citoyenneté d'entreprise est né dans les années 1980 dans les milieux managériaux américains. Il est cependant important de noter que nous

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

retrouvons un terme très proche (le comportement citoyen des organisations) dans des textes académiques datant des années 1980 (Organ, 1988 ; Smith, Organ, & Near, 1983) . En effet, dans leur article intitulé « *Organizational Citizenship Behavior: Its Nature and Antecedents* », Smith, Organ, et Near (1983) sont parmi les premiers à mobiliser le terme de comportement citoyen des organisations (*Organizational citizenship behavior*). Selon ces auteurs, le comportement citoyen inclut au moins deux dimensions distinctes : l'altruisme et la conformité avec les exigences (règles, lois, contrats). Ainsi, ces travaux attribuent des caractéristiques individuelles aux organisations. Or, tout comme le concept d'éthique, le concept de citoyenneté concerne normalement les personnes physiques. Parler d'entreprise citoyenne ou de comportement citoyen d'une organisation revient à considérer celle-ci comme personne morale ayant des droits et des devoirs au sein de la société civile.

D'après Altman & Vidaver-Cohen (2000), la diffusion du concept de citoyenneté d'entreprise dans les milieux managériaux à la fin des années 1990 s'explique par la prise de conscience de la plupart des entreprises de l'existence d'un lien entre le comportement citoyen et la performance financière des entreprises. Notons cependant que cet argument n'est pas propre à la diffusion du concept de citoyenneté mais à tous les concepts du champ de la RSE. Selon Carroll (1998), l'engouement pour ce concept à la fin des années 1990 est plutôt lié à l'appel lancé en 1996 par président Bill Clinton pour plus de citoyenneté de la part des entreprises. En effet, en mai 1996, le président américain sponsorise une conférence sur la citoyenneté à l'université Georgetown à Washington. La conférence est organisée autour de ce que Clinton caractérise par « *les cinq principes de la citoyennté d'entreprise* » qui sont : 1- un lieu de travail favorable à la famille ; 2- la santé et la sécurité pour la retraite ; 3- un lieu de travail sûr et stable ; 4- l'éducation et la formation des employés et 5- un partenariat entre employés et employeur (Hemphill, 1997). A l'occasion de cette conférence, le président Clinton annonce également la création d'un prix annuel récompensant l'entreprise qui fait preuve de pratiques exemplaires sur ces cinq principes : le prix « *Ron Brown Corporate Citizenship Award* ». Nous pouvons donc conclure que la citoyenneté d'entreprise suppose que les firmes privées sont tenues de répondre à un nombre d'attentes sociales qui dépassent les exigences légales. Nénmoins, sous cet angle, il est difficile de voir quelles différences existent entre le concept de la citoyenneté d'entreprise et celui de responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE).

Il n'est cependant pas plus facile de saisir la signification du concept de citoyenneté de l'entreprise à travers la littérature académique car il est souvent repris sans être défini. Peu d'auteurs se soucient d'expliquer le sens de ce nouveau concept et ses apports par rapport à la

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

myriade de notions utilisées dans le champ. Selon Carroll (1999), le concept de citoyenneté d'entreprise peut être conçu de manière plus ou moins large, parfois il exprime le même sens que des notions et des théories qui l'ont précédé et d'autres fois il renvoie à un sens plus étendu (Carroll, 1999 : 290). Ce constat s'applique d'ailleurs à Carroll lui-même. En effet, dans son article de 1998, Carroll définit la citoyenneté d'entreprise exactement de la même manière que celle avec laquelle il définit le concept de RSE dans son article publié en 1979. Dans son article de 1998 intitulé « *the four faces of corporate citizenship* », Carroll décrit le concept comme suit : « *la citoyenneté d'entreprise a une face économique, une face légale, une face éthique et une face philantropique* » (Carroll, 1998 : 1).

Nous constatons que cette définition de la citoyenneté d'entreprise est similaire en tout point à celle qu'il propose pour la RSE une vingtaine d'années plus tôt : « *La responsabilité sociétale de l'entreprise englobe l'ensemble des attentes économiques, légales, éthiques et philanthropiques que peut avoir la société à l'égard d'une entreprise à un moment donné* » (Carroll, 1979 : 500). A partir de là, il est possible de dire que les concepts de RSE et de citoyenneté d'entreprise sont équivalents selon Carroll (1998). Cependant, dans son article de 1991 Carroll suggère que la citoyenneté d'entreprise concerne uniquement le quatrième niveau de la RSE, à savoir : la philantropie d'entreprise. Finalement, les différentes explications données par Carroll laissent perplexes et n'apportent que plus de confusion à la compréhension du concept de citoyenneté d'entreprise.

Devant un tel désordre dans la signification du concept, Matten et Crane (2005) consacrent un article entier pour l'examiner et proposer une définition. Leur investigation leur permet d'élucider deux visions de la citoyenneté d'entreprise : une vision limitée et une vision équivalente. La première correspond à la définition de Carroll (1991) selon laquelle la citoyenneté d'entreprise concerne les activités philantropiques de l'entreprise. Cette vision limitée de la citoyenneté d'entreprise est partagée par plusieurs autres auteurs comme Waddock (2001) ou Fombrun, Gardberg et Barnett (2000). La vision équivalente correspond à celle de Carroll (1998) qui définit la citoyenneté d'entreprise exactement comme il définit la responsabilité sociétale de l'entreprise. Parmi les autres auteurs qui partagent cette vision équivalente nous pouvons citer Maignan, Ferrell, & Hult (1999) et Maignan & Ferrell (2000).

Cependant, selon Matten et Crane (2005), le concept de citoyenneté d'entreprise a une signification plus large que celles attribuées par les visions limitée et équivalente. Cette signification élargie du concept provient de la science politique. Plus particulièrement, Matten et Crane (2005) s'appuient sur la conception de la notion de citoyenneté dans la tradition

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

politique libérale qui caractérise la plupart des sociétés industrialisées. Selon cette approche, la citoyenneté est considérée comme un droit individuel qui se décline, d'après la catégorisation de Marshall (1965), en droits civils, sociaux et politiques. Les droits civils protègent les individus des abus des tierces parties qui ont un pouvoir plus important (notamment le gouvernement). Les droits sociaux garantissent aux individus l'accès à un certain nombre de droits comme l'éducation ou la santé. Enfin, les droits politiques offrent aux individus la liberté de participer à la vie politique via un ensemble de droits comme le droit de vote ou le droit à l'expression. L'acteur clé qui régit tous ces droits est le gouvernement qui assure à ses citoyens la protection de leurs droits individuels. Ces droits ne s'adressent cependant pas directement aux entreprises.

Selon Matten et Crane (2005), considérer l'entreprise comme une entité morale ayant des droits dans la société amène à une vision réductrice de la citoyenneté d'entreprise. En effet, celle-ci n'a pas les mêmes besoins que les individus concernant les droits civils, sociaux et politiques. Pour Matten et Crane (2005), les entreprises ne devraient pas rentrer dans le débat sur la citoyenneté en tant qu'acteurs cherchant à voir leurs droits garantis mais plutôt en tant qu'acteurs puissants aidant les plus faibles à obtenir leurs droits de citoyens. En effet, les entreprises ont une position différente dans la société que les individus car elles disposent d'un pouvoir beaucoup plus étendu et de moyens largement plus importants. Certaines entreprises peuvent en effet avoir une grande influence sur la vie sociale et peuvent parfois même être plus puissantes que certains gouvernements. Par conséquent, les entreprises ne peuvent pas être considérées de la même manière que les individus.

D'après Matten et Crane (2005), les entreprises ont un rôle plutôt similaire à celui du gouvernement concernant la citoyenneté. En effet, il devient de plus en plus fréquent de voir certaines entreprises assurer les fonctions de facilitateurs et de garants à l'accès aux droits individuels. Le gouvernement ne peut plus être considéré comme le seul garant de la citoyenneté à partir du moment où les entreprises jouent un rôle important dans la société (Matten et Crane, 2005 : 171). Les auteurs donnent plusieurs exemples qui illustrent la fonction jouée par certaines entreprises pour aider les individus à accéder à leurs droits de citoyen. Par exemple, certains groupes interviennent au niveau des droits sociaux en mettant en place des programmes pour aider les chômeurs à retrouver des emplois (Mark and Spencer en Grande-Bretagne) ou en finançant la construction d'écoles, de routes et d'hôpitaux (Shell dans plusieurs pays pauvres). D'autre initiatives sont des exemples de soutien de certaines entreprises aux droits civils. Les auteurs citent notamment le rôle joué par General Motors en

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Afrique du Sud durant l'apartheid pour faire pression sur le gouvernement Sud-Africain pour arrêter de violer les droits civils des citoyens noirs. De même, certaines entreprises peuvent avoir un poids important dans la vie politique de certains pays et faire pression afin d'aider les individus à participer plus librement à la vie politique.

Finalement, Matten et Crane (2005) offrent une définition différente du concept de citoyenneté d'entreprise : « *la citoyenneté d'entreprise décrit le rôle de l'entreprise dans l'administration des droits de citoyenneté aux individus* » (Matten & Crane, 2005 : 173). Cette définition s'éloigne des définitions précédentes de la citoyenneté d'entreprise dans le sens où l'entreprise n'est pas considérée comme une entité qui asprire à la citoyenneté mais comme un acteur qui participe activement à son instauration. Selon Matten et Crane (2005), cette définition correspond à une vision élargie de la citoyenneté d'entreprise.

Le tableau suivant résume les différences entre les trois visions du concept de citoyenneté d'entreprise selon Crane et Matten (2007).

Tableau 2 : Les trois visions de la citoyenneté d'entreprise

La citoyenneté d'entreprise	**Vision limitée**	**Vision équivalente**	**Vision élargie**
Idée principale	Philanthropie centrée sur certains projets	Tous les niveaux de la RSE	Participer à la promotion des droits individuels : sociaux, civils et politiques
Principaux groupes de parties prenantes	Les communautés locales, les employés	Une large diversité de partie prenantes	Une large diversité de partie prenantes ; la société d'une manière générale
Motivation	Essentiellement philanthropique ; mais aussi économique lorsque la citoyenneté a un but stratégique	Variée : économique, légale, éthique, philanthropique	Politique
Les fondements moraux	La réciprocité	Le devoir d'être responsable et d'éviter d'endommager la société	Les fondements ne sont pas moraux, ils résultent de changements dans le domaine politique

Selon Matten et Crane (2005), les deux premières visions n'ajoutent rien à la littérature du champ de la RSE tandis que la vision élargie amène de nouveaux fondements à l'idée selon laquelle l'entreprise privée joue dans la société un rôle plus large que le rôle purement économique. En effet, contrairement aux visions limitées et équivalente de la citoyenneté

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

d'entreprise, la vision élargie ne s'appuie pas sur des bases morales mais politiques. Par ailleurs cette vision traduit mieux l'évolution de la conception du rôle de l'entreprise dans la société par le grand public et par l'entreprise elle-même.

Suite à cet examen de l'évolution du champ de la RSE et de ses principales notions, nous proposons d'analyser, à travers la section suivante, l'émergence et la croissance de l'intérêt des investisseurs pour les dimensions sociétales.

Synthèse de section

Issue d'une réflexion moraliste et religieuse, la RSE connaît durant le XXe siècle un développement accompagnant les changements et les nouveaux enjeux de la société, dont notamment, les mouvements politico-socio-économiques, le développement de la firme managériale et les préoccupations écologiques.

Vers la moitié du XXe siècle, l'intérêt académique pour la RSE participe à la diffusion de cette doctrine et à la naissance de nombreux concepts ponctuant l'évolution de la réflexion d'une vision normative à une vision pragmatique. En effet, l'analyse de la succession des écoles de pensée et des concepts du champ de la RSE montre une déviation progressive des débats de questionnements d'ordre philosophique et éthique à des questionnements centrés sur les aspects managériaux et pragmatiques. La logique utilitariste commence alors à primer dans les travaux publiés à partir des années 1970.

Au rythme de la progression de la pensée, les concepts proposés s'éloignent peu à peu des ancrages moralistes caractérisant les premières notions de RSE-1 (responsabilité sociétale de l'entreprise) et d'éthique des affaires et se rapprochent de préoccupations plus pragmatiques. Apparaissent alors les notions de sensibilité sociétale de l'entreprise (RSE-2) et de performance sociétale de l'entreprise (PSE). La première propose une posture plus analytique permettant aux entreprises de mieux cerner les demandes issues de leur environnement et de leurs parties prenantes afin de mieux y répondre. Ensuite la PSE franchit un autre pas vers l'opérationnalisation de la notion de RSE. En effet, la PSE propose d'intégrer la RSE dans un

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

concept plus précis et surtout plus mesurable. Issue d'un ensemble de travaux académiques qui ont participé à le formaliser vers la moitié des années 1970, le concept de PSE se précise progressivement jusqu'aux années 1990. La définition retenue de la PSE s'appuie sur les travaux de Wood (1991a) et de Clakson (1995). Elle considère la PSE comme l'ensemble des efforts (programmes, actions, politiques, etc.) volontaires et tangibles fournis par l'entreprise dans le but de répondre aux attentes de ses parties prenantes.

D'autres concepts sont par la suite apparus pour insister sur des dimensions particulières. Ainsi, les concepts RSE-3 (rectitude sociétale) et de RSE-4 (Cosmos, Science & Religion) proposent un retour vers les origines éthiques et morales de la RSE (Frederick, 1986). Le concept de développement durable apparu dans le rapport de Brundtland insiste sur un mode de développement « soutenable » ou « supportable » par la planète et ses habitants d'un point de vue écologique, social et économique. Quant au concept de « Tripple Bottom Line », il insiste sur l'importance de la communication d'entreprise sur les aspects sociaux et environnementaux en plus des aspects économiques et financiers. Enfin, la citoyenneté d'entreprise souligne le rôle que peut jouer l'entreprise dans la société civile en tant qu'acteur puissant et influant pour aider les citoyens, et notamment les plus faibles à revendiquer leurs droits civils, sociaux et politiques (Matten & Crane, 2005).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2. La RSE gagne les marchés financiers

Après avoir gagné les milieux des affaires et académiques, les débats sur la RSE se sont progressivement frayé un chemin vers les milieux d'investissement. Cette section propose de présenter et d'analyser les principaux véhicules qui ont permis aux critères d'éthique et de responsabilité sociétale de l'entreprise de se refléter dans les pratiques d'investissement.

L'arrivée de la doctrine de la responsabilité sociétale de l'entreprise sur les marchés financiers s'est principalement faite à travers les investisseurs dits « éthiques » ou « socialement responsables ». Ce sont les investisseurs individuels ou institutionnels qui prennent en compte des critères éthiques ou sociétaux dans leurs décisions d'allocation des ressources financières (désormais c'est le terme investisseurs socialement responsables qui sera utilisé dans le reste du texte pour désigner ce type d'investisseurs). Comme nous allons le voir à travers le premier paragraphe, les investisseurs socialement responsables ne forment pas un groupe homogène : différents types de critères et de principes caractérisent leurs processus décisionnels. Néanmoins, ces investisseurs partagent au moins un point commun, celui de ne pas s'arrêter aux critères de rentabilité et de risque pour le choix de leurs portefeuilles d'actifs financiers. En effet, ils sont également attentifs à d'autres critères relevant de l'éthique ou de la responsabilité sociale. Marginal au début du XXe siècle, le nombre des investisseurs socialement responsables s'accroît de manière significative pendant les trois dernières décennies (de Brito, Desmartin, Lucas-Leclin, & Perrin, 2005). L'investissement socialement responsable (ISR) devient alors une forme d'investissement plus courante et plus connue sur le marché. Au sens large, l'ISR est défini comme « *une pratique d'investissement qui intègre des éléments non strictement financiers dans la décision d'allocation des fonds* » (de Brito et al., 2005). En effet, à l'image des investisseurs qui l'adoptent, l'ISR représente différents types de pratiques d'investissement. Historiquement, la pratique de l'ISR s'appuie sur des critères moraux et religieux. Aujourd'hui, l'ISR désigne toute forme d'investissement qui inclut des critères extra-financiers en plus des critères financiers.

Jusqu'au début des années 1990, peu d'organismes d'investissement et de banques classiques proposent ce type d'investissement à leurs clients. En effet, avant les années 1990, les rares banques offrant de l'ISR sont souvent des banques sociales (Russell Sparkes, 2002). L'explosion de la demande de l'ISR au milieu des années 1990 amène plusieurs banques d'investissement et d'organismes de gestion classiques à proposer des fonds d'investissement socialement responsable. Cette étape est décisive dans la mesure où elle caractérise le début

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

de la diffusion de l'analyse des critères ESG dans les milieux d'investissement classiques. L'évolution des pratiques de l'ISR est présentée dans le premier paragraphe (2.1).

Parallèlement à la percée de l'ISR, la diffusion des informations sociétales par les entreprises devient plus importante durant les années 1990. Encouragées par certaines initiatives internationales comme le GRI ainsi que par les agences de notation sociétales, certaines entreprises commencent à communiquer ces informations au marché de manière volontaire. Dès la fin des années 1990, plusieurs pays (majoritairement européens) rendent la communication sociétale obligatoire pour certains types d'entreprises. Visant dans un premier temps principalement les sociétés cotées, cette obligation s'étend progressivement aux petites et moyennes entreprises. Les conséquences ne se font pas attendre, le nombre de rapports extra-financiers publiés par les entreprises enregistre une progression exponentielle à partir du début des années 2000 (KPMG, 2002, 2005, 2008). Cette plus grande disponibilité des informations sociétales constitue probablement un autre levier pour la croissance de l'intérêt des milieux d'investissement aux critères ESG. Nous proposons donc d'analyser dans le troisième paragraphe (2.2) le développement de la communication sociétale des entreprises sur le marché.

La croissance de la demande et de l'offre de l'ISR et des informations sociétales encourage le développement de l'activité de la notation sociétale ou extra-financière dans plusieurs parties du monde. Cette activité consiste à évaluer les entreprises selon des critères ESG[14] et à les noter selon leur niveau de performance sociétale. Apparue dans les années 1970 aux Etats-Unis, la notation sociétale se développe fortement durant les années 1980 dans d'autres régions du monde et particulièrement en Europe (de Brito et al., 2005 ; Fombrun, 1998) . Le développement des organismes spécialisés dans la notation sociétale contribue à promouvoir l'ISR auprès des investisseurs. En effet, la notation sociétale rend les critères de performance sociétale de l'entreprise (PSE) plus intelligibles et permet donc de les inclure plus facilement dans un processus de choix des investissements. D'ailleurs, la plupart des agences de notation sociétale se positionnent sur le marché de l'investissement financier. Pour mieux réussir à pénétrer ce marché, les produits et services offerts par ces agences ont tendance à s'inspirer des outils et pratiques des milieux d'investissement. L'exemple le plus parlant est celui des indices boursiers socialement responsables créés par certains organismes de notation. Ces

[14] Par critères ESG, nous désignons aussi bien les dimensions éthiques que les différents aspects la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

indices incluent les entreprises d'un univers boursier qui sont les mieux classées selon les critères de notation sociétale déterminées par l'agence. Le deuxième paragraphe (2.3) propose un examen du rôle des agences de notation et de leurs produits et services.

Outre l'explosion de la demande et de l'offre des informations sociétales, les années 2000 se caractérisent par une multiplication des initiatives visant l'intégration des dimensions ESG dans l'analyse financière de l'entreprise et les choix d'investissement classiques. A l'origine de ces initiatives, se trouvent essentiellement des associations d'investisseurs institutionnels et de professionnels de l'analyse financière et extra-financière. Le quatrième paragraphe (2.4) propose une analyse des principales initiatives apparues ces dernières années qui tentent de généraliser la prise en compte des critères ESG dans les choix d'investissement.

2.1 L'investissement socialement responsable (ISR)

L'investissement socialement responsable ou l'ISR est le terme le plus utilisé pour désigner les investissements qui sont choisis selon des critères qui ne sont pas purement financiers. Ce terme est la traduction littérale du terme anglais « *socially responsible investment* » (SRI). Il existe cependant d'autres termes retenus pour qualifier cette pratique comme par exemple : investissement responsable, investissement éthique, investissement développement durable, etc. Selon de Brito et al. (2005), le choix de l'un de ces termes plus ou moins équivalents dépend des circonstances historiques et de la motivation du groupe qui l'adopte. En effet, les pratiques et les appellations de l'ISR ont beaucoup évolué depuis sa naissance au début du XXe siècle aux Etats-Unis à nos jours. Désormais plusieurs approches coexistent aujourd'hui dans la conception de l'ISR, certains restent fidèles aux premières formes d'ISR, d'autres s'en écartent de manière plus ou moins importante. En plus des différences d'approche dans la sélection des titres, chaque gestionnaire s'appuie sur un processus différent pour constituer son portefeuille. Aujourd'hui, forts de leur hétérogénéité, les pratiques de l'ISR connaissent un essor sans précédent parmi les investisseurs. En effet, marginal durant la première moitié du XXe siècle, le montant des encours investi selon une approche ISR représente aujourd'hui une proportion significative du montant total des actifs gérés sur les principaux marchés mondiaux. Ainsi, selon Eurosif (2008), les montants globaux investis à travers le monde dans l'ISR atteignent en 2008 approximativement 5000 milliards, soit une proportion qui se situe entre 10 et 15% des montants totaux sous gestion sur les marchés. Dans les paragraphes suivants nous présentons d'abord l'émergence de l'ISR et sa diffusion, ensuite l'évolution des

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

formes d'ISR et des termes utilisés pour les désigner, et enfin les caractéristiques des pratiques de l'ISR sur le marché.

2.1.1 L'ISR : naissance et diffusion

Tout comme le concept de la responsabilité sociale de l'entreprise, la naissance de l'ISR est la conséquence d'une réflexion d'ordre moral et religieux. En effet, selon plusieurs auteurs, les premières pratiques d'ISR sont apparues au sein de congrégations religieuses entre le XVIIIe et le début du XXe siècle aux Etat-Unis (de Brito et al., 2005 ; Déjean, 2004 ; Entine, 2003 ; Kinder & Domini, 1997 ; Louche, 2004 ; Louche & Lydenberg, 2006). D'après ces auteurs, l'ISR débute vers le XVIIIe siècle parmi la communauté de la société religieuse des amis (les quakers) installée aux Etats-Unis. Souhaitant vivre en harmonie avec leurs convictions religieuses, les quakers décident de bannir de leurs investissements certains secteurs liés aux vices et à la violence comme l'alcool, les jeux du hasard, l'armement et l'esclavage. Le mouvement commence à s'institutionnaliser vers le début du XXe siècle avec la création des premiers fonds éthiques par des investisseurs non liés à des organisations religieuses. Le premier fonds de ce type est le « *Pioneer Fund* », créé en 1928 par Philip L. Carret à Boston (Cory, 2001 ; Déjean, 2004 ; Entine, 2003 ; Louche & Lydenberg, 2006). Ce fonds exclut les valeurs ayant un lien direct ou indirect avec des activités considérées non éthiques comme la production et la vente de l'alcool, du tabac et de la pornographie. Bien que non lié à une organisation religieuse, ce fonds encourage plusieurs Eglises américaines, jusque là réticentes aux investissements financiers, à investir une partie de leurs fonds sur le marché financier.

Pendant plusieurs décennies, les fonds éthiques restent prioritairement la cible d'investisseurs religieux refusant d'investir dans les « actions du péché » (*sin stocks*). La religion reste par ailleurs le premier moteur de la diffusion des pratiques de l'ISR en dehors des frontières américaines. En effet, dans plusieurs pays européens, les premiers fonds d'investissement éthiques ont été initiés sous l'impulsion de groupes religieux. C'est le cas par exemple du premier fonds éthique suédois, Ansvar Aktiefond Sverige, créé en 1965 par l'Eglise suédoise et des premiers fonds lancés par l'Eglise Allemande comme KD Fonds Öko-Invest. De même, le premier fonds éthique français, Nouvelle Stratégie 50, est lancé en 1983 par Sœur Nicole Reille, économe de la Congrégation Notre-Dame, avec la banque d'affaire Financiere Meeschaert.

Pourtant dès la fin des années 1960, l'ISR commence à se diriger vers sa version moderne tournée vers des problématiques dépassant le cadre religieux. En effet, le climat

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

politique et social d'après guerre, caractérisé par la naissance de plusieurs mouvements de protestations (voir section précédente : 1.1.4), encourage l'apparition d'une nouvelle forme de militantisme à travers les choix d'investissement. Selon Vogel (1978), Ralph Nader et Saul Alinsky sont parmi les premiers activistes américains à promouvoir le militantisme à travers l'ISR. L'influence de ces leaders d'opinion sur les pratiques de l'ISR est considérable. Tout d'abord, à partir des années 1970, l'ISR commence à se diffuser dans des sphères plus larges d'épargnants et à couvrir des thèmes plus divers. Ensuite, durant cette même période les motivations des investisseurs socialement responsables commencent à s'éloigner des considérations purement morales de leurs ancêtres et à s'orienter vers des préoccupations plus sociétales (Louche & Lydenberg, 2006 ; Sparkes, 2001). L'objectif des nouveaux investisseurs n'est plus uniquement de détenir des portefeuilles de titres en cohérence avec leurs valeurs personnelles mais aussi de créer des moyens de pression sur les entreprises. L'ISR est devenu une nouvelle forme d'activisme pour les nouvelles générations d'investisseurs socialement responsables souhaitant forcer le dialogue avec les dirigeants des entreprises sur les dimensions environnementales et sociales (Louche & Lydenberg, 2006 : 7).

L'opposition à la guerre au Vietnam constitue l'un des principaux mouvements qui animent les activistes dans les années 1970. Plusieurs campagnes de boycott sont lancées, notamment par les investisseurs, contre les entreprises qui fabriquent des armes ou des substances chimiques utilisées par l'armée américaine contre les vietnamiens. C'est ainsi par exemple que le groupe Monsanto, spécialisé dans les biotechnologies végétales, se trouve visé par des activistes opposés à la fabrication du défoliant dit « Agent Orange » utilisé par les militaires américains pour anéantir les forêts et détruire les récoltes au Vietnam. Ces militants lancent alors une campagne de boycott des titres Monsanto. D'autres mouvements comme les mouvements anti-apartheid en Afrique du Sud et des droits sociaux aux Etats-Unis entrent également dans les préoccupations des investisseurs socialement responsables à partir de la fin des années 1960 (Kinder & Domini, 1997). En effet, de nombreux fonds américains sont créés à cette époque pour défendre ces causes comme par exemple le *Pax Fund* né 1971 et le *Dreyfus Third Century Fund* lancé en 1972. En Europe, le premier fonds éthique de la « nouvelle génération » est le *Friends Provident Steawardship Fund* créé en 1984 en Grande-Bretagne.

Vers la fin des années 1980 et le début des années 1990, les thèmes de l'environnement et du développement durable deviennent omniprésents dans les débats de société suite à certaines catastrophes écologiques qui ont secoué l'opinion publique comme Bhopal en 1984,

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Tchernobyl en 1986 ou Exxon-Valdez en 1989. Par conséquent, dès le début des années 1990, les enjeux écologiques font partie des préoccupations majeures des investisseurs socialement responsables (Déjean, 2004 ; Louche & Lydenberg, 2006). D'après Louche & Lydenberg (2006), les enjeux environnementaux trouvent néanmoins un plus grand succès chez les investisseurs européens que chez leurs homologues américains. En effet, contrairement aux fonds ISR européens, relativement peu de fonds ISR aux Etats-Unis adoptent le thème de l'environnement. En Europe, l'essor des fonds environnementaux contribue à la croissance du marché ISR européen pendant les années 1990.

Parallèlement, l'intérêt suscité par la notion du développement durable en Europe contribue progressivement à l'élargissement des dimensions utilisées dans l'ISR (Louche & Lydenberg, 2006: 8). En effet, le concept de développement durable invite à se préoccuper simultanément des dimensions environnementales, sociales et économiques (voir 1.2.7). Cette extension des critères retenus dans la conception des portefeuilles ISR dans les années 1990 va jusqu'à intégrer la voix de parties prenantes peu représentées jusque là dans l'ISR, à savoir les actionnaires. Leur intégration dans les pratiques de l'ISR se fait principalement par le biais du thème du gouvernement d'entreprise (ou gouvernance). Plus précisément, la prise en compte des actionnaires dans les pratiques de l'ISR correspond à deux principales évolutions dans les débats de société. La première est de considérer les enjeux économiques comme importants pour la Société entière et non seulement pour les investisseurs. En effet, comme le souligne le concept de développement durable, sans être rentable, une entreprise n'est pas viable et par conséquent est démunie de tout potentiel sociétal.

La deuxième évolution correspond à la montée en puissance des débats sur le gouvernement d'entreprise dans les milieux managériaux. Bien que faisant partie des problématiques académiques depuis plusieurs décennies (Alchian & Demsetz, 1972 ; Berle & Means, 1932 ; Jensen & Meckling, 1976), le gouvernement d'entreprise ne connaît son essor dans les milieux managériaux que dans les années 1990. Ceci est probablement lié à la découverte des premiers grands scandales financiers au début des années 1990. En effet, un climat de doute s'est installé après la révélation de certaines affaires comme l'affaire Maxwell en 1991 - considérée à l'époque comme le « scandale financier du siècle » (de Jacquelot, 1991)- ou l'affaire de la Bank of Credit and Commerce International (BBCI) qui a éclaté la même année. C'est dans ce climat de baisse de confiance dans le reporting financier et dans les organes de direction des entreprises que débutent les premiers débats et rapports managériaux officiels autour de la gouvernance. En une période restreinte, plusieurs groupes de travail

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

composés de chefs d'entreprises et d'investisseurs sont organisés dans plusieurs pays (Etat-Unis, Grande-Bretagne, France, Belgique, etc.). En résultent plusieurs rapports sur le gouvernement d'entreprise comme *Principles of Corporate Governance* paru en 1992 aux Etats-Unis, les rapport Cadbury et Greenbury parus en 1992 et 1995 respectivement aux en Grande-Bretagne, les rapports Viénot I et II parus en 1992 et 1995 en France, etc. Ces rapports donnent lieu à plusieurs recommandations visant à rétablir l'ordre et la confiance dans la gestion des firmes managériales notamment à travers le renforcement du rôle des organes de contrôle et de la qualité de l'information diffusée aux actionnaires. Dès la fin des années 1990, plusieurs fonds ISR, comme le fonds Europe Gouvernance lancé par IDEAM en 1998 et le fonds AGF Aequitas créé en 2001, mettent alors explicitement l'accent sur le gouvernement d'entreprise.

Les années 2000 se caractérisent par une diffusion à grande échelle de l'ISR dans les milieux d'investissement. Deux principales évolutions marquent la fin des années 1990 et le début des années 2000 : la multiplication des organismes de gestion qui offrent l'ISR et le passage de l'ISR d'un mode d'investissement militant et éthique à un mode d'investissement visant la réalisation d'une meilleure performance financière. La croissance des encours ISR vers le milieu des années 1990 encourage plusieurs banques d'affaires et de gestionnaires de fonds traditionnels à s'orienter vers l'ISR. Plusieurs équipes de gestion ISR se constituent dans les principales places financières du monde (New York, Londres, Paris, Bruxelles, Tokyo, etc.) à l'image des équipes de gestion d'actifs classiques. Nous assistons alors à la professionnalisation du métier de l'ISR avec l'apparition des premiers analystes et gérants ISR au sein des plus grandes maisons de gestion d'actifs (Dexia AM en 1996, UBS Global AM et Fortis Investments en 1997, HSBC Global AM en 1998, BNP Paribas IP en 2002, etc.). L'ISR commence se dirige désormais vers une activité à caractère plus commercial que militant ou éthique (Déjean, Gond, & Leca, 2004 ; Louche, 2004 ; Louche & Lydenberg, 2010).

Les scandales financiers des années 2000, comme les affaires Enron en 2001, Worldcom en 2002 ou Parmalat en 2003, contribuent à renforcer l'intérêt des investisseurs pour le gouvernement d'entreprise et les indicateurs qualitatifs de bonne gestion. En effet, à partir des années 2000 plusieurs investisseurs institutionnels rejoignent le mouvement de l'ISR. Consternés par les pertes collossales subies suite aux scandales financiers et l'éclatement de la bulle internet, plusieurs d'entre eux décident d'envisager différemment leurs processus de choix d'investissements. Certains investisseurs institutionnels décident alors de regarder de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

plus près des domaines susceptibles de garantir une performance financière et économique à moyen et long terme, en l'occurrence les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Parmi les investisseurs pionniers dans ce domaine, le fonds de pension *Norway Petroleum* qui décide en 2001 d'adopter une démarche ISR. De même, les fonds de pension français FRR (Fonds de Réserve pour les retraites) et ERAFP (Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique) s'engagent en 2003 et 2004 à attribuer leurs mandats de gestion selon des critères d'ISR. L'implication des investisseurs institutionnels européens dans l'ISR s'accroît progressivement durant les années 2000 notamment grâce aux pressions et encouragements de certains organismes gouvernementaux et non-gouvernementaux. En effet, à partir de 2000, nous assistons à une vague de nouvelles réglementations en Europe qui obligent les fonds de pensions à communiquer sur leurs stratégies d'investissement et à indiquer comment ils intègrent les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d'investissement. En outre, les Nations Unies, à travers les Principes d'Investissement Responsable (PRI) lancés en 2006, tentent d'amener les investisseurs institutionnels à intégrer les critères de responsabilité sociale dans leurs processus d'investissement. Ces différentes initiatives visant une généralisation de l'ISR à l'ensemble des investisseurs institutionnels sont analysées plus en détail dans le paragraphe 2.1.5.

Ainsi, l'évolution et la diffusion de l'ISR est fortement liée aux débats de société et au contexte ambiant marquant les préoccupations des investisseurs. Ces différentes phases d'évolution de l'ISR sont accompagnées de modifications sémantiques et de progressions importantes dans les pratiques de l'ISR que nous analysons dans les paragrapes suivants.

2.1.2 L'ISR : une multitude d'approches

Parallèlement à la diffusion et à l'expansion de l'ISR, les pratiques de choix des actifs par les investisseurs socialement responsables ont changé. Initialement basées exclusivement sur l'exclusion des secteurs qui ne correspondent pas aux valeurs des investisseurs, les pratiques de l'ISR deviennent progressivement plus diversifiées. Aujourd'hui, l'ISR s'articule autour de différentes approches de sélection de titres. Principalement, nous distinguons deux catégories d'approches : celles fondées sur le filtrage des entreprises selon des normes précises et celles qui privilégient d'autres types de pratiques. Dans la catégorie que nous appelons « approches de filtrage », certaines s'appuient sur le boycott des entreprises qui ne correspondent pas aux valeurs de l'investisseur socialement responsable (approche négative) ; d'autres préfèrent

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

comparer les entreprises entre elles pour choisir celles dont le comportement est relativement plus satisfaisant (approche positive *ou best-in-class*) ; et d'autres encore se focalisent sur un enjeu en particulier (approche thématique). En dehors de cette première catégorie, il existe deux principales approches distinctes. La première voit l'ISR comme un mode d'investissement qui consiste à influencer les décisions dans les entreprises. Elle s'appuie donc sur l'exercice des droits de vote en assemblée générale des actionnaires et le dialogue avec les dirigeants des entreprises afin de les interpeller et les sensibiliser à l'importance aux enjeux extra-financiers (approche engagement actionnarial). La deuxième conçoit l'ISR comme un mode d'investissement visant à aider les projets sociaux par le biais de l'investissement ou du don d'une partie des bénéfices de l'investissement (l'investissement communautaire).

Ces différentes approches sont présentées dans les paragraphes ci-dessous.

2.1.2.1 L'approche d'exclusion

Cette approche correspond à la forme la plus ancienne de l'ISR. On parle généralement d'approche négative ou d'exclusion, de filtrage négatif ou encore de screening négatif. En anglais, les termes communément utilisés pour désigner cette approche sont « *negative screening* » ou « *exclusion* ». La méthodologie d'investissement selon cette approche s'appuie sur l'utilisation d'un filtre négatif ou d'exclusion. L'idée est d'écarter de l'univers d'investissement les entreprises dont les activités ou les pratiques ont un caractère controversé. Les critères d'exclusion les plus anciens se rapportent aux activités et pratiques en contradiction avec les valeurs religieuses ou éthiques comme l'alcool, le tabac, les jeux de hasard, l'armement, la pornographie ou l'esclavage. Pour les personnes attachées au respect de règles morales et religieuses, cette méthode permet d'investir sur le marché tout en « purifiant » les investissements d'un ensemble de titres « souillés » ou « moralement répréhensibles». D'autres critères d'exclusion se rajoutent ensuite au fur et à mesure de l'évolution des préoccupations de la société. Par exemple, au début des années 1970, apparaissent aux Etats-Unis de nouveaux filtres liés à l'énergie nucléaire, l'environnement ou encore l'avortement et la contraception. Durant les années 1980-1990, d'autres critères d'exclusion liés au non-respect des droits de l'homme et des droits des travailleurs font surface. Ainsi, différents critères d'exclusion pratiqués en ISR existent aujourd'hui. Le tableau 3 ci-dessous résume les filtres les plus utilisés de nos jours par les investisseurs.

Tableau 3 : Les principaux filtres des référentiels d'exclusion

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(D'après de Brito et al., 2004)

Filtres sur les activités	Filtres sur les pratiques
- Tabac - Alcool - Electricité et déchets nucléaires - Armement - Production d'OGM	- Corruption - Blanchiment d'argent sale - Manipulation politique - Violation des droits sociaux - Violation des droits de l'homme - Violation des droits syndicaux - Fraudes fiscales - Manque de transparence - Pollution - Discrimination raciale, sexuelle, religieuse - Travail des enfants - Recours au travail forcé

Comme nous pouvons le constater à travers ce tableau, la plupart des filtres adoptés par les premiers investisseurs responsables en référence à la religion comme l'alcool, le tabac et l'armement continuent à figurer dans la liste des principaux filtres utilisés de nos jours. D'autres filtres comme les violations des droits de l'homme et la discrimination raciale sont la nouvelle expression d'une face sombre de l'humanité autrefois cristallisée à travers les pratiques d'esclavage également bannies par les communautés religieuses qui ont fondé l'ISR.

Cependant, il est important de noter que les choix de ces filtres ne s'appuient plus toujours sur des raisons religieuses mais plutôt sur des raisons sociétales. Comme le soulignent Louche et Louche & Lydenberg (2006), les motivations des investisseurs socialement responsables ont changé au fil des années même si parfois il semble qu'ils défendent les mêmes idées. Par exemple, en continuant à exclure le tabac, les investisseurs responsables modernes ne le font pas parce qu'ils jugent que c'est un produit morablement répréhensible (comme leurs prédécesseurs religieux) mais plutôt parce qu'ils pensent que les industries du tabac tirent des profits en imposant à la société des coûts inacceptables (Louche & Lydenberg, 2006 : 5). En effet, comme le fait remarquer Sparkes (1995), l'ISR moderne se caractérise par une réflexion qui s'appuie plus sur des enjeux sociétaux que sur des enjeux religieux et moraux. D'ailleurs, les changement sémantiques dans la désignation des fonds, traduisent bien cette réorientation dans la conception de l'ISR. Ainsi, jusqu'au début des années 1980 la dénomination la plus répandue pour désigner les fonds ISR est « fonds éthique». Durant les années 1980-1990, d'autres désignations commencent à apparaître comme « fonds responsable », « fonds socialement responsable » ou « fonds développement durable ». Ces termes traduisent les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

motivations et la vision des investisseurs qui au-delà des principes d'éthique, adhèrent à une approche de responsabilité « sociale » ou « globale » de l'entreprise ou à un mode de développement « durable ».

Dans tous les cas et quelles que soient les motivations et les filtres appliqués, la sélection négative s'appuie sur une recherche préalable afin de repérer les entreprises à éliminer du portefeuille d'actifs. Selon le degré de rigueur souhaité par l'investisseur, la recherche pose un certain nombre de limites dans la sélection des titres éliminés. Par exemple, certains fonds ne se contentent pas uniquement de vérifier les activités et pratiques de l'entreprise, ils vérifient également ses participations financières dans d'autres firmes. Dans certains cas, il suffit qu'une entreprise tire une partie de son chiffre d'affaires d'une valeur « non-convenable » pour être éliminée de l'univers d'investissement. Par exemple, *Pictet Funds* élimine systématiquement de son fonds *European Sustainable Equities* toute valeur dont 5% du chiffre d'affaires provient des secteurs suivants : tabac, énergie nucléaire, armement, pornographie et jeu.

Avec la croissance du nombre de valeurs sur le marché et des participations croisées entre les entreprises, de plus en plus de gestionnaires de fonds ISR de sélection négative s'appuient sur des équipes spécialisées pour le filtrage des titres et la constitution de leur portefeuilles. Selon la taille et la stratégie du fonds, cette équipe peut être interne ou externe à l'entreprise. En effet, certains gestionnaires disposent de leur propre équipe d'analystes ISR, d'autres s'appuient sur les services de consultants ou d'agences de notation extra-financières.

Ainsi, la méthodologie des fonds ISR de sélection négative évolue dans le temps selon les principes et les attentes des investisseurs. A côté de l'évolution de cette première forme d'ISR, d'autres méthodologies de choix d'investissement socialement responsable sont apparues au fur et à mesure des changements de la conception de l'ISR et de la diffusion de ce type d'investissement dans différentes parties du monde.

2.1.2.2 L'approche de sélection positive

Contrairement à l'approche d'exclusion, l'approche de sélection positive ou *best-in-class* ne rejette *a priori* aucune activité en particulier. Il s'agit d'une philosophie de choix d'investissement totalement différente de celle de l'exclusion dans la mesure où il ne s'agit pas de bannir systématiquement un ensemble de titres de ses investissements mais d'investir dans les entreprises qui ont un meilleur comportement que les autres vis-à vis de la société. Selon l'approche *best-in-class*, quelque soit son secteur d'activité une entreprise peut être

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

éligible au choix d'investissement à partir du moment où elle répond mieux que les autres aux attentes sociales. Ainsi, la méthodologie de sélection positive des titres s'apparente plus aux concepts de sensibilité sociale et de performance sociale de l'entreprise qu'à ceux d'éthique ou de responsabilité sociale de l'entreprise (analysés dans la première section de ce chapitre). En effet, avec cette approche de sélection, les déterminants de l'ISR s'éloignent encore plus des conceptions philosophiques et idéologiques pour obéir à une conception plus pragmatique et plus mesurable des attentes sociales vis-à vis de l'entreprise privée.

La sélection positive ou le screening positif des titres repose sur une analyse des forces et des faiblesses des entreprises par rapport à un ensemble de domaines définis selon la conception dominante de la performance sociale de l'entreprise. Les critères les plus répandus pour évaluer les entreprises concernent l'environnement, l'éthique, la gouvernance et les relations avec la communauté et les ressources humaines. Cependant, les différences culturelles créent parfois une forte diversité des choix des critères d'évaluation. En effet, comme le soulignent plusieurs auteurs (Bowen, 1953 ; Carroll, 1979; Padioleau, 1989), la notion de responsabilité sociale de l'entreprise est loin d'être universelle, sa conception dépend des attentes de la société vis-à-vis de l'entreprise à un contexte et un moment donnés. Ce constat se vérifie à travers les choix des critères positifs les plus utilisés dans les différents pays résumé dans le tableau 4 ci-dessous.

Tableau 4 : Les principaux filtres des référentiels d'exclusion (D'après de Brito et al., 2004)

Pays	Principaux critères positifs utilisés
Etats-Unis	Communautés, discriminations, mécénat
Grande Bretagne	Mécénat, éthique, gouvernement d'entreprise
Allemagne	Environnement
Pays Scandinaves	Environnement et droits de l'homme
France	Ressources humaines
Japon	Environnement
Brésil	Environnement et inégalités sociales
Afrique du Sud	Environnement, SIDA et communautés
Belgique	Ressources humaines
Australie	Environnement et communautés aborigènes

Il n'est pas étonnant de voir dans ce tableau que certains critères soient privilégiés à d'autres dans certains pays selon leur contexte et histoires particulières. Chaque pays a en effet tendance à se focaliser sur les principaux enjeux de sa société. Ainsi, dans un pays marqué par

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

une longue histoire de luttes ethniques et raciales et par une forte progression de l'épidémie du SIDA comme l'Afrique du Sud, l'ISR est particulièrement attentif à des problématiques comme les communautés et le SIDA. De même, dans un pays à forte tradition socialiste comme la France, le comportement vis-à-vis des ressources humaines représente le critère le plus important dans l'évaluation de la performance sociétale des entreprises.

La sélection des entreprises selon des critères positifs suppose d'évaluer préalablement des entreprises selon les critères retenus, de les classer et de choisir enfin celles qui obtiennent les meilleurs résultats. Chez les professionnels de gestion ISR cette procédure correspond à ce qu'on appelle l'analyse extra-financière de l'entreprise. Dans certaines maisons de gestion, ce type d'analyse est assuré en interne par une équipe d'analystes ISR ou extra-financiers et dans d'autres cette fonction est externalisée. Dans ce dernier cas, le gestionnaire de fonds s'appuie uniquement sur les résultats de l'analyse fournie par un organisme externe, en général une agence de notation extra-financière, pour choisir les titres de son portefeuille.

2.1.2.3 L'approche thématique

L'approche thématique est, comme son nom l'indique, une approche qui se focalise sur un thème ou un enjeu en particulier pour le choix des valeurs incluses. En quelque sorte, il s'agit d'appliquer à la fois un filtre négatif pour exclure toutes les valeurs qui ne correspondent pas à ce thème et ensuite un filtre positif pour choisir parmi les valeurs restantes celles qui correspondent le plus à la logique du thème retenu. Parmi les principaux groupes de thèmes, les plus retenus sont le thème environnemental, le thème gouvernance et le thème social. A l'intérieur de chaque groupe, nous pouvons trouver une multitude de « sous-thèmes ». Par exemple, autour de l'environnement, nous pouvons trouver des fonds thématiques sur l'eau, sur les énergies renouvelables, sur le traitement des déchets, sur le vieillissement de la population, etc.

Le nombre de fonds thématiques enregistre un fort développement à partir de la fin des années 1990, notamment grâce à la croissance de l'intérêt des investisseurs pour des sujets comme le gouvernement d'entreprise ou le développement durable. Certains choisissent une thématique large alors que d'autres se focalisent sur un thème plus précis ou un « sous-thème ». Par exemple, le fonds UBS Global Innovators, créé en 2001 par UBS GAM, est un fonds thématique investi en actions d'entreprises dont les produits ou services sont liés à l'environnement, l'alimentation ou la santé. En revanche, le fonds thématique Oddo Ecosolaire, lancé par Oddo AM en 2009, a une stratégie plus restrictive consistant à investir

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

dans les secteurs des énergies renouvelables et principalement dans le domaine de l'énergie solaire.

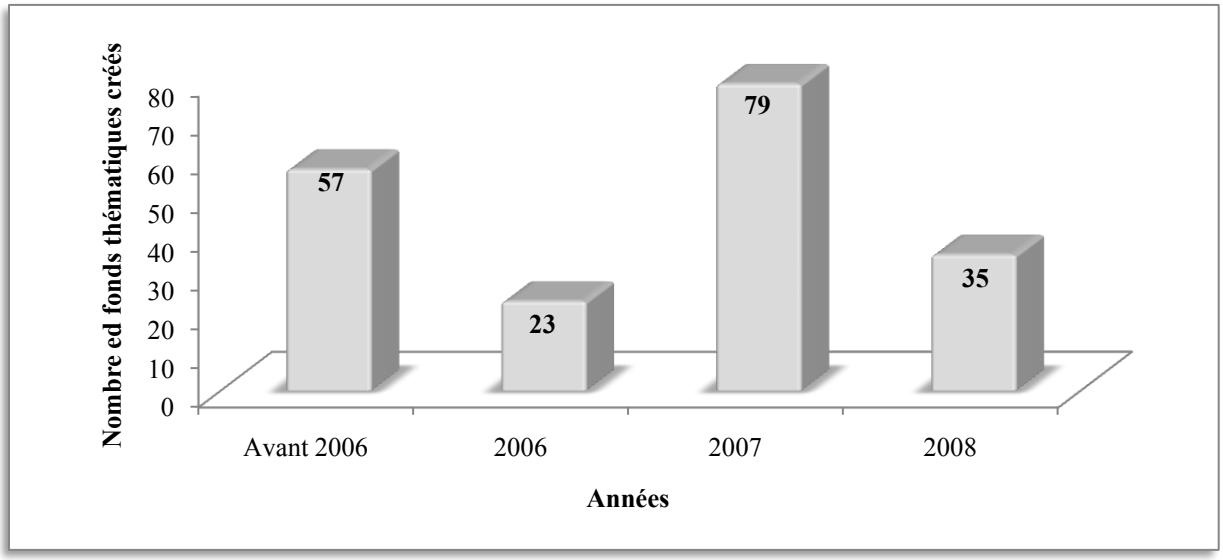
Les fonds thématiques commencent cependant à susciter des débats concernant leur positionnement ISR (Novethic, 2008). En effet, la stratégie de certains fonds thématiques semble plus proche d'une approche purement financière que d'une approche ISR. Autrement dit, certains fonds thématiques semblent être créés uniquement dans le but de profiter de la croissance exceptionnelle d'un secteur ou d'une activité à un moment donné. En effet, l'étude de Novethic (2008) montre que sur un panel global de 194 fonds thématiques environnementaux, 112 ne font l'objet d'aucune analyse ou sélection ESG ou éthique. Ils sont choisis uniquement pour leur appartenance à un secteur ou une activité qui touche à l'environnement. Ces fonds ne sont par conséquent pas considérés comme fonds ISR par Novethic pour qui il ne suffit pas que le thème d'un fonds touche à une problématique environnementale pour appartenir à la catégorie de l'ISR. Novethic, ne définit cependant pas clairement les conditions qui doivent être réunies pour qualifier un fonds d'ISR.

Ce débat est intéressant car il montre la faiblesse de la définition de l'ISR. Ce concept évolutif ne dispose en effet d'aucune définition institutionnelle qui précise clairement son contenu et ses contours. Ce flou laisse par conséquent à tout gestionnaire de fond le loisir de concevoir son portefeuille ISR à sa guise. Ainsi, rien n'empêche certains d'entre eux de donner l'appellation ISR à un fonds thématique environnemental alors que le thème est choisi uniquement pour son attractivité du moment et son potentiel financier. Autrement dit, ce thème peut être retenu par un gérant de fonds comme n'importe quel autre thème potentiellement porteur dans un contexte donné (exemple : les valeurs nouvelles technologies à la fin des années 1990). D'ailleurs, d'après Novethic (2008), la plus grande partie des fonds thématiques environnementaux européens est apparue entre 2006 et 2008, autrement dans un contexte très favorable aux investissements liés aux domaines de l'environnement (voir figure 3 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 5 : Evolution du nombre de fonds thématiques environnementaux créés en Europe (d'après Novethic, 2008)



D'après ce graphique, plus de 70% des fonds thématiques environnementaux existant à la fin de l'année 2008 ont été lancés à partir de 2006. Plus particulièrement, la plus forte croissance en termes de création de fonds thématiques est enregistrée en 2007. Cette année correspond au début d'une phase où les enjeux environnementaux atteignent un degré d'intérêt très important au sein des communautés politique et économique et où les technologies environnementales commencent à trouver des modèles économiques rentables (Novethic, 2008). En 2008, malgré le climat économique défavorable, le nombre des fonds thématiques environnementaux continue à croître à un rythme important en comparaison avec les années précédant 2007. Ces constats conduisent à conclure que l'engouement des investisseurs pour les entreprises constituant ces fonds est probablement lié à leur potentiel d'enregistrer un fort degré de croissance. Cela ne permet cependant pas *a priori* d'exclure les fonds thématiques de la catégorie des fonds ISR. En effet, même si la principale ambition de ces fonds s'avère financière, il est possible de les considérer socialement responsables pour le soutien qu'ils apportent malgré tout à des causes sociétales.

2.1.2.4 L'approche d'engagement actionnarial

L'engagement actionnarial (*shareholder advocacy* en anglais) est une pratique relativement nouvelle dans l'investissement socialement responsable. Il s'agit de l'exercice des droits de dialogue, de vote et de proposition par un actionnaire, ou un groupe d'actionnaires, dans le but d'influencer le management d'une entreprise. Ce type de pratiques n'est pas nouveau en soi, il est utilisé par des investisseurs individuels pionniers dans le domaines de l'activisme

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

actionnarial depuis les années 1940 aux Etats-Unis (Marens, 2003). Ce qui est nouveau, c'est de voir un nombre important d'investisseurs qui utilisent leurs droits d'actionnaires pour défendre des causes sociétales. En effet, durant la dernière décennie, un nombre croissant d'investisseurs socialement responsables essaie d'engager un dialogue avec les dirigeants pour les inciter à améliorer leurs pratiques sociales et environnementales des entreprises (Louche & Lydenberg, 2010) . D'après Eurosif (2008), les encours des fonds d'engagement actionnarial ont enregistré une croissance de 37% entre 2005 et 2007 en Europe.

L'approche de l'engagement actionnarial est différente des approches de l'ISR décrites plus haut dans la mesure où elle ne consiste pas à choisir des titres selon un standard particulier. Il s'agit d'investir dans des entreprises dans le but de pouvoir utiliser ses droits d'actionnaires pour interpeller les dirigeants par rapport à des problématiques particulières relevant du domaine environnemental, social, ou autres. Selon Louche et Lydenberg (2010), l'engagement actionnarial s'appuie sur trois principales modalités. La première est de voter lors des assemblées générales d'actionnaires les résolutions relatives à des dimensions ESG. La deuxième est d'être force de proposition de ce type résolutions. Et la troisième consiste à engager un dialogue avec les dirigeants des entreprises sur les enjeux sociétaux par rapport auxquels les investisseurs estiment qu'il y a des efforts ou des améliorations à faire. Parmi ces trois modalités, la proposition de résolution est considérée comme l'outil le plus direct d'activisme actionnarial (Louche & Lydenberg, 2010 ; Serret, 2004).

L'utilisation des droits actionnariaux pour défendre des causes sociétales a émergé vers la fin des années 1940 aux Etats-Unis (Marens, 2003 ; Serret, 2004). Cette pratique a cependant mis du temps pour se diffuser dans les milieux de l'ISR. Selon Marens (2003), trois figures emblématiques marquent les débuts de l'engagement actionnarial aux Etats-Unis : Lewis Gilbert, Wilma Soss et James Peck. Malgré les profils différents de ces trois pionniers de l'activisme actionnarial, leurs efforts ont contribué à l'instauration d'une nouvelle tradition d'engagement actionnarial. Riche héritier américain, Lewis Gilbert fructifie la fortune de sa famille en investissant dans les entreprises cotées. Son combat en tant qu'investisseur individuel visait principalement une meilleure gestion des entreprises dans le but de garantir un bon retour sur investissement via les dividendes perçus. Il est parmi les premiers investisseurs individuels à utiliser ses droits d'actionnaire pour poser des résolutions lors des assemblées générales (AG). Son engagement et son entêtement lui permettent même de faire avancer les règlements généraux de la SEC pour renforcer l'activisme actionnarial. En effet, en 1939, Lewis Gilbert se plaint auprès de la SEC car la société Betlehem Steel n'a pas

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

informé l'ensemble de ses actionnaires, à l'occasion de la convocation à l'AG, de l'intention de Gilbert de présenter deux résolutions. La première propose d'organiser la prochaine AG à New York afin de permettre à un plus grand nombre d'actionnaires de s'y rendre et la deuxième suggère de donner aux actionnaires le droit d'approuver la nomination des commissaires aux comptes. La SEC lui donne raison et finit par rendre obligatoire la publication des propositions de résolution des actionnaires par les sociétés. Lewis Gilbert est également à l'origine de plusieurs autres propositions avant-gardistes dans le domaine du gouvernement d'entreprise comme la nomination d'administrateurs indépendants, la séparation entre la présidence et la direction générale ou la rémunération des administrateurs et des cadres dirigeants en fonction des résultats. Par ailleurs, il essaie d'encourager les entreprises à poursuivre des objectifs non financiers comme l'action caritative, l'égalité raciale et sexuelle et les bonnes relations sociales. La poursuite de ce type d'objectifs lui semble fondamentale car d'un côté, il pense qu'ils sont bénéfiques pour l'entreprise à long terme et d'un autre côté, il considère que les « propriétaires » des entreprises doivent se comporter de manière responsable envers la communauté. Le combat de Lewis Gilbert pour les causes sociales n'est cependant pas la priorité de son engagement. En effet, la priorité de ce pionnier de l'activisme est surtout centrée sur la protection des actionnaires qu'il considère comme les propriétaires des entreprises cotées.

En revanche, Wilma Soss met la cause sociale au centre de son combat d'actionnaire militante. Révoltée contre le sexisme et l'inégalité subies aussi bien en tant qu'employée qu'en tant qu'actionnaire, Wilma Ross décide de fonder en 1947 la Fédération des Femmes Actionnaires (*Federation of Women Shareholders*). La première cause défendue par cette organisation est l'amélioration de la considération de la femme dans les milieux d'affaires. En effet, Wilma Soss mène un combat sans précédent pour la représentation des femmes aux conseils d'administration et aux organes dirigeants des grandes entreprises et l'égalité des chances entre les sexes dans tous les niveaux de l'entreprise. D'autres causes sociales plus larges comme l'égalité raciale intègrent ensuite progressivement le combat de Wilma Soss et de son association.

Le combat contre la ségrégation raciale reste cependant plutôt le cheval de bataille de James Peck, un autre militant pionnier dans l'engagement actionnarial. James Peck constitue un profil différent de Gilbert et Soss dans la mesure où contrairement à ces deux derniers, Peck est à l'origine étranger aux milieux d'investissement. Militant engagé dans des causes sociales, Peck devient investisseur dans le seul but d'exercer ses droits d'actionnaire pour

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

défendre ses principes. Selon Marens (2003), il est le pionnier dans ce domaine car c'est le premier militant qui acquière le statut d'investisseur avec l'unique objectif d'utiliser l'activisme actionnarial pour des causes sociales. James Peck commence son action en achetant en 1948 des actions de la société de transport Greyhound dans le but de les utiliser pour engager un dialogue avec ses dirigeants sur l'abolition de la ségrégation raciale dans les autobus du Sud des Etats-Unis.

Outre ces premiers pas vers l'activisme actionnarial, d'autres manifestations similaires sont également notées dans les années 1960-1970. Par exemple, en 1967 une petite organisation communautaire appelée FIGHT fait l'acquisition de quelques actions de la société Kodak durant l'année 1967 pour pouvoir participer à l'assemblée générale des actionnaires (Loiselet, 2000). L'objectif de FIGHT et de son leader Paul Alinski est d'attirer l'attention des médias et du grand public sur les pratiques salariales discriminatoires de Kodak dans son usine de Rochester. De même, en 1970 Ralph Nader met en place un projet basé sur l'engagement actionnarial (*Project for Corporate Responsibility*) pour attirer l'attention de l'opinion et des médias sur des enjeux sociétaux. Il propose alors plusieurs projets de résolutions aux grandes entreprises américaines relatives aux minorités, aux ouvriers et aux droits des consommateurs (Loiselet, 2003).

Ce type d'actions commence ensuite à s'organiser et à trouver un nombre croissant d'adeptes notamment grâce à l'apparition d'organismes aidant les investisseurs à se renseigner et à se coordonner comme l'ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility). Depuis sa création en 1971 aux Etats-Unis, l'ICCR est parmi les organismes les plus influents et les plus actifs dans le domaine de l'engagement actionnarial. Néanmoins, les fonds d'engagement actionnarial restent plutôt marginaux jusqu'aux années 1990 (Loiselet, 2000, 2003 ; Marens, 2003). D'après Loiselet (2003) ce sont des investisseurs institutionnels comme les Eglises, les fonds de retraite et des organisations environnementales qui donnent une impulsion à l'engagement actionnarial au début des années 1990 aux Etats-Unis. Le phénomène continue depuis à séduire de plus en plus les investisseurs américains puisque les encours des fonds d'engagement actionnarial continuent à croître de manière significative. En effet, d'après Social Investment Forum (2008) ces encours passent de 473 milliards de dollards en 1995 à 739 milliards de dollards en 2007, soit une évolution de plus de 56%. Cependant, la part des encours investis selon une approche d'engagement actionnarial par rapport au total des encours ISR enregistre une baisse relative pendant la même période. En 1995, les encours d'engagement actionnarial représentent 74% du montant global des investissements ISR,

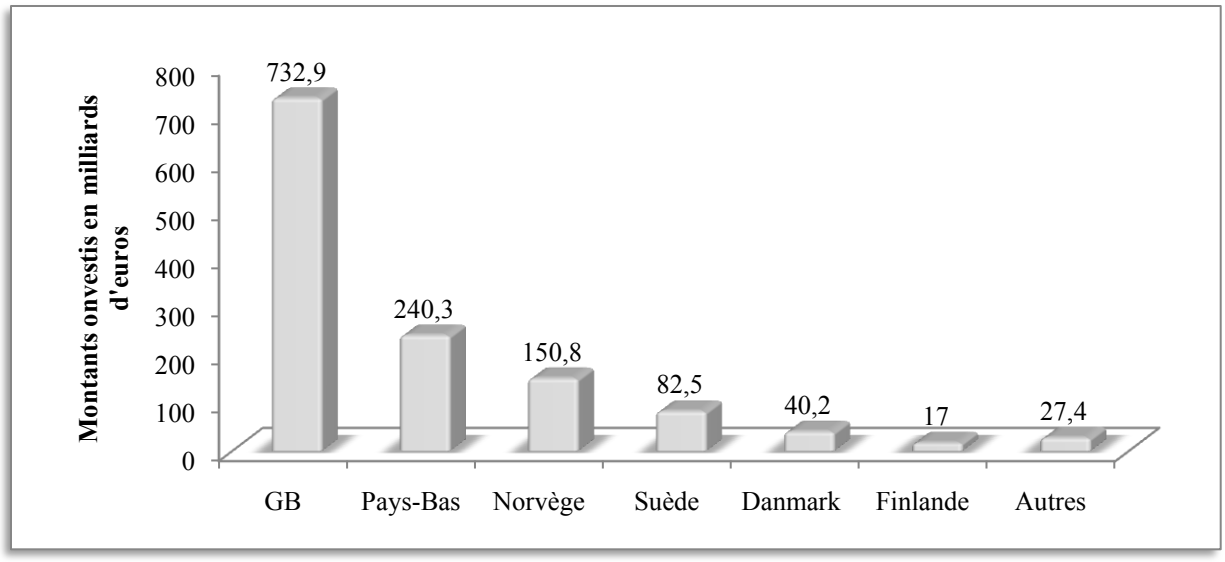
© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

alors qu'en 2007 ils ne représentent plus que 27,25% de ce montant (SIF, 2008). Cette perte de vitesse des encours d'engagement actionnarial par rapport à l'ensemble des investissements ISR aux Etats-Unis se fait au dépens de la croissance exponentielle des encours ISR suivant une approche de sélection négative et positive. Cette tendance favorable aux approches de sélection peut s'expliquer par la plus grande diponibilité des données sur le comportement des entreprises grâce à la multiplication des organismes de notation sociétale.

En Europe, l'appropriation de l'approche d'engagement actionnarial par les investisseurs socialement responsables est plus récente qu'aux Etats-Unis. Néanmoins, l'approche commence à trouver un écho important parmi les investisseurs européens (Lewis & Mackenzie, 2000 ; Louche & Lydenberg, 2006). En effet, selon les chiffres publiés par Eurosif (2008) les encours d'engagement actionnarial représentent 1291,1 milliards d'euros, soit plus de 48% du montant total des encours ISR en Europe. Il est cependant important de noter que l'approche ne connaît pas le même succès dans tous les pays européens.

Figure 6 : Les montants investis selon une approche d'engagement actionnarial en Europe en 2008

(d'après Eurosif, 2008)



D'après Eurosif (2008), la Grande-Bretagne est le leader Européen en matière d'engagement actionnarial (732,9 milliards d'euros) suivi dans ce domaine par les Pays-Bas (240,3 milliards d'euros), laa Norvège (150,8 milliards d'euros), la Suède (82,5 milliards d'euros) et la Finlande (17 milliards d'euros). Le reste des pays européens représente uniquement 27,4 milliards d'euros, soit à peine plus de 2% des encours totaux investis en Europe selon une approche d'engagement actionnarial.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Par ailleurs, l'engagement actionnarial n'est pas pratiqué exactement de la même manière aux Etats-Unis et en Europe. En effet, contrairement aux investisseurs américains qui privilégient les débats publics et la proposition de résolutions lors des AG, les investisseurs européens préfèrent les dialogues directs et privés avec les dirigeants des entreprises (Eurosif, 2008 ; Louche & Lydenberg, 2006).

2.1.2.5 L'investissement communautaire

Cette approche d'investissement est la plus éloignée des autres approches ISR abordées précédemment. La principale différence de l'investissement communautaire est qu'il ne s'agit pas d'une stratégie d'investissement particulière. En effet, l'investisseur peut adopter n'importe quelle technique d'investissement : classique (non ISR), ISR avec exclusion, ISR avec filtrage positif, investissements en actions, en obligations, etc. En revanche, deux principales contraintes existent pour l'investissement communautaire. La première concerne les fonds de partage qui s'engagent à investir une partie des encours du portefeuille (généralement entre 5 et 10%) dans des projets exclus des circuits financiers classiques comme des entreprises non cotées favorisant la réinsertion professionnelle ou des projets à vocation écologiques ou visant le développement des zones défavorisées. La deuxième contrainte caractérise les fonds de partage qui s'engagent à prélever une partie des bénéfices réalisés de l'investissement et de les donner à une ou plusieurs associations caritatives choisies (Déjean, 2004 ; Penalva Icher, 2007).

Les pratiques relevant de l'approche communautaire ne sont pas toujours considérées comme faisant partie de l'investissement socialement responsable (Déjean, 2004 ; Penalva Icher, 2007). Plus particulièrement, nous constatons que les fonds communautaires ne sont pas inclus dans les catégorisations européennes de l'ISR contrairement à certains organismes américains qui les considèrent comme une forme d'ISR. Ainsi, Novethic et Eurosif ne prennent pas en compte les fonds communautaires dans la catégorie ISR alors que l'association américaine *Social Forum Investment* les inclut comme un composant de l'ISR.

2.1.3 L'ISR : chiffres et réalités

Trois principales caractéristiques marquent l'évolution des pratiques de l'ISR entre leurs débuts au XIXe siècle et aujourd'hui : le détachement progressif de cette forme d'investissement des principes religieux, la diversification des profils des investisseurs socialement responsables et l'expansion de l'offre et de la demande de l'ISR sur le marché

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

En effet, comme nous l'avons vu dans les paragraphes précédents, les approches contemporaines de l'ISR varient et ne sont plus uniquement orientées vers des principes d'exclusion centrés sur des critères moraux et religieux. Ainsi, il est possible de recenser aujourd'hui au moins cinq approches de l'ISR : exclusion, sélection positive, thématique, engagement actionnarial et investissement communautaire.

Outre la diversification des approches de l'ISR, de nouveaux profils d'investisseurs socialement responsables se distinguent. En effet, même si les Eglises et les organisations religieuses constituent toujours des acteurs importants de l'ISR, elles ne constituent aujourd'hui qu'une des catégories des investisseurs institutionnels socialement responsables sur le marché. D'après Eurosif (2008), les principaux investisseurs institutionnels sur le marché de l'ISR au-delà des organisations religieuses et de charité sont : les fonds de pensions et les fonds de réserve publics, les fondations et les organisations non gouvernementales, les entreprises, les gouvernements, les assurances, les mutuelles et les universités.

Par ailleurs, l'ISR passe d'un mode de gestion marginal à un mode de gestion qui représente une part non-négligeable du marché de l'investissement. Cette croissance de l'offre et de la demande de l'ISR se constate aussi bien au niveau des fonds d'investissement qu'au niveau de la gestion sous-mandat. En effet, l'ISR ne se cantonne pas aux actifs gérés dans des fonds labélisés ISR, il regroupe tous les actifs gérés sous mandat selon un ou plusieurs critères extra-financiers (exclusion, screening positif, engagement actionnarial, etc.). Généralement, les fonds s'adressent aux investisseurs individuels alors que la gestion sous mandat correspond aux investisseurs institutionnels. L'évolution de l'ISR comme mode de gestion est notamment due à l'entrée d'un grand nombre de professionnels de gestion d'actifs sur ce segment du marché de l'investissement. En effet, depuis le début des années 1990, l'ISR ne cesse d'attirer de plus en plus d'acteurs sur le marché de l'investissement. Aujourd'hui, l'ISR n'est plus l'apanage des banques sociales et de quelques organismes d'investissement spécialisés seulement mais une activité pratiquée au sein des banques d'investissement et des gestionnaires d'actifs classiques comme Société Générale AM, BNP Paribas AM, Allianz Global Investors, etc. (tableau 5). A travers le tableau ci-dessous, nous pouvons voir les sociétés de gestion qui sont à la tête des 10 fonds les plus importants en termes d'encours en Europe

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 5 : Les fonds ISR les plus importants en termes d'actifs gérés en Europe

(D'après Vigéo Italia, 2009)

Classement juin 2009	Nom de la société de gestion	Nom du fonds	Pays	Actifs ISR en millions d'Euros	% des actifs ISR par rapport au montant total des actifs gérés par la société de gestion
1	Société Générale AM	SGAM Invest Monétaire ISR	France	1976	0.73%
2	BNP Paribas AM	BNP Paribas Mone Etheis	France	1178	0.23%
3	CIS Unit Managers Ltd	CIS UK Growth Trust	GB	1137	5.79%
4	Friends Provident Pensions	Stewardship Pension Fund UK	GB	1047	1.83%
5	Allianz Global Investors	AGF Valeurs Durables	France	987	0.09%
6	Macif Gestion	Macif Court terme ISR	France	959	0.50%
7	Julius Baer Investment Funds	SAM Sustainable Water	Suisse	879	0.94%
8	Natixis AM	Natixis Impact Aggregate Euro	France	855	1.07%
9	Pioneer AM SA	Pioneer Funds – Global Ecology	Suisse	786	0.47%
10	Natixis AM	Natixis Impact Cash	France	733	0.92%

D'après le tableau 6, les 10 fonds ISR les plus importants en Europe en 2009 sont gérés par des sociétés de gestion dont la part des actifs ISR par rapport au total des actifs investis est marginale. Ainsi, les 10 plus gros fonds ISR européens représentent entre 0,09% et 5,79% des montants totaux gérés par les sociétés de gestion. Cela montre que les fonds ISR deviennent une niche convoitée par les plus grandes sociétés de gestion classiques. En effet, depuis le début des années 1990, l'intérêt des professionnels de l'investissement à l'ISR ne cesse de s'intensifier en Europe et aux Etats-Unis. Plus particulièrement, durant les deux dernières décennies, l'offre des fonds ISR connaît une évolution exponentielle sur les marchés américain et européen (Figure 5 et 6).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 7 : L'évolution des fonds ISR en nombre et en montant aux Etats-Unis (d'après SIF, 2008)

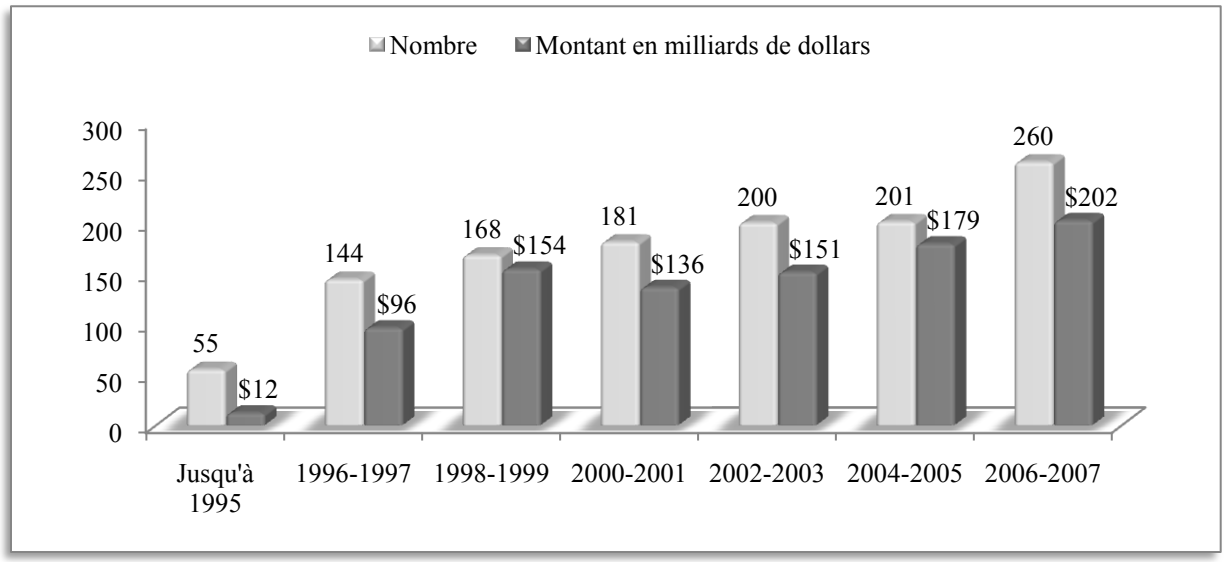
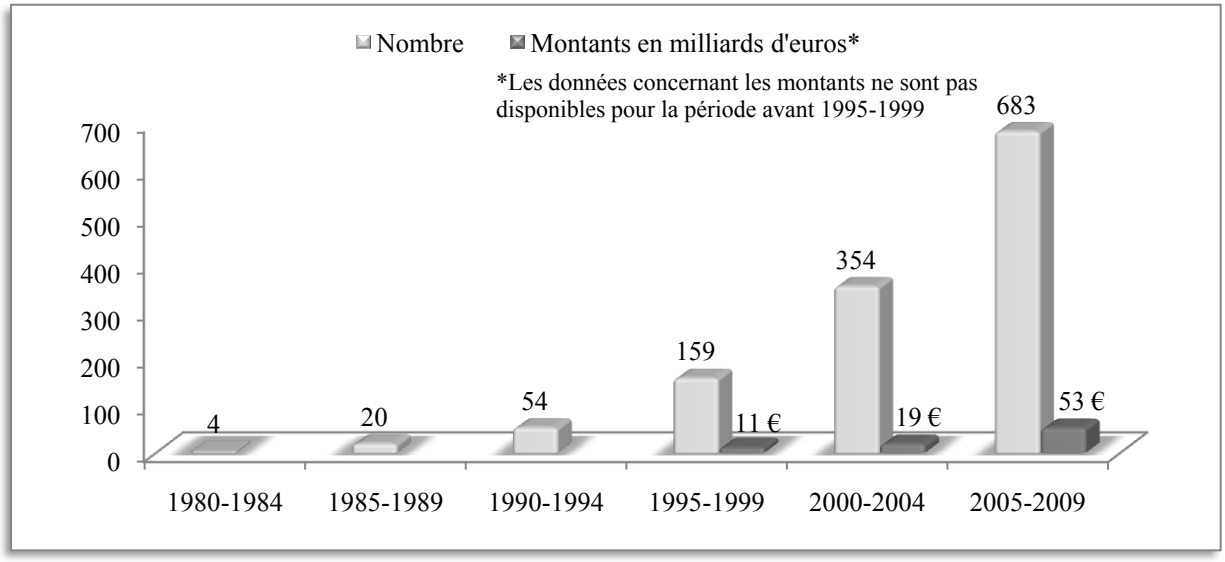


Figure 8 : L'évolution des fonds ISR en nombre et en montant en Europe (d'après SiRi Group, 2001 ; Vigéo Italia, 2009)



Les figures 5et 6 ci-dessus montrent l'évolution vertigineuse des fonds dédiés à l'ISR aux Etats-Unis et en Europe. D'après les chiffres de la figure 5, nous pouvons voir que le taux de croissance du nombre des fonds ISR entre 1995 et 2007 aux Etats-Unis est supérieur à 372%. Durant cette même période, l'évolution des montants investis dans les fonds ISR américains enregistre un taux de croissance supérieur à 1583%. Concernant l'Europe, les chiffres de la

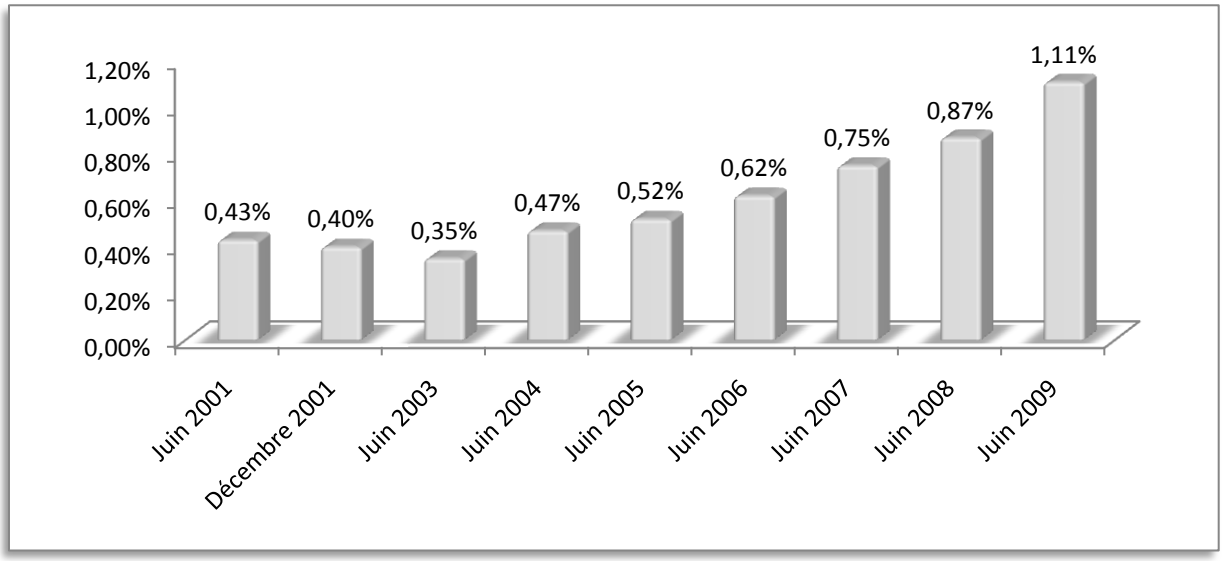
© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

figure 6 montrent une évolution de 1165% du nombre de fonds entre 1994 et 2009. La principale caractéristique commune de l'évolution des fonds ISR sur les deux marchés est le bond réalisé à partir de la deuxième moitié des années 1990 où le nombre des fonds ISR croît de plus de 205% aux Etats-Unis (entre 1995 et 1999) et de plus 194% en Europe (entre 1994 et 1999). Nous pouvons donc conclure que l'engouement des professionnels de la gestion d'actifs pour les fonds ISR devient significatif aux Etats-Unis et en Europe à partir de la deuxième moitié des années 1990. Cependant, nous pouvons remarquer que bien que la percée des fonds ISR continue ensuite sur les deux marchés, la vitesse de leur croissance devient beaucoup plus importante en Europe à partir de l'année 1999. En effet, le nombre des fonds continue à croître en Europe de 123% entre 1999 et 2004 alors qu'aux Etats-Unis il augmente à peine de 20% entre 1999 et 2005. Le constat est le même lorsque nous comparons les montants des fonds qui se développent de 72,7% en Europe entre 1999 et 2004 contre 16,2% seulement aux Etats-Unis entre 1999 et 2005. Ainsi, les fonds ISR sont apparus plus tard en Europe mais ils rencontrent un succès qui s'avère progressivement plus important qu'aux Etats-Unis.

Outre leur évolution en valeur absolue, les encours des fonds ISR connaissent une croissance plus importante que le total des encours investis dans des OPVCM (organismes de placement collectifs en valeurs mobilières) (Vigeo Italia, 2009). La figure 7 montre la progression des actifs des fonds ISR par rapport au total des actifs des OPCVM en Europe.

Figure 9 : Les actifs des fonds ISR par rapport au total des actifs des OPCVM en Europe (d'après Vigéo Italia, 2009)



© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tout en restant marginale, la proportion des encours des fonds ISR par rapport au total des encours des fonds gérés en Europe augmente de façon régulière depuis juin 2004. Nous pouvons également constater que cette tendance haussière n'a pas été perturbée par la crise financière.

S'il est devenu facile aujourd'hui de repérer et de recenser les fonds ISR existants sur le marché, il reste encore très difficile de savoir comment ces fonds sont effectivement gérés. Autrement dit, les processus de gestion et de sélection des fonds ISR ne sont pas toujours transparents pour l'investisseur individuel. En effet, comme le souligne Demaria (2004): « *les gérants proposent des produits qui sont de véritables boîtes noires : on ne sait pas sur quelles bases ils ont été construits, ce qui s'y passe au jour le jour, quels codes de développement durable ils respectent, comment travaille le gérant, s'il supervise un ou plusieurs produits éthiques et/ou non éthiques* » (Demaria, 2004 : 142). Plus particulièrement, il est souvent difficile de savoir quels sont les filtres exacts utilisés par le gestionnaire, quelles sont les informations sur lesquelles il se base pour prendre ses décisions et quels sont les poids relatifs des différents critères utilisés pour la construction de son portefeuille d'actifs.

Concernant les filtres, il existe deux catégories de filtres utilisés dans la construction des fonds ISR : le filtre des critères financiers et le filtre des critères non financiers. Deux principales zones d'ombre peuvent exister pour l'utilisation de ces filtres. La première concerne les approches ISR qui déterminent ces critères (filtrage, exclusion, sélection positive, etc.). La deuxième correspond à l'ordre de l'application des filtres financier et non financier. En effet, les sociétés de gestion utilisent un double filtre pour le choix des portefeuilles ISR : selon les cas, le gestionnaire du fonds applique d'abord une analyse financière classique, puis une analyse extra-financière ou le contraire. Dans la plupart des cas, l'analyse financière est effectuée par l'équipe d'analystes *buy-side* qui reçoivent les recherches et les recommandations produites par les sociétés de bourse et les données diffusées par les principales sources d'information financières comme Bloomberg. En revanche, l'analyse extra-financière peut être menée par des équipes de recherche en interne ou en externe. Par ailleurs, certains gérants s'appuient sur la composition d'un indice boursier pour la construction des portefeuilles. Le choix des titres peut en effet parfois se faire de manière passive (réplique d'un indice boursier socialement responsable) ou de manière hybride (choix de l'univers de départ à partir d'un indice + l'application d'autres critères). Déjean (2004), présente deux exemples réels illustrant deux manières différentes de sélectionner des portefeuilles ISR (figures 8 et 9 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 10 : Le processus d'investissement défini par AXA IM

(D'après Déjean, 2005)

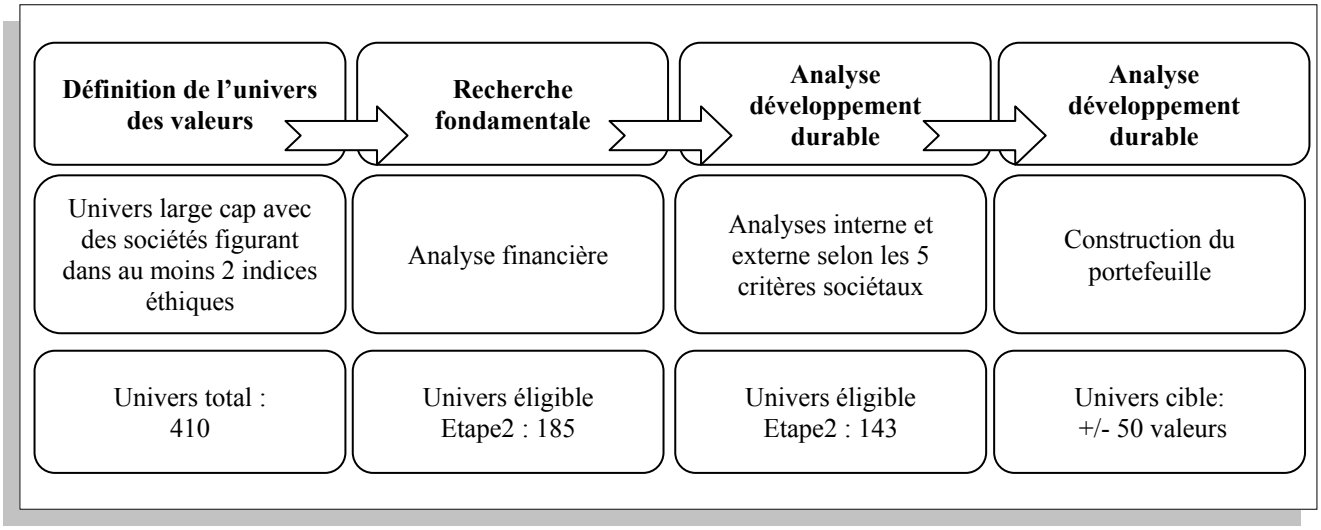
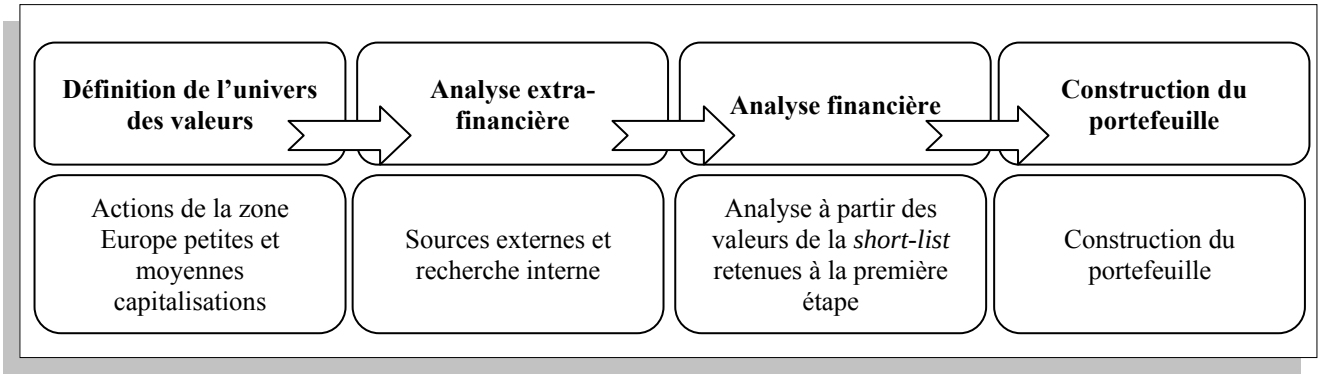


Figure 11 : Le processus d'investissement défini par CDC IXIS AM

(D'après Déjean, 2005)



Le point commun aux deux processus de sélection présentés ci-dessus consiste en l'application d'un filtre extra-financier dès le début. Néanmoins les deux processus sont totalement différents. Principalement, dans la sélection des titres selon des dimensions extra-financières, AxA IM procède tantôt sur la base de critères externes tantôt sur la base de critères internes, tandis que CDC IXIS AM n'utilise que des critères définis en interne. En effet, Axa IM détermine son univers de départ en choisissant 410 entreprises figurant dans deux indices éthiques parmi les nombreux indices existants et diminue au fur et à mesure le nombre en avançant dans le processus. Les titres de départ sont donc choisis à travers les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

différents critères appliqués par les organismes qui gèrent les indices. En revanche, CDC IXIS AM part d'un univers de titres large (petites et grandes capitalisations européennes) auquel un filtre extra-financier est appliqué selon des critères propres à la maison. Par ailleurs, pour la construction du portefeuille, AXA IM applique deux filtres extra-financiers séparés par une analyse financière alors que CDC IXI AM applique un seul filtre extra-financier suivi d'une analyse financière.

A l'image de ces deux processus, les méthodes appliquées par les différentes sociétés de gestion sont diverses de plusieurs points de vue. Il n'est pas exagéré de dire qu'il existe autant de processus différents que de fonds ISR car il n'y pas de définition unique du concept de fonds ISR. Ainsi, il est possible d'imaginer d'innombrables combinaisons de méthodes pour construire un fonds. En effet une infinité de fonds peuvent être conçus en faisant varier les processus, les approches et les critères de sélection des titres. Il existe d'ailleurs plusieurs fonds mélangeant différentes approches ISR. Par exemple, le fonds *Dexia equities green planet* combine une approche thématique portant sur l'environnement et l'éthique et une approche d'exclusion concernant l'armement. De même, le fonds *Actions Planète Durable* géré par la société Alcyone Finance réunit trois différentes approches ISR : tout d'abord, une approche positive (sélection positive par rapport à des critères environnementaux et éthiques), ensuite une approche négative (exclusions sectorielles portant sur l'armement, le tabac, l'alcool le jeu et la pornographie), enfin une approche de partage (la moitié de la commission de gestion fixe perçue par Alcyone Finance sur ce fonds est reversée à la fédération française des associations de protection de la nature (France Nature Environnement)).

Néanmoins, malgré leur diversité et leur nombre élevé, les fonds ISR restent marginaux de part les montants qu'ils représentent.

En revanche, le montant global des investissements ISR commence à représenter une part plus importante du total des actifs investis sur le marché. Par montant global des investissements ISR, nous entendons tous les portefeuilles de titres gérés selon une approche ISR. Comme nous l'avons déjà souligné, l'ISR ne dispose pas d'une définition institutionnelle. Il peut être conçu de manière plus ou moins large. Plus exactement, il est possible de différencier les notions de « *core SRI* » que l'on peut traduire par l'ISR fondamental ou strict du « *broad SRI* » que l'on peut traduire l'ISR large. Le « *core SRI* » inclut les investissements gérés selon une approche d'exclusion ou de sélection positive. Globalement, il représente la version fondamentale de l'ISR : l'ISR prioritairement motivé par des principes éthiques. Le « *broad SRI* » désigne les investissements gérés selon une ou plusieurs stratégies empruntées aux

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

approches ISR avec le principal but de mieux gérer les actifs d'un point de vue financier. Cette différenciation entre les notions de « *core SRI* » et de « *broad SRI* » fait écho à la distinction faite par de Brito et al. (2005) entre ce qu'ils appellent les deux idéaux-types d'ISR : l'ISR éthique et l'ISR de performance. L'ISR éthique correspond à l'investisseur qui cherche la maximisation de l'éthique sous contrainte de performance économique, tandis que l'ISR de performance correspond à l'investisseur qui cherche à maximiser sa performance financière sous contrainte éthique. En suivant ce raisonnement, les actifs gérés dans le but de profiter d'opportunités financières en s'appuyant sur des critères éthiques peuvent faire partie des fonds ISR.

A défaut d'une définition précise de l'ISR, la distinction entre les catégories « *core SRI* » et « *broad SRI* » commence à être répandue dans les milieux professionnels et les organismes de recherche sur l'ISR comme Eurosif, SIO (Social Investment Organization) et RIAA (Responsible Investment Association Australasia)[15]. Cependant, la déclinaison précise des actifs inclus dans chaque catégorie peut parfois varier. Le tableau ci-dessous résume les définitions données par Eurosif, SIO et RIAA pour les deux catégories d'ISR.

[15] Eurosif, SIO et RIAA représentent des associations à but non lucratif implantées respectivement en Europe au Canada et en Australie. Leur mission globale est de promouvoir l'ISR et de recenser et comparer les pratiques de l'ISR.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 6 : Exemples de définitions managériales des notions de « *Core SRI* » et de « *broad SRI* »

	Core SRI	***Broad SRI***
Eurosif (2008)	- Les actifs gérés en appliquant l'une des deux stratégies suivantes (ou les deux combinées) : l'exclusion (selon au moins deux critères), la sélection positive.	- Les actifs gérés en appliquant l'une des trois stratégies suivantes (ou les trois combinées) : l'exclusion selon un seul critère, l'engagement actionnarial et l'intégration.
SIO (2009)	- Les actifs gérés selon des filtres sociétaux et environnementaux ; - Les OPCM ISR ; - Les investissements ; communautaires et solidaires ; -les prêts socialement responsables.	- Les actifs gérés selon une approche d'intégration ; - Les actifs gérés selon une approche d'engagement actionnarial ; - le capital-risque socialement responsable.
RIAA (2009)	- Les actifs gérés selon une approche négative (plusieurs filtres éthiques) ou une approche de sélection positive (ou les deux approches combinées) ; - Les investissements communautaires et solidaires ; -Les actifs investis dans la micro-finance.	- Les actifs gérés selon une approche d'intégration ; - Les actifs gérés selon une approche d'engagement actionnarial ;

Nous pouvons constater à travers ce tableau que les définitions données par les différents organismes partagent certains points communs tout en variant de manière plus ou moins importante sur d'autres. Les points communs entre ces trois définitions consistent à considérer les approches d'exclusion et de sélection positives dans la catégorie « *core SRI* » et les approches d'engagement actionnarial et d'intégration dans la catégorie « *broad SRI* ». Cependant, SIO et RIAA intègrent plus d'actifs qu'Eurosif dans la catégorie « *core SRI* » : tous les deux incluent en plus les investissements communautaires ou en micro-finance. SIO va même jusqu'à allonger la liste des actifs de la catégorie « *broad SRI* » au capital-risque socialement responsable. Ces différences dénotent la faiblesse de la définition de l'ISR ainsi que l'influence culturelle sur la manière de concevoir l'ISR entre les différentes régions du monde. Par ailleurs, ces différences rendent la comparaison entre les différentes statistiques réalisées assez délicate.

Ainsi, il est important de garder en tête qu'il est possible d'avoir certains décalages dans les chiffres publiés par chaque organisme à cause des différences de délimitation des actifs inclus dans l'ISR. Le travail de recensement fait par ces différents organismes donne néanmoins un ordre d'idées sur les montants investis en l'ISR et leur variation à travers le temps dans les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

différentes parties du monde. Les Figures 10, 11 et 12 représentent l'évolution des montants ISR globaux durant les dernières années en Europe, au Canada et aux Etats-Unis.

Figure 12 : Evolution des montants globaux investis en ISR en Europe (d'après Eurosif, 2008)

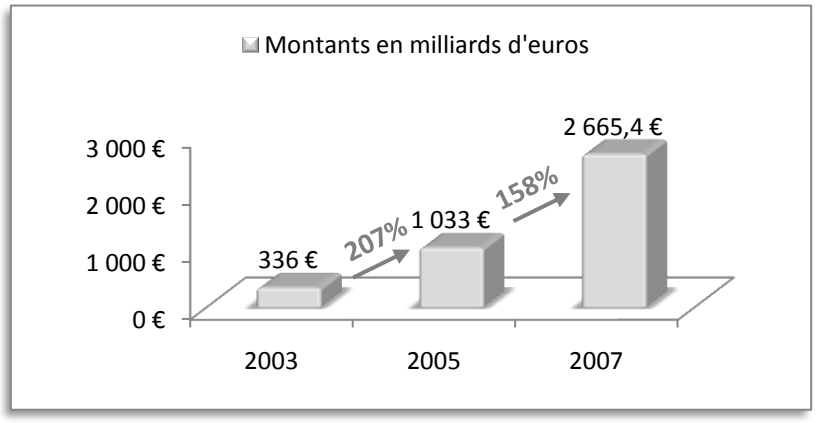
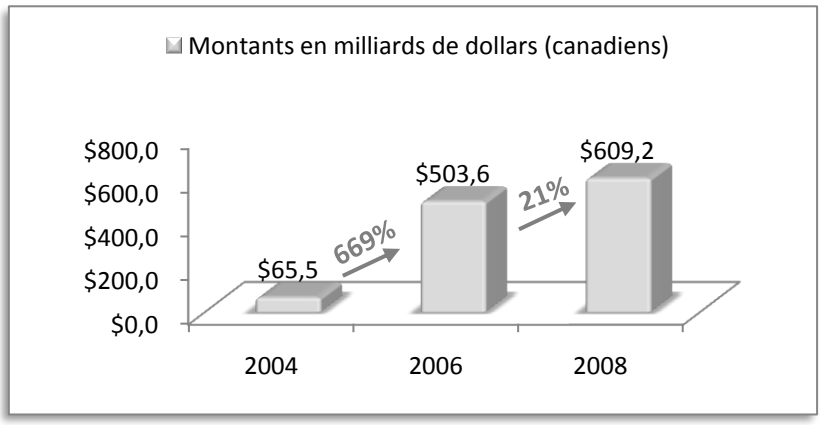


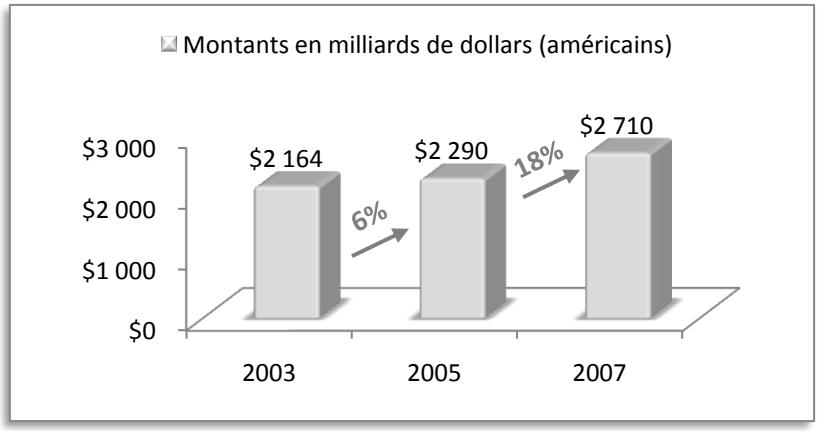
Figure 13 : Evolution des montants globaux investis en ISR au Canada (d'après SIO, 2009)



© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 14 : Evolution des montants globaux investis en ISR aux Etats-Unis (d'après SIF, 2008)



Ces trois figures montrent que les montants globaux de l'ISR augmentent de manière importante d'une année à l'autre. Les plus fortes augmentations sont constatées en Europe où ils font plus que doubler aussi bien entre 2003 et 2005 qu'entre 2005 et 2007 et au Canada où ces montants font un bond de 669% entre 2004 et 2006. Ces hausses sont néanmoins moins spectaculaires aux Etats-Unis : 6% entre 2003 et 2005 et 1% entre 2005 et 2007. Cela montre le succès de l'ISR à travers le monde et spécialement pour les investisseurs institutionnels. En effet, la plus grande partie de ces montants correspond à des encours gérés pour le compte de grands investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les fonds de réserve publics. Dans la plupart des cas, les actifs de ces investisseurs institutionnels sont gérés soit en interne par une équipe dédiée soit en externe par mandats de gestion accordés aux sociétés de gestion qui répondent le mieux aux critères définis.

Pair ailleurs, quel que soit le mode de gestion pratiqué (externe ou interne), de plus en plus d'investisseurs institutionnels font le choix de gérer la totalité ou une partie de leurs fonds selon des principes ISR. C'est le cas par exemple des fonds de pensions *UK Environment Agency's Pension Fund en* Grande-Bretagne *et Government Pension Fund of Norway* en Norvège, ou du FRR (Fonds de Réserve pour les Retraites) et de l'ERAFP (Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique) en France. Ce penchant pour l'ISR qui caractérise un nombre croissant de fonds de pensions depuis le début des années 2000 constitue le principal moteur de croissance des montants globaux investis en ISR. L'arbitrage fait par de nombreux investisseurs institutionnels en faveur de l'ISR amène la proportion des montants investis en ISR à devenir significatif par rapport aux montants totaux sous gestion

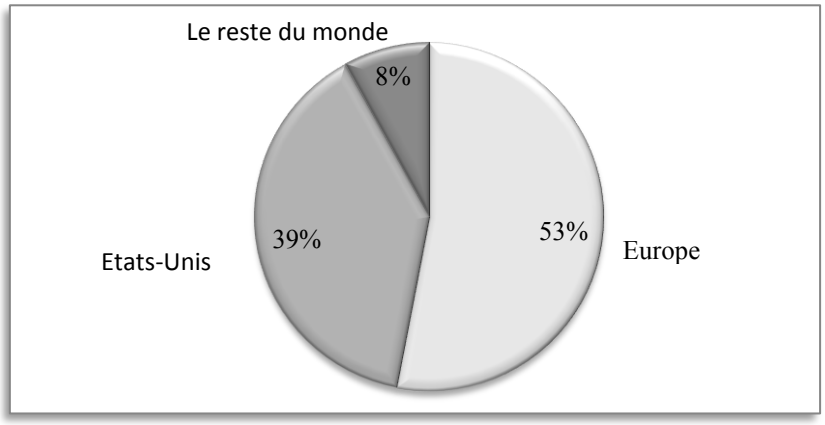
© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

sur le marché. En 2007, cette proportion est estimée à : 11% sur le marché américain (SIF, 2008), 17,6% sur le marché européen (Eurosif, 2008) et à plus de 19% sur le marché canadien (SIO, 2009). La figure 13 représente la distribution des montants globaux investis en USR dans le monde.

Figure 15 : La distribution des montants mondiaux investis en ISR en 2008 (environ 5000 milliards d'euros)

(d'après Eurosif, 2008)



D'un point de vue mondial, le total des encours invstis en ISR est estimé selon Eurosif à 5000 milliads d'Euros, ce qui représente à peu près 10% à 15% des montants totaux investis sur les marchés. En 2007, c'est l'Europe qui comptabilise la part la plus importante du total des montants des actifs investis dans l'ISR (53%) suivie par les Etats-Unis (39%). Cela confirme la montée en puissance de l'ISR en Europe par rapport aux Etat-Unis qui, jusqu'à deux années auparavant, étaientt le leader du marché de l'ISR. En effet, jusqu'à 2005 les Etats-Unis gardent leur place de leader mondial de l'ISR avec 64% des montants globaux investis contre 35% pour l'Europe et 1% pour le reste du monde. Ainsi, l'Europe ne fait pas que rattraper son retard par rapport au marché de l'ISR mais s'impose comme le nouveau leader de ce marché.

D'une manière générale, nous pouvons constater que l'ISR commence à s'imposer en tant que mode d'investissement sur le marché financier. Aujourd'hui, l'ISR représente : une offe et une demande qui est à la fois croissante et non-négligeable du point de vue du volume. Ceci explique l'engouement des professionnels de l'investissement pour cette activité de niche vraisemblablement porteuse. En effet, l'ISR représente un nouveau segment de marché dans l'activité de l'investissement. Pratiquement inexistant une trentaine d'années plus tôt, le

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

marché de l'ISR s'érige aujourd'hui comme un nouveau marché qui se greffe sur le marché financier tout en imposant de nouvelles règles du jeu. En l'occurrence, il propose un mode d'investissement où les titres sont sélectionnés en fonction de critères autres que strictement financiers.

Cependant, outre le nouveau concept d'investissement qu'il propose et la croissance exponentielle qu'il réalise depuis une dizaine d'années, l'ISR se distingue par le dynamisme des acteurs qui le soutiennent. Il est en effet surprenant de constater la vitesse avec laquelle le marché de l'ISR se construit et s'organise. En peu de temps, plusieurs organisations et acteurs se sont tournés vers ce concept pour le promouvoir et le faire évoluer. Selon les termes d'Elise Penalva Icher (2007), le marché de l'ISR est « *en voie d'institutionnalisation* ». L'acception du marché retenue ici dépasse la définition donnée par la théorie standard comme un lieu de rencontre entre l'offre et la demande. Les marchés sont ici compris au sens de Podolny selon lequel les marchés constituent avant tout « *des structures socialement construites et définies dans les termes qu'en ont ses participants* » (Podolny, 1993 ; d'après Penalva Icher, 2007 : 32). Autrement dit, les marchés sont vus comme des lieux d'interaction entre plusieurs acteurs hétérogènes qui construisent mutuellement des normes de fonctionnement et de coordination qui régissent les échanges. D'après Penalva Icher (2007), différents acteurs hétérogènes contribuent à la construction sociale du marché de l'ISR. Parmi eux : des producteurs (les sociétés de gestion) et des non-producteurs comme les consommateurs (les différents investisseurs socialement responsables) ou les intermédiaires (société de bourse, agences de notation, associations professionnelles, régulateurs, journaux financiers, etc.). Ces acteurs tentent de manière conjointe de construire le marché émergent de l'ISR de différentes manières. Les paragraphes suivants analysent les activités qui se créent depuis quelques années autour de l'ISR et de l'intégration des critères extra-financiers dans l'évaluation des entreprises.

2.2 La communication sociétale des entreprises

Depuis quelques années, les informations provenant des entreprises se multiplient et se diversifient. Au-delà des publications traditionnelles des informations financières et comptables, nous constatons une évolution de la communication sur des thèmes comme le gouvernement d'entreprise, l'environnement, la politique sociale et les rapports avec la communauté. La communication sur ces différents thèmes est généralement désignée par l'expression communication sociétale. D'autres auteurs préfèrent parler de *reporting* sociétal

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

(Capron & Quairel-Lanoizelée, 2004 ; Giordano-Spring & Rivière-Giordano, 2007) ou de comptabilité environnementale et sociétale (Decock-Good, 2000). Selon Capron et Quairel (2004) le *reporting* sociétal ne devrait pas être confondu avec la communication car le but du *reporting* est de rendre compte des choses telles qu'elles se présentent dans l'entreprise, alors que la communication consiste à présenter les informations de manière à créer une image favorable de l'entreprise. Cependant, il est difficile, en pratique, de faire la différence entre une publication dont le but est une simple reddition et celle s'inscrivant dans une campagne de communication institutionnelle. De même qu'en français, plusieurs termes existent en anglais pour désigner la communication sociétale comme par exemple : *corporate social reporting* (Cooper & Owen, 2007; Guthrie & Parker, 1989), *social and environmental accounting* (Mathews, 1997), *corporate social responsibility disclosure* (Cowen, Ferreri, & Parker, 1987 ; Roberts, 1992) ou encore *social and environmental disclosures* (Hackston & Milne, 1996).

En ce qui nous concerne, nous utilisons le terme de communication sociétale pour faire référence à toute information ou publication diffusée par une entreprise à destination d'utilisateurs externes portant sur des dimensions environnementales, sociales et/ou de gouvernance.

La communication sociétale peut être volontaire ou pas. Nous parlons de communication volontaire lorsque sa diffusion ne correspond pas à une obligation légale pour l'entreprise ou lorsqu'elle dépasse, dans son contenu ou dans sa forme, le minimum légal exigé. Généralement, les entreprises qui optent pour une communication sociétale volontaire cherchent à se distinguer aux yeux de leurs parties prenantes. En effet, la communication sociétale constitue un outil de signalisation externe utilisé par les entreprises pour informer leurs destinataires des efforts fournis pour améliorer leurs performances sociétales.

Les cibles de la communication sociétale sont diverses puisqu'il s'agit de toutes les parties prenantes susceptibles de s'intéresser à la performance sociétale de l'entreprise. Ces parties prenantes sont toutes les personnes morales ou physiques qui s'appuient sur l'information diffusée par l'entreprise dans le but de prendre des décisions ou de l'évaluer d'une manière ou d'une autre. Les destinataires peuvent donc être : l'Etat, les agences de protection de l'environnement, les salariés, les syndicats, les associations, les ONG, les médias, les organismes de notation sociétale, les personnes sensibilisées aux questions sociétales, les clients, les fournisseurs ou encore les investisseurs.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.2.1 La communication sociétale : le renouveau d'une pratique ancienne

La diffusion d'informations sociétales par les entreprises n'est pas un phénomène nouveau. En effet, plusieurs études montrent que dès la fin du 19ème siècle, certaines sociétés consacraient une partie de leurs rapports annuels à des thèmes sociétaux (Guthrie & Parker, 1989 ; Hogner, 1982 ; Lewis, Parker, & Sutcliffe, 1984).

L'étude de Hogner (1982), portant sur l'entreprise américaine *US Steel* entre 1901 et 1980, révèle une longue histoire de communication sociétale de cette entreprise. Durant toute la période étudiée, les rapports annuels d'*US Steel* comportent une partie dédiée à ses activités et impacts sociétaux. Hogner note néanmoins que les sujets traités par *US Steel* dans sa communication sociétale varient légèrement au fil des années. Globalement, les sujets les plus présents durant toute la période concernent les ressources humaines et l'implication de l'entreprise dans la communauté. En revanche, la communication sur les enjeux environnementaux commence à apparaître seulement à partir des années 1960.

De même, l'étude menée par Gutherie et Parker (1989) sur les rapports annuels de la société Australienne BHP (*Broken Hill Propriety Company Ltd)* entre 1885 et 1985 souligne l'ancienneté et la richesse de la communication sociétale et montre que les sujets couverts par la communication sociétale varient selon la période étudiée. Par exemple, Gutherie et Parker (1989) soulignent que la communication de l'entreprise sur des sujets comme les ressources humaines, l'implication dans la communauté et la consommation de l'énergie est présente dans les rapports annuels depuis les années 1890. Ils constatent néanmoins que ces sujets sont évoqués de façon plus ou moins importante selon les années et peuvent même être totalement absents pendant certaines périodes. Par ailleurs, de même que Hogner (1982), Gutherie et Parker (1989) constatent que les enjeux environnementaux sont parmi les derniers à être inclus dans la communication de l'entreprise. Plus précisément, dans les rapports de la société BHP, les informations environnementales sont évoquées la première fois de manière ponctuelle vers les années 1950 et ensuite de manière plus suivie à partir des années 1970.

La variation des thèmes évoqués dans les rapports peut être interprétée comme une mobilisation de la communication sociétale par les entreprises pour asseoir leur légitimité par rapport à leurs parties prenantes internes et externes. Selon le contexte dans lequel elles se trouvent, les entreprises orientent leur communication par rapport aux attentes de la société. Le but est de dissiper les appréhensions et de gagner la confiance des parties prenantes afin de renforcer la légitimité de l'entreprise et l'acceptation sociale de ses actions. Cette thèse de

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

quête de légitimité par les entreprises à travers la communication sociétale est soutenue par plusieurs auteurs comme Deegan, Rankin et Tobin (2002), Deegan, Rankin et Vogh (2000), Gray, Kouhy et Lavers (1995) ou encore Neu, Warsame et Pedwell (1998). Ce lien entre communication sociétale et recherche de légitimation n'est cependant pas confirmé par Guthrie et Parker (1989) dans le cas de la société BHP. En effet, leur étude empirique, ne leur permet pas de trouver systématiquement des correspondances entre les pics de communication sociétale dans les rapports de BHP et les événements socio-économiques marquants entre 1885 et 1985 (Guthrie & Parker, 1989 : 350). En revanche, la recherche menée par Tilling (2004) sur la publication volontaire d'informations sociales et environnementales par la société australienne Rothmans entre 1955 et 1999 révèle que la communication de l'entreprise est motivée par une recherche de légitimité et d'image positive auprès de son environnement. En effet, l'étude des publications de cette entreprise spécialisée dans la production du tabac montre une certaine réactivité de la part de cette entreprise aux questions qui interpellent l'opinion publique. Les préoccupations de la société durant la période d'étude sont appréciées par Tilling à travers l'étude des publications de la presse écrite d'un côté et des textes de lois et les sanctions provenant du gouvernement de l'autre. Tilling (2004) trouve que la communication sociétale de Rothmans est particulièrement attentive aux mesures prises par le gouvernement concernant les questions sociales (droits du travail) et les questions concernant la santé publique (les effets néfastes de la cigarette sur la santé). Plus il y a de questions sensibles impliquant le secteur du tabac soulevées par le gouvernement, plus Rothmans tente de redorer son image à travers sa communication sociétale. Dans sa communication, l'entreprise n'aborde pas directement les questions sensibles comme la santé et le tabac mais tente plutôt d'insister sur ses contributions volontaires à la communauté. Par exemple, pendant les moments « critiques », la communication sociétale de Rothmans met particulièrement l'accent sur ses actions de mécénat et sa générosité permettant de soutenir des activités artistiques, sportives ou éducatives. Autrement dit, la stratégie de communication de l'entreprise consiste à ne pas rentrer dans les polémiques et les débats sur les sujets délicats qui la concernent mais à montrer en revanche ses impacts positifs sur la société pour se faire accepter par ses parties prenantes.

Ainsi, la communication sociétale est un outil utilisé depuis des décennies par les entreprises qui ont compris son intérêt pour le maintien de leur légitimité. En revanche, ce qui semble aujourd'hui nouveau dans la communication sociétale est la multiplication des entreprises qui la pratiquent et l'apparition de rapports séparés consacrés à cette nouvelle forme de

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

communication. En effet, les entreprises communiquent de plus en plus sur leur engagement sociétal principalement à travers des rapports indépendants souvent intitulés « rapport sociétaux » ou « rapports développement durable ». Selon le rapport KPMG[16] de 2008 sur la communication sociétale, le nombre de rapports sociétaux publiés par les 2200 plus grandes entreprises à l'échelle mondiale a fait plus que tripler depuis 1993 (date de la première étude de ce type de KPMG). Par ailleurs, le pourcentage des entreprises publiant des rapports sociétaux parmi les 250 plus grandes entreprises dans le monde s'est largement accru depuis le début des années 2000 : 79% en 2007 contre 52% en 2005 et 23% en 2002 (KPMG, 2008).

Par ailleurs, la véritable nouveauté dans le domaine de la communication sociétale consiste dans son institutionnalisation progressive dans plusieurs pays par le biais de normes et de règles juridiques.

2.2.2 La communication sociétale : normes et règles en vigueur

La communication sociétale commence à prendre une importance accrue à partir des années 1990, notamment grâce à des pressions plus fortes, exercées la plupart du temps par des ONG et ou des groupes politiques, pour accroître la transparence des entreprises sur ces domaines. Plusieurs normes et référentiels apparaissent alors pour instaurer des repères pour la diffusion d'informations sociétale par les entreprises. Le tableau 9 ci-dessous donne une idée des principales initiatives volontaires apparues à partir du début des années 1990 dans le but de promouvoir et normaliser la communication sociétale des entreprises.

D'après le site internet du CERES, l'initiative de fonder cette coalition est partie d'un groupe d'investisseurs qui se sont rendus compte de l'importance de la communication sociétale suite à la catastrophe écologique causée par l'échouement du pétrolier Exxon-Valdez en mars 1989 sur la côte de l'Alaska. Six mois après cet épisode, ce groupe d'investisseurs lance alors le CERES dans le but de promouvoir l'importance de l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux dans les décisions prises par les entreprises et le marché financier.

[16]Le rapport *KPMG International Survey* paraît tous les 3 ans depuis 1993 et couvre en 2007 une population de 2200 entreprises dans le monde (les 100 plus grandes de 22 pays) dont les 250 plus grandes à l'échelle mondiale (d'après le classement de *Fortune*).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 7 : Les principaux référentiels et standards volontaires en matière de communication sociétale

Année	Norme/Référentiel	Description
1990	Les Principes CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies)	Le CERES est un réseau constitué d'investisseurs, d'organisations environnementales et d'autres parties prenantes fondé en 1989. Les principes CERES sont lancés au début de l'année 1990. Ils constituent un code de conduite en 10 points pour la communication des entreprises sur les dimensions environnementales.
1994	LGB (London Benchmarking Group)	Le LGB est un groupe d'entreprises fondé en 1994 qui travaillent collectivement sur l'amélioration de la mesure de leurs efforts pour aider la communauté et de leur communication sur ce sujet. Le LGB permet aux entreprises de partager les meilleures pratiques et de se comparer par rapport au modèle mis en place pour mesurer les *inputs* et les *outputs* liés à l'engagement de l'entreprise.
1995	EMAS (EU Eco-Management and Audit Scheme)	L'EMAS est un système de management et d'audit environnemental mis au point en 1995 dans le but de promouvoir l'amélioration des performances environnementales des entreprises et leur communication sur ces performances. Il concerne uniquement les entreprises et les organisations qui opèrent dans la zone européenne qui peuvent volontairement adhérer à l'EMAS en vue d'être certifiées.
1999	AccountAbility - AA 1000	AccountAbility est une organisation à but non lucratif fondée en 1995 dans le but de promouvoir la communication autour du développement durable. Elle rassemble des entreprises et des chercheurs qui souhaitent faire progresser les pratiques de communication sur la performance sociétale. En 1999, AccountAbility lance le système d'audit et de reporting social et éthique AA 1000. Ce référentiel de base est ensuite décliné en une série de normes plus spécifiques (AA 1000APS, AA 1000SES, etc.). La norme AA 1000 Assurance Standard (AA 1000AS) 2008 est spécifiquement dédiée à la qualité de l'information sociétale diffusée par les entreprises et spécialement les rapports développement durable.
2000	GRI (Global Reporting Initiative)	Le GRI est une initiative internationale fondée en 1997 conjointement par le PNUE (Programme des Nations Unies pour l'Environnement) et le CERES dans le but d'élaborer des lignes directrices et un standard pour la rédaction des rapports environnementaux et sociaux. La première version des lignes directrices est présentée publiquement en novembre 2000. Deux autres versions apparaissent ensuite en 2002 et 2006. Depuis son apparition le GRI constitue le standard international de communication sociétale le plus abouti et le plus reconnu dans le monde.

Cette coalition participe de manière significative au progrès de la communication sociétale des entreprises à partir des années 1990. Parmi premières réalisations, la mise en place des principes CERES qui exhortent les entreprises à faire des efforts volontaires pour améliorer leur performance environnementale et rendre compte de leurs impacts environnementaux au grand public. Quelques années plus tard, le CERES participe également à la mise en place du GRI en collaboration avec le PNUE.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

D'autres mesures volontaires en matière de promotion de la communication sociétale apparaissent ensuite à l'initiative d'autres groupes comme le LGB en 1994, l'EMAS en 1995 et AccountAbility en 1999. Ces dernières restent cependant moins abouties et moins influents que le GRI fondé en 1997. Dès son lancement, le GRI devient rapidement le standard de référence pour la rédaction des rapports sociaux et environnementaux sur le plan international. En effet, le GRI est aujourd'hui utilisé par plus de 1300 entreprises à travers le monde. Le GRI propose un référentiel de 79 indicateurs permettant de décrire et de mesurer les performances des entreprises dans les domaines économique, environnemental et social. La performance sociale se décline en quatre dimensions : les droits de l'homme, les pratiques d'emploi et le travail décent, la responsabilité par rapport aux produits et l'impact sur la société. Ces mesures ont pour but de disposer d'un outil permettant d'harmoniser la communication sur les enjeux économiques, environnementaux et sociaux et de la rendre comparable sur les plans national, international, intersectoriel ou intra-sectoriel.

Outre les référentiels et les normes s'appuyant sur une démarche volontaire des entreprises, certains pays font le choix d'encadrer la communication sociétale à travers des règles légales. Le tableau 10 ci-dessous résume les principales législations européennes qui rendent la communication sociétale obligatoire.

La France est parmi les premiers pays à réglementer la communication sur les aspects sociaux avec la loi de 1977 sur les bilans sociaux (Loi n°77-769 du 12 juillet 1977). Cette loi oblige les entreprises et établissements qui emploient plus de 300 salariés en France à faire état de leur politique sociale et salariale à travers un bilan social. Ce bilan comprend environ 140 indicateurs sur des sujets touchant directement les employés comme les rémunérations, les conditions d'hygiène et de sécurité, la formation, etc. Cette loi pionnière sur la publication d'informations sociales reste cependant longtemps une exception par rapport aux autres pays. Il faut attendre plusieurs années pour voir des initiatives similaires au Portugal et en Belgique concernant la diffusion d'un bilan social par les entreprises. La communication sur les dimensions environnementales commence à faire partie des réglementations pionnières plusieurs années plus tard. Les premiers pays à mettre cette obligation en œuvre sont le Danemark en 1996, la Norvège et la Suède en 1999 suivis par les Pays-Bas en 2000 et la France en 2003.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 8 : Les principales réglementations européennes applicables en matière de communication sociétale

(D'après de Brito et al., 2005 ; Perrin, 2003)

Pays	Texte	Date d'application	Nature du rapport	Entreprises concernées	Sanctions
France	Loi n°77-769 du 12 juillet 1977 relative au bilan social de l'entreprise et décrets d'application 1977 ; décret 88-951 du 7 octobre 1988 ; décret 97-443 du 25 avril 1997	1979 (entreprises de plus de 750 salariés) et 1982 (entreprises de plus de 300 salariés)	Bilan Social	Les entreprises d'au moins 300 salariés, offices publics et ministériels, professions libérales, sociétés civiles, syndicats de professionnels et associations d'au moins 50 salariés	Un an d'emprisonnement et/ou une amende de 3500 euros
Portugal	Décrets-lois n°141/85 du 14 novembre 1985 et n°9/92 du 22 janvier 1992 ;	1985	Bilan Social	Les entreprises d'au moins 100 salariés	Pas de pénalité
Belgique	Arrêté Royal relatif au bilan social du 4 Août 1996	1997	Bilan Social	Toutes à l'exception des entreprises de droit étranger réalisant un faible chiffre d'affaires en Belgique et les personnes morales de droit privé qui emploient moins de 20 salariés	Pas de pénalité
Danemark	"*Green Account Act*": Décret-loi n°975 du 13 décembre 1995 applicable le 1er janvier 1996	1996	Tableau de bord environnemental (bilan chiffré)	Toutes les entreprises cotées et présentant un risque environnemental	Pénalités en cas de manquement à la loi
Pays Bas	Chapitre 12 , paragraphe 2 de la loi sur la gestion de l'environnement en 1997 et décret d'application en 1998	2000	Deux rapports environnementaux (technique et grand public)	Toutes les entreprises présentant un risque environnemental	Pas de pénalité
Norvège	Chapitre 3 de la loi n°56 du 17 juillet 1998 sur la comptabilité annuelle des sociétés, modifié le 16 juin 2000	1999	Rapport environnemental et social	Toutes	Pénalités en cas de manquement à la loi
Suède	Code de l'environnement (1998)	1999	Rapport environnemental	Toutes les entreprises ayant des activités néfastes pour l'environnement et soumises à obligation de demande de permis	Amende de 5000 SEK et possibilité d'enquête

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

France	Article 116 de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE), Décret d'application 2002-221 du 20 février 2002 et arrêté du 30 avril 2002	2003	Rapport environnemental et social (ainsi que des informations sur la gouvernance)	Toutes les entreprises cotées	Pas de pénalité

Il est important de noter que la loi française se distingue par l'intégration de certaines informations sur le gouvernement d'entreprise à côté des informations environnementales et sociales. En effet, l'article 116 de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux NRE insère après l'article L. 225-102 du code de commerce l'article L. 225-102-1 ainsi rédigé : « *Le rapport visé à l'article L. 225-102 rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16. Il comprend également la liste de l'ensemble des mandats et fonctions exercés dans toute société par chacun de ces mandataires durant l'exercice. Il comprend également des informations, dont la liste est fixée par décret en Conseil d'Etat, sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité* ». Ainsi, la réglementation française ne porte pas uniquement sur les dimensions sociales et environnementales mais également sur la gouvernance. Nous constatons cependant que l'aspect gouvernance est très peu mentionné lorsque l'on parle de l'article 116 de la de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux NRE. Ceci est probablement dû à ce que la dimension gouvernance n'est pas mentionnée dans le décret d'application 2002-221 du 20 février 2002 et l'arrêté du 30 avril 2002 qui spécifient uniquement les éléments concernant les dimensions environnementales et sociales.

Au Royaume-Uni, la communication sociétale est recommandée mais elle n'est pas obligatoire. En effet, plusieurs rapports comme « The Combined Code » publié en 1998 et le rapport Turnbull publié en 1999 encouragent les entreprises à communiquer sur les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance. Cependant, ces rapports ne font pas office de règlementation, il s'agit uniquement de recommandation et de guide de conduite pour les entreprises en matière de communication sociétale. Pourtant, un projet de loi appelé Core Bill (*Corporate reponsible bill*) a été présenté deux fois en 2002 par le député travailliste Linda Perham avec le soutien du groupe d'ONG Core Caolition, rassemblant notamment Les Amis

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

de la Terre et Amensty International. L'objectif de ce projet de loi est de rendre obligatoire la publication d'un rapport portant sur les dimensions environnementale, sociale et économique par les entreprises réalisant plus de 5 millions de livres de chiffre d'affaires. Bien que soutenu par 230 députés, le texte proposé n'a pas été adopté.

Comme nous pouvons le constater à travers le tableau précédent, les différentes réglementations européennes diffèrent sur certains points. Principalement, les différences portent sur les entreprises concernées par l'obligation de communication et la présence ou pas de pénalités en cas de non respect de la loi. Par ailleurs, dans certains pays la communication est focalisée sur une seule dimension (l'environnement pour la Suède, les Pays-Bas et le Danemark et le social pour le Portugal, la Belgique et la France jusqu'à 2003) alors que pour les autres elle couvre au moins les dimensions sociale et environnementale à la fois.

De même que plusieurs des pays qui la composent, la Commission Européenne prend également part au débat sur la communication sociétale des entreprises. Elle évite néanmoins la voie contraignante et opte pour la « *soft law* » afin d'inciter les entreprises à communiquer volontairement sur les aspects sociétaux. La Commission se contente donc de publier le 30 mai 2001 une recommandation relative à la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes et rapports annuels des entreprises. Jugeant la voie de la « *soft law* » insuffisante, le Parlement Européen a demandé en 2002 et 2007 à la Commission de rendre obligatoire la publication d'informations sociales et environnementales à côté des informations comptables et financières pour toutes les sociétés cotées. Cependant, jusqu'à ce jour, la Commission reste encore attachée à l'approche volontaire en ce qui concerne la communication sociétale des entreprises. L'approche volontaire est également privilégiée aux Etats-Unis où il n'existe toujours pas de loi obligeant les entreprises à publier un rapport dédié aux aspects sociaux et environnementaux. Il existe cependant certaines mesures concernant la diffusion d'informations environnementales pour certaines entreprises. En effet, les entreprises cotées doivent fournir des informations sur leurs responsabilités concrètes en matière d'environnement dans les rapports de gestion 10-K et 10-Q. En particulier, elles doivent décrire de quelle manière elles se conforment à la législation environnementale, expliquer les risques environnementaux encourus et les stratégies mises en place pour les réduire et le vote du *Pollution Prevention Act* en 1990 par le congrès, les entreprises ayant de plus de 10 salariés et remplissant d'autres critères définis par l'agence américaine de protection de l'environnement (*Environment Protection Agency, EPA*) doivent fournir des données sur les émissions de certaines matières pour le répertoire des rejets toxiques (*Toxic*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Release Inventory, TRI). D'après le site de l'EPA, la réflexion sur la communication d'informations environnementales par les entreprises a été motivée par les désastres écologiques qui se sont produits dans les années 1980 comme Bhopal qui a causé des milliers de victimes en Inde en 1984. Il convient donc de constater que plusieurs des initiatives visant à améliorer la performance sociétale des entreprises et leur communication sur ces aspects interviennent à la suite d'un événement marquant.

Ainsi, la mise en place d'une loi pour contraindre les entreprises à publier des rapports sociétaux ne fait pas l'unanimité. Alors que certains pays comme la Norvège, la et la France optent pour la réglementation, d'autres pays comme la Grande-Bretagne et les Etats-Unis préfèrent une approche volontaire. Bien qu'encourageants sur certains aspects, les premiers bilans sur les retombées des règlementations pionnières relèvent un nombre de limites concernant leur efficacité.

Principalement, les constats encourageants concernent l'augmentation du nombre d'entreprises publiant des rapports sociétaux après l'entrée en vigueur d'une réglementation même lorsqu'il n'y a pas de sanction prévue en cas de manquement à la loi. En effet, l'étude de BIiekart et Ree (1999) sur les retombées de la loi sur la communication environnementale en 1997 aux Pays-Bas souligne que malgré l'opposition des industriels hollandais avant l'adoption de cette loi par le Parlement Hollandais, ceux-ci ont mis les moyens nécessaires pour s'y conformer dès qu'elle a été votée. Ainsi, avant même l'entrée en application de la loi, 37 entreprises hollandaises sur les 330 visées par cette loi ont publié en 1997 un rapport environnemental. Et bien que la loi Hollandaise ne prévoie pas de sanction, deux années seulement après l'entrée de la loi en application, plus 250 entreprises hollandaises publient, conformément à la réglementation, deux rapports environnementaux séparés : l'un destiné à l'administration et l'autre au grand public (KPMG, 2002). De même, en France le vote de la loi NRE en 2001 engendre un bond considérable du nombre de rapports sociétaux publiés par les entreprises, et ce avant même son entrée en application. Ainsi, en 2000, seulement 18% des sociétés cotées au CAC 40 publiaient un rapport sociétal. Deux ans plus tard, ce taux est devenu 90% (les 10% correspondent à des sociétés étrangères qui ne sont pas soumises à la loi NRE) (Capron & Quairel-Lanoizelée, 2004).

Cependant, les réglementations sur la communication sociétale ne sont pas exemptes de critiques. Les principales critiques formulées concernent l'imprécision des lois et la faible qualité des documents produits. Dans le cas de la réglementation hollandaise, BIiekart et Ree (1999) soulignent notamment le manque d'harmonisation entre les publications des

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

différentes entreprises et la difficulté de vérifier la sincérité des informations communiquées. Par ailleurs, l'étude de Rikhardsson (1999) sur les effets de la mise en place de la réglementation « Green Account Act » au Danemark l'amène à deux principaux constats. Le premier concerne la pauvreté du contenu informationnel des rapports publiés et le deuxième est le faible intérêt qu'ils suscitent chez les parties prenantes visées. Cet accueil peu chaleureux de la part des destinataires s'explique selon l'auteur, d'une part, par la qualité limitée des données publiées et, d'un autre, par le manque d'évaluation de la part des entreprises des véritables attentes de leurs parties prenantes. En outre, de même que BIiekart et Ree (1999), Rikhardsson (1999) regrette la difficulté de s'assurer de la sincérité du contenu des rapports et l'absence d'avis externe sur la qualité des données communiquées. Rikhardsson (1999) suggère donc aux pays qui souhaitent s'inspirer de la réglementation Danoise d'aller plus loin dans la définition du contenu des rapports environnementaux et de préciser les indicateurs et les critères de performance environnementale à publier. Pourtant, la réglementation française apparue quelques années plus tard n'a pas réussi à s'affranchir de tous les défauts soulignés pour les réglementations qui l'ont précédée. En effet, bien que le décret n°2002-221 du 20 février 2002 et l'arrêté du 30 Avril 2002 sont venus préciser le contenu de l'article n°16 de la loi NRE, plusieurs zones d'ombres existent quant aux modalités d'application de la loi (existent quant aux modalités d'application de la loi (Capron & Quairel-Lanoizelée, 2004 ; Igalens, 2004 ; Perrin, 2003). Principalement, la loi ne précise pas le périmètre des informations à fournir pour les entreprises cotées sur la place parisienne et possédant des filiales dans d'autres régions. Aucune indication ne permet de déterminer si la loi concerne uniquement la holding cotée à la Bourse de Paris, l'ensemble des filiales situées en France, ou bien tout le groupe avec ses filiales implantées en France et à l'international. Par ailleurs, le décret du 20 Avril 2002 définissant les informations relatives aux rejets environnementaux se contente de donner une liste générale des émissions concernées par l'obligation de publication. Il ne fournit ni de critères précis pour présenter les informations ni de recommandations sur la consolidation des données. Ces imprécisions laissent donc la voie libre aux interprétations. Par conséquent, les entreprises peuvent choisir le degré de transparence qu'elles souhaitent concernant leurs pratiques sociales et environnementales. Selon Perrin (2003), ce manque de précision dans la réglementation peut être interprété comme une tolérance sur la variété de présentations possibles de la part des entreprises. En outre, une telle liberté dans la publication des informations sociales et environnementales rend la comparaison entre les entreprises difficile voire impossible.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ainsi, les règlementations mises en place concernant la publication d'informations sociétales des entreprises souffrent encore de plusieurs limites. Néanmoins, même avec leurs imperfections, elles contribuent d'une certaine manière à l'institutionnalisation de la communication sociétale. Par exemple, depuis l'entrée en vigueur de l'article 116 de la loi NRE, le nombre d'entreprises françaises publiant des informations sociétales ne cesse d'augmenter, et ce même parmi les entreprises non concernées par la loi (les entreprises non cotées) (KPMG, 2008). Ceci dit, il est possible d'obtenir de bons scores en termes de communication sociétale sans recours à la coercition par la loi. En effet, selon KPMG (2008), la comparaison entre les entreprises appartenant aux 100 plus grandes de leurs pays et publiant des informations sociétales fait apparaître les entreprises anglaises au deuxième rang (la comparaison porte sur les 100 plus grandes entreprises de chacun des 22 pays étudiés par KPMG, à savoir : L'Australie, le Brésil, le Canada, la République tchèque, le Danemark, la Finlande, la France, la Hongrie, l'Italie, le Japon, le Mexique, la Norvège, le Portugal, la Roumanie, l'Afrique du Sud, la Corée du Sud, l'Espagne, la Suède, la Suisse, les Pays-Bas, Le Royaume-Uni et les Etats-Unis). Autrement dit, il y a plus d'entreprises anglaises appartenant au Top 100 de leur pays qui publient des informations sociétales que d'entreprises comparables situées dans d'autres pays où cette pratique est encadrée par la loi comme la France, le Danemark ou la Suède.

Le rôle joué par la loi dans la promotion de la de la communication sociétale n'est donc pas si évident à déterminer. Cependant, il est clair que si la règlementation a un rôle à jouer dans ce domaine, il serait plus du côté de l'harmonisation de l'information publiée -aussi bien en termes de forme que de contenu- et de celui de la certification des données publiées. En effet, si l'objectif est de garantir plus de transparence par rapport aux performances sociétales des entreprises, il est important que les informations publiées par celles-ci soient fiables et comparables. Ces conditions sont par ailleurs cruciales, si l'on souhaite voir les informations sociétales prises en compte dans la valorisation des entreprises par les investisseurs au même titre que les informations financières et comptables.

Les informations sociétales ne sont cependant pas uniquement l'apanage des entreprises, elles peuvent provenir de plusieurs autres sources comme les médias, les ONG ou encore, depuis quelques années, les organismes de notation sociétale.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.3 La notation sociétale

La notation sociétale consiste à évaluer les entreprises sur un nombre de critères extra-financiers dans le but de formuler une opinion sur leur niveau de performance sociétale. Elle s'appuie sur un processus de recherche et d'analyse des informations pertinentes disponibles sur les entreprises. Cette activité permet aux parties prenantes qui s'interrogent sur le comportement sociétal et les externalités positives et négatives de l'entreprise de la cerner et de prendre des décisions. Par exemple, les consommateurs soucieux du respect de certaines valeurs sociétales, comme la protection de l'environnement ou le respect du droit de travail, ont besoin de se faire une opinion de la performance sociétale de l'entreprise (PSE) pour déterminer leurs choix de consommation. De même, les investisseurs socialement responsables ou les chercheurs d'emploi désireux de travailler dans une entreprise correspondant à leurs valeurs sociétales ont besoin d'évaluer la PSE pour affiner leurs choix d'investissement ou de candidature.

La recherche d'informations sociétales par les parties prenantes peut s'appuyer sur différentes sources comme les médias, les ONG ou encore les entreprises à travers leurs publications. Chaque individu peut, s'il le souhaite, se lancer dans la quête et l'analyse des informations nécessaires pour se faire une opinion de la performance sociétale de l'entreprise. Le processus de collecte, de comparaison et d'évaluation des informations peut cependant être fastidieux et difficile pour plusieurs raisons comme : le nombre des entreprises étudiées et des données recherchées, la difficulté d'accès à certaines informations, le temps nécessaire à la recherche et l'analyse, ou encore le manque de compétence et de ressources pour faire ce travail.

Face à ces difficultés, les agences de notation se proposent de faire ce travail de recherche et d'analyse des informations à la place de l'utilisateur et de lui délivrer directement une mesure de la performance sociétale de l'entreprise prête à être intégrée dans son processus de décision.

Il est important de préciser que certains organismes développent l'activité de notation sociétale (ou extra-financière) pour leurs propres besoin en interne. Ils n'ont donc pas pour vocation de publier les résultats de leurs activités de notation à d'autres parties prenantes C'est le cas de certaines sociétés de gestion comme Calvert qui utilise sa notation pour les choix des titres de ses propres fonds d'investissement socialement responsable. Cependant, nous nous intéressons ici uniquement aux structures de notation extra-financière qui diffusent leurs analyses et leurs opinions à des acteurs externes.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.3.1 Les agences de notation sociétale : émergence et premiers pas

Les agences de notation sociétale, également appelées agences de notation extra- financière ou agences d'analyse sociétale, sont spécialisées dans la collecte et l'analyse d'informations extra-financières. Leur travail permet de donner aux parties prenantes une opinion sur les comportements des organisations étudiées d'un point de vue éthique ou sociétal.

Les agences de notation sociétale représentent une industrie relativement nouvelle. Plus précisément, leur apparition date du début des années 1970. Cependant elles ont commencé à se développer de manière importante uniquement à partir du milieu des années 1990. Au départ, ce sont les investisseurs socialement responsables qui ont le plus encouragé la naissance de structures spécialisées dans la collecte et l'analyse de données extra-financières sur les entreprises. En effet, les agences de notation sociétales sont nées dans la perspective de répondre au besoin croissant d'information sur la performance sociétale en provenance des investisseurs socialement responsables. Par la suite, le rôle des agences de notation s'est graduellement élargi pour couvrir les besoins d'autres acteurs comme les entreprises, les associations ou encore les investisseurs « classiques ». Néanmoins, jusqu'à la fin des années 1990, les missions de ces agences restent essentiellement orientées vers le marché de l'ISR. Le principal rôle des agences de notations dans ce marché est alors d'aiguiller les investisseurs en leur proposant différents types de services standardisés (Perrin, 2003), principalement :

- la collecte et l'analyse d'informations sociétales (*research*)
- le traitement d'univers d'investissement au moyen de filtres de sélection (*screening*)
- la notation (*rating*)
- la détermination de listes de sélection (sur filtres et/ou notes) permettant de classer les titres selon leurs niveaux de performances sociétales et/ou leurs degrés de satisfaction des critères de screening (positif et/ou négatif).

De manière plus générale, nous pouvons dire que les agences de notation sociétale apportent expertise et moyens pour répondre aux besoins des parties prenantes ayant besoin d'évaluer la performance sociétale d'une entreprise.

Il est cependant important de noter qu'outre l'expertise et les moyens, le principal nouvel apport des agences de notation sociétale est l'opérationnalisation et la standardisation de la notion de PSE restée pendant longtemps abstraite et fuyante. En effet, malgré les tentatives de différents auteurs pour faire de la PSE une notion pragmatique (Sethi, 1975 ; Wartick &

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Cochran, 1985 ; Wood, 1991a ; Wood, 1991b), les modèles et définitions proposées dans la littérature ne permettent pas une réelle opérationnalisation de cette notion (voir 1.2.5). D'un autre côté, d'autres auteurs affirment même que la notion de PSE est si complexe qu'il est impossible de la définir correctement et encore moins de la quantifier ou d'en proposer une mesure agrégée (Agle & Kelley, 2001 ; Rowley & Berman, 2000). L'incapacité de mesurer la PSE risque néanmoins de provoquer des doutes autour de la validité de cette notion et de bloquer par conséquent toutes sortes de décisions qui y sont liées et notamment celles relatives à l'ISR (Hellsten & Mallin, 2006 ; Vogel, 2005). Vues sous cet angle, les agences de notation sociétale permettent d'une certaine manière de remédier à cette situation de blocage en proposant aux utilisateurs potentiels une mesure standardisée de la PSE.

Déjean et al. (2004) rappellent cependant que quelle que soit la méthode utilisée par l'agence de notation pour quantifier et mesurer la PSE, le processus mis en place ne peut pas être neutre sur le résultat produit. En effet, toute tentative de quantification implique forcément une perte d'information et un remodelage de la notion, notamment à cause de l'abandon des éléments qui ne peuvent être standardisés et quantifiés (T. M. Porter, 1994, 1995). Néanmoins, la mise en place de processus et de méthodes pour mesurer la PSE est un enjeu important pour les agences de notation. Tout d'abord, car leur aptitude à mesurer la PSE représente le principal apport de leur activité et justifie donc leur présence sur le marché. Ensuite, en tant que nouvelle industrie, la notation sociétale doit s'appuyer sur un socle technique et rationnel pour paraître crédible et légitime aux yeux de leurs potentiels partenaires. En effet, à défaut de pouvoir se référer à des réalisations passées, les industries émergentes doivent s'appuyer sur des standards bien établis pour pallier leur manque d'expérience et leur absence d'historique (Aldrich & Fiol, 1994 ; Déjean et al., 2004). La mise en place d'outils de mesure permet aux pionniers d'une industrie émergente de définir des règles et des normes institutionnelles pour leur activité et de fonder ainsi sa légitimité auprès des utilisateurs de ses produits et services (Callon, 1998 ; Déjean et al., 2004). Par ailleurs, l'évaluation de la PSE sur la base d'outils de mesure standardisés est un argument de taille pour les agences de notation auprès de leur principale cible, à savoir les investisseurs. En effet, ces derniers ont l'habitude de s'appuyer sur des données objectives, comparables et rationnelles pour prendre leurs décisions. Pour adresser le marché de l'investissement, les agences de notation doivent donc rentrer le plus possible dans le moule de cette industrie et lui assurer le sérieux de leur démarche à travers les processus et les outils de mesure mis en place. En outre, la capacité de quantifier et mesurer la PSE à travers une méthode standardisée

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

représente pour les agences de notation sociétale le garant de l'objectivité des opinions qu'elles délivrent sur la performance sociétale des entreprises.

Ainsi, l'aptitude à évaluer « rationnellement » et « objectivement » la PSE constitue pour les agences de notation sociétale à la fois leur raison d'être et leur principal outil de légitimation auprès de leurs partenaires.

La première agence de notation sociétale dans le monde est apparue aux Etats-Unis en 1972. Il s'agit d'une organisation à but non lucratif portant le nom de l'IRRC (*Investor Responsibility Research Center*). Au départ, l'IRRC est fondée dans le but de répondre à la demande d'information croissante des investisseurs concernant l'implication des entreprises dans la guerre du Vietnam (Bertelsmann Foundation, 2006). Plus particulièrement, le travail d'investigation d'IRRC permet aux investisseurs poursuivant une stratégie d'engagement actionnarial de se préparer aux réunions avec les entreprises et aux assemblées générales. Progressivement, l'IRRC élargit son panel de sujets couverts au gouvernement d'entreprise, à l'éthique et au développement durable pour répondre aux demandes variées des investisseurs. L'IRRC reste néanmoins focalisée sur le soutien des démarches de l'engagement actionnarial. En 2006, l'IRRC vend ses activités de conseil aux investisseurs institutionnels à la société de conseil RiskMetrics. De l'agence de notation historique est restée une entité appelée l'IRRC Institute, une organisation à but non lucratif qui a pour mission principale de financer les projets de recherche sur l'utilisation des informations sociétales par les investisseurs et de diffuser les résultats de ces recherches.

A partir des années 1980, d'autres agences de notation sociétale commencent à apparaître comme EIRIS (Ethical Investment Research Service) en 1983 et PIRC (Pensions & Investment Research Consultants Ltd) en 1986 en Grande-Bretagne et KLD en 1988 aux Etats-Unis. Cependant, c'est pendant les années 1990 que nous constatons un accroissement significatif du nombre d'agences de notation sociétale créées comme : Ethibel en 1992 en Belgique, Caring Company en 1992 en Suède, Oekom en 1993 en Allemagne, SAM en 1995 en Suisse, Innovest en 1995 au Canada, AReSE en 1997 en France, Avanzi en 1999 en Italie, etc.

L'accroissement du nombre d'agences de notation sociétale durant les années 1990 est fortement lié au développement exponentiel des montants de l'ISR constaté à cette période (voir 2.1.3). En effet, jusqu'à la fin des années 1990, les agences de notation concentrent l'offre de leurs services sur les investisseurs socialement responsables et plus particulièrement

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

les institutionnels parmi eux (de Brito et al., 2005). La rémunération des agences de notation est assurée alors principalement par les investisseurs institutionnels qui acceptent de payer pour avoir accès à leurs analyses et études. En effet, plusieurs des sociétés de gestion font le choix d'externaliser l'activité de notation extra-financière et de compter sur les services d'un prestataire externe comme les agences de notation. Par ailleurs, un grand nombre des sociétés de gestion disposant de leur propre équipe d'analyse extra-financière complètent leurs propres analyses produites en interne par celles des agences de notation sociétale. Ce service vendu par les agences aux investisseurs institutionnels est connu aujourd'hui sous le nom de notation déclarative.

Avec la multiplication des agences créées, plusieurs d'entre elles tentent vers la fin des années 1990 de se diversifier afin d'assurer leur pérennité et leur croissance. Ainsi, à côté de leur activité traditionnelle, la notation déclarative, de nouveaux produits et services se sont développés progressivement au sein des agences de notation sociétale. Certains sont restés orientés vers leur clientèle historique, les investisseurs socialement responsables, d'autres ont pris pour cible les investisseurs classiques et d'autres encore se sont tournés vers de nouveaux clients comme les entreprises ou les organismes publics (collectivités, mairies, etc.).

2.3.2 Les produits et services des agences de notation sociétale: d'un marché de niche à un marché de masse

Une quarantaine d'années après la création de la première agence de notation sociétale, le modèle des agences continue encore à évoluer. Leurs palettes de produits et services s'étoffent et leurs missions changent. Cependant, le niveau de diversification des activités n'est pas le même pour toutes les agences de notation sociétale. Certaines d'entre elles offrent plus de produits et de services que d'autres. Le tableau ci-dessous présente les principaux produits et services proposés par une quinzaine d'agences de notation sociétale apparues entre 1972 et 2004 à différents endroits du monde.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 9 : Exemples d'agences de notation sociétale et de produits et services offerts

Nom de l'agence	Pays	Année de lancement	Principaux produits et services offerts
IRRC (Investor Responsibility Research Center)	Etats-Unis	1972	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec une orientation plus prononcée vers la gouvernance - Accompagnement dans les démarches d'activisme actionnarial - Conseil aux investisseurs institutionnels Remarque : l'IRRC est absorbé par RiskMetrics en 2006
EIRIS (Ethical Investment Research Service)	Grande-Bretagne	1985	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec des approches positive et négative - Accompagnement dans les démarches d'activisme actionnarial - Conseil aux entreprises (EIRIS ne fait pas de consulting chez les entreprises faisant partie de son univers de notation déclarative) - Conseil aux investisseurs institutionnels et aux associations caritatives - Gestion d'indice socialement responsable - Notation déclarative de pays
PIRC (Pensions & Investment Research Consultants Ltd)	Grande-Bretagne	1986	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation de la gouvernance - Accompagnement dans les démarches d'activisme actionnarial - Conseil aux investisseurs institutionnels
KLD Research and Analytics Inc.	Etats-Unis	1988	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec des approches positive et négative - Support dans les démarches d'activisme actionnarial - Conseil aux investisseurs institutionnels - Gestion d'indice socialement responsable Remarque : KLD est filiale groupe RiskMetrics depuis 2009
Forum Ethibel	Belgique	1992	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec des approches positive et négative - Gestion d'indice socialement responsable - Notation sollicitée d'entreprises Remarque : Ethibel est filiale du groupe Vigéo depuis 2005
Oekom Research	Allemagne	1993	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec des approches positive et négative - Conseil aux investisseurs - Notation déclarative de pays
Innovest	Canada	1995	- Notation déclarative d'entreprises (grandes, moyennes et petites) : notation des critères ESG avec une approche positive - Notation déclarative de pays Remarque : Innovest s'est concentrée sur l'activité de conseil depuis son rachat par RiskMetrics en 2009

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Sustainable Asset Management (SAM) Group Holding AG	Suisse	1995	- Notation déclarative d'entreprises (grandes, moyennes et petites): notation des critères ESG avec une approche positive - Notation sollicitée d'entreprises - Gestion d'indice socialement responsable
AReSE	France	1997	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec une approche positive Remarque : AReSE est abosrbé par Vigéo en 2002
Corporate Library	Etats-Unis	1999	- Notation déclarative (grandes capitalisations) : notation de la gouvernance - Accompagnement dans les démarches d'activisme actionnarial
Covalence	Suisse	2001	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des conditions de travail, impacts de la production, impacts des produits et impacts institutionnels avec une approche positive. - Conseil aux entreprises et ONG
Core Ratings	Grande-Bretagne	2002	- Notation déclarative d'entreprises (grandes, moyennes et petites capitalisations) : notation des critères ESG avec une approche positive - Notation sollicitée d'entreprises Remarque : Core Ratings est absorbé par BMJ Ratings en 2004
Ethifinance	France	2003	- Notation déclarative d'entreprises (Grandes, Moyennes et petites capitalisations) : notation des critères ESG avec une approche positive - Notation sollicitée d'entreprises - Notation déclarative de pays
BMJ Ratings	France	2004	- Notation sollicitée d'entreprises, collectivités locales, associations, ONG, universités, etc. - Notation déclarative de pays
Vigéo	France	2002	- Notation déclarative d'entreprises (grandes capitalisations) : notation des critères ESG avec une approche positive - Notation sollicitée d'entreprises et collectivités locales - Conseil aux investisseurs institutionnels - Gestion d'indice socialement responsable - Notation déclarative de pays

Le premier constat que nous pouvons faire à travers ce tableau est que la majorité des agences de notations qui y figurent proposent des produits et des services destinés à leur clientèle historique : les investisseurs socialement responsables. En effet, nous pouvons remarquer l'existence de produits correspondant à différentes approches de l'ISR comme l'activisme actionnarial et l'application de filtres positifs et négatifs dans la sélection des titres. Selon les agences, l'analyse proposée permet de couvrir une à plusieurs approches d'investissement socialement responsable. En effet, il est possible de trouver des agences dont la recherche destinée aux investisseurs :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- se focalise sur une seule thématique comme par exemple The Corporate Library qui analyse et évalue uniquement l'aspect gouvernement des entreprises ;
- soutient une approche d'activisme actionnarial. Ce sont des agences qui se spécialisent dans l'accompagnement des investisseurs poursuivant une démarche d'activisme en leur fournissant les conseils et les informations nécessaires pour déposer des résolutions ou pour voter lors des assemblées générales. C'est par exemple le cas de PIRC et de l'IRRC jusqu'à 2006 ;
- s'appuie sur une approche de sélection positive comme Ethifinance, Covalence et Vigéo ;
- couvre plus d'une approche comme par exemple l'agence américaine KLD et l'agence britannique EIRIS. En effet, KLD propose une évaluation des entreprises qui s'appuie à la fois sur une approche positive et négative. Quant à l'agence EIRIS, en plus d'une évaluation selon une double approche de sélection positive et négative, elle offre un service spécialisé dans le conseil et le soutien de l'activisme actionnarial.

Ensuite, nous pouvons constater que la notation déclarative des entreprises constitue le produit le plus présent dans l'offre des agences de notation. Ce produit destiné aux milieux d'investissement consiste à évaluer un ensemble d'entreprises sur la base d'informations publiques afin de déterminer leur niveau de performance sociétale. Les domaines les plus fréquemment évalués sont l'environnement, le social et la gouvernance. Au bout du processus d'évaluation, chaque entreprise analysée se voit attribuer une note sur une échelle allant généralement de très insatisfaisant à très satisfaisant (plusieurs échelles existent selon les agences). Ce type de notation ne nécessite pas l'accord préalable de l'entreprise et se fait de manière périodique à des intervalles de temps pouvant aller de 6 mois à 2 ans selon les agences.

Par ailleurs, d'autres produits se développent en destination des investisseurs. Il s'agit essentiellement des indices socialement responsables et du conseil aux investisseurs institutionnels. L'apparition de ces nouveaux produits témoigne de l'intérêt croissant des agences pour les milieux d'investissement. Peu d'entre elles, laissent de côté le marché de l'investissement. Dans le tableau ci-dessus, la seule agence parmi l'échantillon présenté qui ne cible pas les investisseurs est BMJ Ratings. Nouvelle arrivée sur le marché de la notation sociétale des entreprises après le rachat de Core Ratings, BMJ s'est positionnée exclusivement sur le marché de la notation sollicitée. A ses débuts, cette activité visait principalement les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

entreprises mais aujourd'hui elle est également proposée à d'autres types d'organisation comme les associations, les ONG ou les collectivités locales. La notation sollicitée consiste à évaluer la performance sociétale d'une organisation à sa propre demande afin de lui permettre de déceler ses points forts et ses points de progrès. Depuis quelques années, ce produit est devenu présent dans l'offre de plusieurs agences de notation comme Covalence, EIRIS ou Vigéo.

2.3.2.1 La notation déclarative

Malgré la concurrence accrue, la notation destinée au marché de l'investissement est présente dans l'offre de la plupart des agences de notation. Cependant, bien qu'elle constitue l'activité traditionnelle offerte par la majorité des agences de notation sociétale, la notation déclarative n'obéit pas partout aux mêmes règles. L'analyse et l'évaluation offerte aux investisseurs diffère de manière plus ou moins importante entre les différentes agences présentes sur le marché. En effet, contrairement aux agences de notation financière qui ont des démarches quasi similaires dans l'analyse de la qualité de dette des risques de faillite des entreprises, les agences de notation sociétale ont différentes approches de notation sociétale. Cette hétérogénéité des approches adoptées par les différentes agences provient essentiellement du positionnement choisi par l'agence par rapport aux différentes approches de l'ISR. Ce choix étant souvent dicté par l'approche dominante chez les clients visés par les agences. Par exemple, l'exclusion est très pratiquée par les investisseurs nord américains et britanniques contrairement à la grande majorité des investisseurs de l'Europe continentale qui privilégient l'approche *best-in-class*.

Outre les approches, les méthodes d'évaluation de la performance sociétale des entreprises peuvent également diverger. Les différences sont particulièrement visibles au niveau des filtres de sélection ou d'exclusion utilisés dans les approches positive et négative. De manière générale, l'évaluation selon une approche positive ou *best-in-class* consiste pour une agence à mesurer la performance sociétale en comparant les entreprises par rapport à leurs pairs du même secteur d'activité sur un nombre de domaines sociétaux. Quant à l'évaluation selon une approche négative ou d'exclusion, elle suppose que l'agence examine toutes les activités et toutes les participations financières des entreprises couvertes dans le but de cerner celles d'entre elles qui génèrent des revenus provenant d'activités considérées comme « non responsables » ou « non éthiques ». Ces approches d'évaluations ne bénéficient cependant pas de méthodes communément acceptées concernant leur mise en application. Par conséquent,

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

nous pouvons trouver différentes déclinaisons de ces approches dans les agences de notation à travers les critères utilisés pour évaluer les entreprises. Le tableau 10 suivant présente les critères d'évaluation de quatre agences de notation sociétale différentes : Vigéo et Forum Ethibel qui appartiennent au groupe Vigéo, le leader européen de la notation sociétale selon Novethic (2010), Eiris, l'agence européenne pionnière classée quatrième par Novethic (2010) sur le marché européen et KLD, premier fournisseur de données extra-financières aux Etats-Unis.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 10 : Exemples de critères d'évaluation des entreprises par les agences de notation sociétale

(Sources : sites internet des organismes cités)

Organisme de notation	Critères
Vigéo (France)	**Les critères de sélection positifs** **-Les ressources humaines :** amélioration continue des relations professionnelles, des relations d'emploi et des conditions de travail. **-Les comportements sur les marchés :** prise en compte des droits et intérêts des clients, intégration de standards sociaux et environnementaux dans la sélection des fournisseurs et sur l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement, prévention effective de la corruption, respect des règles concurrentielles. **-Les droits de l'homme :** respect de la liberté syndicale et promotion de la négociation collective, non-discrimination et promotion de l'égalité, élimination des formes de travail proscrites (enfants, travail forcé), prévention des traitements inhumains ou dégradants de type harcèlements sexuels, protection de la vie privée et des données personnelles. **-L'environnement :** protection, sauvegarde, prévention des atteintes à l'environnement, mise en place d'une stratégie managériale appropriée, éco-conception, protection de la biodiversité et maîtrise rationnelle des impacts environnementaux sur l'ensemble du cycle de vie des produits ou services. **-La gouvernance :** efficience et probité, assurance de l'indépendance et de l'efficacité du Conseil d'administration, effectivité et efficience des mécanismes d'audit et de contrôle et notamment inclusion des risques de responsabilité sociale, respect des droits des actionnaires et notamment des minoritaires, transparence et rationalité de la rémunération des dirigeants. **-L'engagement sociétal :** effectivité, intégration managériale de l'engagement, contribution au développement économique et social des territoires d'implantation et de leurs communautés humaines, engagements concrets en faveur de la maîtrise des impacts sociétaux des produits et des services, contribution transparente et participative à des causes d'intérêt général.
Forum Ethibel	**Les critères de sélection positifs** **-La politique sociale interne :** L'évolution de l'emploi et la nature des contrats, opportunités de formation pour les travailleurs, politique d'égalité des chances de l'entreprise et ses effets sur le nombre de femmes exerçant des fonctions supérieures, attitude de l'entreprise vis-à-vis des travailleurs de cultures différentes, structure de rémunération, politique de sécurité en entreprise, structures de concertation, participation des travailleurs à la politique de l'entreprise. **-La politique environnementale :** système global de préservation de l'environnement, certification par un organisme externe, utilisation des matières premières et de l'énergie, exigences environnementales prescrites aux fournisseurs et sous-traitants, émissions et déchets, qualité des publications environnementales, mesures de réduction de l'impact environnemental des produits, coopération à des initiatives environnementales qui dépassent le cadre de l'entreprise (participation à des groupes activistes ou à des campagnes, lobbying, infractions, anticipation de la législation future, etc.). **-La politique sociale externe :** impacts des activités de l'entreprise sur la qualité du développement de la société, communication vis-à-vis des parties prenantes, qualité des principes ou du code de conduite couvrant les Droits de l'Homme, infractions, condamnations, exigences formelles prescrites aux fournisseurs et sous-traitants dans les pays et territoires sensibles. **-La politique éthico-économique :** bonne gestion du potentiel économique, gouvernance d'entreprise (composition et organisation du conseil d'administration, qualité des informations financières et du *reporting* en matière de gouvernance), qualité du code éthique, respect des obligations contractuelles, présence de certificats de qualité (ISO9000, EFQM, TQM), relations

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

	durables et constructives avec les clients, fournisseurs, actionnaires et pouvoirs publics. **Les critères de sélection négatifs** **-Les critères d'exclusion :** tabac, armement, énergie nucléaire, jeux de hasard. **-Les activités controversées :** alcool, mauvais traitement sur les animaux, substances chimiques dangereuses, OGM dans l'alimentation
EIRIS	**Les critères de sélection positifs** **-L'environnement :** KLD ou, politique environnementale, performance environnementale, communication environnementale, substances appauvrissant la couche d'ozone, pesticides, convictions écologiques, bois dur tropical, divers impacts des produits ou des processus, pollution des eaux. **-Le social :** les relations avec la communauté, l'égalité des chances, santé et sécurité, approvisionnement, syndicats et participation des employés, formation. **-La gouvernance :** pratiques des dirigeants, code d'éthique, management des risques sociaux, environnementaux et éthiques, femmes dans l'équipe de direction. **-Autres sujets :** communication d'entreprise, produits et services positifs ... **Les critères de sélection négatifs** **-Les critères d'exclusion classiques :** alcool, jeu, armement, pornographie, tabac. **-Autres critères :** liés aux effets néfastes de certaines technologies ou industries comme par exemple l'agriculture intensive, la production de la viande, les tests sur les animaux ou l'ingénierie génétique.
KLD	**Les critères de sélection positifs** **-L'environnement :** produits à effets positifs, énergie propre, changement climatique, émissions dangereuses. **-Le social :** relations avec la communauté, diversité, relations avec les employés, droits de l'homme, produits. **-La gouvernance :** comptabilité, rémunérations, contrôle du capital, dépenses d'ordre politique, transparence. **Les critères de sélection négatifs** **-L'implication dans des activités controversées :** avortement, contraception, jeux, pornographie, alcool, tabac, armement, énergie nucléaire.

Le tableau 10 ci-dessus illustre les similitudes et les différences pouvant exister entre les méthodes de notation par les agences.

Un premier point de similitude consiste dans la définition d'un référentiel avec un nombre de thématiques générales déclinées ensuite en plusieurs critères pour mesurer la performance sociétale d'une entreprise. Cependant, le nombre et l'appellation des thématiques peuvent être différents. Par exemple, le référentiel de Vigéo comporte six thématiques (ressources humaines, comportement sur les marchés, droits de l'homme, environnement, gouvernance et engagement sociétal) alors que celui de KLD en comporte quatre (l'environnement, le social, la gouvernance et l'implication dans des activités controversées). Par ailleurs, certaines agences, comme KLD, EIRIS ou Forum Ethibel, s'appuient sur des critères de sélection positive et des critères sélection négative alors que d'autres, comme SAM et Vigéo, n'utilisent que des filtres de sélection positive.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les domaines évalués par les agences constituent le deuxième point commun entre la plupart d'entre elles. En effet, la plupart des agences examinent des critères qui se rapportent aux trois domaines suivants : l'environnement, le social et la gouvernance. Cependant, le niveau de détail dans l'évaluation de ces thèmes peut être différent selon les agences. Par exemple les critères concernant la dimension sociale sont beaucoup plus développés chez Vigéo et Forum Ethibel que chez KLD et EIRIS. Concernant la dimension environnementale, les critères définis par Vigéo se focalisent uniquement sur l'évaluation des activités de l'entreprise étudiée alors que ceux définis par Forum Ethibel couvrent également les activités des sous-traitants et des fournisseurs. Les évaluations des agences peuvent également diverger par rapport au niveau de l'analyse. Plus particulièrement, nous remarquons que l'évaluation porte parfois sur les réalisations, d'autres sur les stratégies et les intentions des entreprises et d'autres encore sur les deux niveaux à la fois. Par exemple, l'évaluation de la dimension environnementale chez Vigéo, Forum Ethibel et EIRIS prend en compte à la fois les réalisations et les politiques affichées par l'entreprise alors que chez KLD elle se concentre uniquement sur les réalisations.

De même que les critères de sélection positive, les critères de sélection négative peuvent varier entre les agences qui les appliquent. Plus exactement, la comparaison des critères négatifs utilisés par Forum Ethibel, EIRIS et KLD nous permet de constater qu'il y a un noyau de critères commun à ces trois agences et des critères propres à chacune d'entre elles. Les critères communs sont : le tabac, l'armement et l'alcool. Ces critères sont issus des filtres négatifs classiques utilisés par les premiers investisseurs socialement responsables (les congrégations religieuses). Ensuite, selon sa localisation géographique et la sensibilité de la clientèle ciblée, chaque agence peut définir des filtres négatifs supplémentaires (exemples : l'avortement et la contraception chez KLD, l'utilisation des OGM dans l'alimentation chez Forum Ethibel et l'ingénierie génétique chez EIRIS). En outre, dans certains cas, la liste des filtres est laissée ouverte aux changements. Par exemple, EIRIS précise que sa liste de critères d'exclusion est susceptible d'évoluer dans le temps selon le contexte et la demande de ses clients. Enfin, dans le cas de Forum Ethibel, les critères négatifs correspondent à deux processus de décision différents : « les critères d'exclusion » amènent systématiquement à l'exclusion des entreprises alors que les « activités controversées » amènent à un examen attentif à la suite duquel l'entreprise impliquée peut être exclue ou juste perdre des points.

Ainsi, nous remarquons que les référentiels d'évaluation des agences de notation sociétale sont loin d'être homogènes. Ces différences dans les référentiels traduisent les différences

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

culturelles entre les agences et confirment la non-universalité des notions d'éthique et de responsabilité sociétale de l'entreprise. En effet, il semble tout à fait logique qu'en partant de visions différentes de la RSE, les agences n'aboutissent pas à une méthode d'évaluation unique de la PSE.

2.3.2.2 Les indices boursiers socialement responsables

Un indice boursier socialement responsable est un indice boursier qui inclut, à partir d'un univers boursier donné, les entreprises qui répondent à certaines exigences en termes de performance sociétale. Généralement, la gestion de ce type d'indice est partagée entre une agence de notation sociétale et un organisme financier. L'agence de notation sociétale est chargée d'évaluer les performances sociétales des entreprises et de déterminer périodiquement la liste des titres éligibles à l'indice. Selon la périodicité définie pour sa révision (annuelle ou semestrielle ou trimestrielle), l'agence annonce les nouveaux titres à inclure et les titres à exclure de l'indice. L'organisme financier a pour rôle de suivre les mouvements des titres inclus et de calculer la performance de l'indice. Le premier indice de ce type est le Domini 400 Social Index lancé en 1990 par l'agence KLD. C'est l'aîné de la famille des indices socialement responsables lancés plus tard par KLD. Jusqu'au lancement du NaturAktienIndex en 1997, le Domini 400 Social Index reste le seul indice socialement responsable sur le marché. Plusieurs agences lancent ensuite leurs propres indices selon leurs propres critères. La création de nouveaux indices s'accélère durant les années 2000 dans plusieurs régions du monde et spécialement en Europe. Aujourd'hui, la plupart des agences qui proposent de la notation déclarative ont au moins un indice boursier socialement responsable.

En 2007, l'ORSE dénombre 12 familles d'indices boursiers socialement responsables (tableau 11 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 11 : Les principales familles d'indices socialement responsables

(D'après l'ORSE, 2007 et les sites internet des organismes cités)

Année	Pays	Nom de l'indice	Organisme d'analyse sociétale	Organisme financier
1990	Etats-Unis	KLD Domini 400 USA	KLD Research	Domini
1997	Allemagne	NaturAktienIndex	IMUG	SECURVITA
1999	Suisse	Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)	SAM Research	Dow Jones Indexes -STOXX Ltd
2000	Canada	Jantzi Social Index Canada	JRA	Dow Jones Indexes
2000	Italie	E-capital Partners Ethical Indexes (ECPI)	E-capital Partners	E-capital Partners
2000	Etats-Unis	Calvert Social Index USA	Calvert	Calvert
2001	France	ASPI Eurozone and global Indexes	VIGEO	STOXX Ltd
2001	Royaume-Uni	FTSE4Good Indexes	EIRIS	FTSE group
2002	Belgique	Ethibel Sustainability Indexes (ESI)	Forum Ethibel	Standard &Poor's Indexes
2003	Japon	Morningstar SRI Index	Center for public resource development	Morningstar
2004	Suède	SIX/GES Ethical Indexes	GES investment	News Agency Direkt
2005	Brésil	Bovespa Corporate Sustainability Index (Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE)	Center for Sustainability Studies at the Getúlio Vargas Foundation (FGVEAESP)	Bovespa

En 1999, l'agence SAM lance en collaboration avec Dow Jones Indexes, l'un des plus célèbres et plus anciens fournisseurs d'indices boursiers dans le monde, une famille d'indices socialement responsables appelée Dow Jones Sustainability Indexes. C'est la première famille d'indices à avoir une couverture mondiale, les indices précédents ayant une couverture géographique limitée uniquement aux titres cotés aux pays d'origine des agences de notation qui les gèrent (Etats-Unis pour KLD et L'Allemagne pour NaturAktienIndex). D'autres familles d'indices apparus par la suite ont également opté pour une couverture globale. C'est le cas par exemple des indices FTSE4Good Indexes qui couvrent le Royaume-Uni, l'Europe, les Etats-Unis et le Japon et des indices Ethibel Sustainability Indexes (ESI) dont l'un couvre l'Europe, le deuxième l'Asie Pacifique et le troisième le monde. En revanche, certains indices ont une zone de couverture plus restreinte comme l'ASPI Eurozone qui a un univers de sélection limité aux titres cotés à la zone Euro, la famille d'indices SIX/GES Ethical Indexes qui couvre uniquement des entreprises cotées aux pays nordiques (le Danemark, la Finlande, la Norvège et la Suède), ou encore l'indice Bovespa Corporate Sustainability Index qui

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

couvre exclusivement les titres cotés à la Bourse de Sao Paulo (« BOVESPA » – Bolsa de Valores de Sao Paulo).

L'arrivée des indices socialement responsables permet à l'activité de notation sociétale de se rapprocher davantage des milieux d'investissement classiques. En effet, par la création d'indices boursiers socialement responsables, les agences de notation sociétale s'offrent un nouvel outil de légitimation pour leur activité auprès des investisseurs. Plus précisément, à travers ces indices, elles leur fournissent un dispositif de quantification et de comparaison similaire à ceux qu'ils ont l'habitude d'utiliser. Les indices boursiers constituent, en effet, depuis des décennies un outil usuel utilisé dans les milieux financiers aussi bien pour les choix d'investissement que pour la comparaison des performances des portefeuilles. Ce souci de recherche de légitimité des agences de notation sociétale auprès des investisseurs apparaît notamment à travers les alliances nouées par certaines d'entre elles avec des organismes financiers prestigieux pour le développement de leurs indices boursiers (exemple : SAM avec Dow Jones, EIRIS avec FTSE Group, Ethibel avec Standard & Poor's Indexes). En s'associant avec des organismes dont la réputation est bien établie dans les milieux financiers, les agences de notation offrent une garantie sur la qualité de la gestion de leurs indices et profitent de l'image de l'organisme, surtout lorsque celui-ci prête son nom à l'indice (exemple : Dow Jones Sustainability Indexes, FTSE4Good Indexes).
Les indices boursiers constituent par ailleurs un vecteur de visibilité pour les entreprises qui y sont inscrites et un baromètre utilisé pour mesurer leur performance financière globale. En créant des indices constitués d'entreprises choisies pour leur niveau de performance sociétale, les agences de notation sociétale permettent donc aux investisseurs de repérer les titres « socialement responsables » et de comparer leurs performances financières aux titres non inclus dans ces indices. Ceci permet par conséquent à l'ISR de sortir de sa marginalité et de se faire connaître auprès d'un plus grand nombre d'investisseurs. D'une certaine façon, les indices socialement responsables popularisent l'ISR auprès des investisseurs classiques et permettent à ces derniers de l'appréhender plus facilement comme une stratégie d'investissement parmi d'autres. En effet, la possibilité d'observer la composition des indices et de suivre en temps réel l'évolution des performances financières des titres « socialement responsables» permet de rendre plus intelligible le concept d'ISR et de rassurer ainsi les investisseurs. De plus, car les indices socialement responsables permettent de démocratiser la gestion de portefeuilles ISR en facilitant le processus du choix des titres. En effet, tout gestionnaire peut désormais appliquer une gestion indicielle et se passer ainsi de l'acquisition

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

de compétences en termes d'analyse extra-financière. Ceci est d'autant plus possible qu'il existe aujourd'hui différentes approches dans le choix des titres inclus dans les indices socialement responsables. Par exemple, certains indices comme l'ASPI ou la famille d'indices Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) poursuivent une approche *best-in-class* consistant à choisir les entreprises les mieux notées dans leur secteur d'activité. D'autres indices comme Ethibel Sustainability Indexes et la famille d'indices FTSE4Good Indexes procèdent selon un mélange d'approches positive et négative. Il est même possible aujourd'hui de trouver des indices constitués selon une approche thématique comme l'indice FTSE KLD Global Climate 100 qui inclut les 100 entreprises mondiales qui proposent les meilleures solutions et services dans la lutte contre le réchauffement climatique ou encore la gamme d'indices FTSE ISS Corporate Governance Indexes qui inclut les entreprises qui ont les meilleures performances en termes de gouvernement d'entreprise. En outre, les indices proposent des couvertures géographiques de plus en plus diversifiées. Ceci permet donc aux investisseurs de se référer à l'indice qui correspond le plus à leurs attentes et à leurs stratégies d'investissement. Ainsi, les indices socialement responsables apportent aux agences de notation une certaine légitimité auprès des milieux financiers et à l'ISR une aide précieuse pour percer dans les milieux d'investissement.

2.3.2.3 La notation sollicitée et le conseil

Dans le but de se diversifier et d'assurer leur croissance, plusieurs agences développent leur offre à d'autres acteurs intéressés par la notation sociétale. Les premiers nouveaux clients adressés par les agences la notation sollicitée sont les entreprises. La notation sollicitée représente une démarche complètement différente de la notation déclarative. Tout d'abord, dans le cadre de la notation sollicitée l'agence procède à l'évaluation d'une organisation uniquement si celle-ci le demande. Ensuite, le travail de l'agence de notation est directement et entièrement rémunéré par l'entreprise qui la sollicite pour se faire évaluer. Par ailleurs, contrairement à la notation déclarative qui s'appuie uniquement sur des données publiques, la notation sollicitée peut également utiliser les informations délivrées par l'entreprise notée. Enfin, la synthèse d'analyse et les notes obtenues par l'entreprise ne sont pas forcément rendues publiques par l'agence. Leur diffusion est soumise à l'accord de l'entreprise. Le tableau suivant résume les principales différences évoquées entre la notation sollicitée et la notation déclarative.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 12 : Principales différences entre la notation sollicitée et la notation déclarative

	Notation sollicitée	Notation déclarative
Le déclenchement du processus d'évaluation	Dépend de l'organisation notée	Dépend de l'agence de notation
Rémunération du travail de l'agence	Organisation notée	Les investisseurs partenaires
Les informations utilisées	Publiques et privées	Publiques uniquement
La diffusion de la synthèse d'analyse	Avec l'accord préalable de l'organisation notée	Aucun accord préalable de l'organisation n'est nécessaire

En fait, la notation sollicitée peut être assimilée à une mission d'audit permettant à l'entreprise d'avoir une opinion externe sur sa performance sociétale et son degré d'exposition aux risques sociétaux. En effet, c'est l'entreprise qui ouvre ses portes à l'agence de notation afin de la laisser accéder aux informations nécessaires à son évaluation. Ensuite, comme pour toute mission d'audit, le travail de l'agence est destiné prioritairement aux entreprises et à leurs besoins. D'ailleurs, depuis l'année 2005 l'agence Vigéo utilise le terme « Audits en Responsabilité Sociale » pour désigner son service de notation sollicitée. Certaines autres agences comme EIRIS ou PIRC préfèrent utiliser le terme « conseil aux entreprises» pour désigner leurs interventions sollicitées par les entreprises. L'activité de conseil proposée par ces agences est néanmoins très proche dans le fond de ce que d'autres appellent notation sollicitée ou audit en responsabilité sociale dans le sens où elle comporte généralement un diagnostic de la démarche de l'entreprise et des propositions d'actions de progrès en termes de politique générale et de communication.

Avec l'offre de la notation sollicitée, les agences de notation sociétale s'éloignent de leur modèle initial et se rapprochent du modèle économique des agences de notation financière (S&P, Moody's, Fitch) qui se font rémunérer par les entreprises notées. L'avantages de ce nouveau modèle pour les agences de notation sociétale est d'accéder à une autre manne de ressources contrôlées par les entreprises privées. Cependant, ce modèle peut également constituer des inconvénients pour elles, principalement leur perte d'autonomie et d'impartialité envers l'entreprise notée. En effet, proposer de la notation sollicitée à une entreprise faisant partie de l'univers de la notation déclarative peut mettre l'agence en situation de conflit d'intérêt. Il est clair, qu'il est plus délicat pour une agence d'afficher, dans le cadre de sa notation déclarative, une opinion défavorable à une entreprise qu'elle conseille. Typiquement, elle peut être tiraillée entre deux types de décision: satisfaire l'entreprise en lui accordant des notations complaisantes dans le but de la garder dans son portefeuille de clients ou lui attribuer des notations dénuées de toute impartialité au risque de froisser leurs relations

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

commerciales. C'est pour cette raison que certaines agences comme EIRIS refusent officiellement d'accomplir des missions de conseil auprès des entreprises faisant partie de leur univers de notation déclarative. Cependant, la plupart des autres agences ne s'imposent pas cette règle qui paraît pourtant nécessaire pour éviter les conflits d'intérêt et sauvegarder une certaine crédibilité à l'activité de notation déclarative.

Au-delà des entreprises, les nouvelles cibles des agences de notation pour la notation sollicitée sont : les collectivités locales, les fondations, les ONG, les associations, les écoles et les universités. Malgré la différence de leurs enjeux par rapport aux entreprises, ces acteurs peuvent également avoir besoin de l'aide des agences de notation pour se faire évaluer et conseiller concernant leur politique de RSE. Les perspectives et les motivations pour se faire évaluer peuvent être différentes selon les acteurs. Par exemple, les collectivités territoriales sont tenues depuis la mise en place de l'Agenda 21 de jouer un rôle dans l'application des politiques de développement durable et d'adopter le programme Action 21 à leur propre échelon (Agenda 21, chapitre 28). Ainsi, pour être en conformité avec ce programme, elles ont besoin de réaliser des diagnostics réguliers dans le but d'avoir une vision externe de leurs plans d'actions et de pouvoir en reporter à leurs parties prenantes (élus, contribuables, associations, administrations publiques, etc.). Pour d'autres organisations, le principal enjeu consiste à préserver ou à renforcer leur réputation d'acteurs responsables auprès de leurs parties prenantes. Cet enjeu peut être déterminant pour la pérennité de certaines organisations à but non lucratif qui reposent sur le volontariat ou la générosité publique pour assurer leurs missions. Le souci de la réputation est devenu pour ces acteurs de plus en plus important à cause du climat de doute suscité par des scandales de détournement d'argent et de mauvaise gestion concernant plusieurs associations et des fondations à travers le monde. La notation sollicitée constitue ainsi pour eux un diagnostic leur permettant d'ajuster leur politique et leur communication.

2.3.2.4 Vers des produits et services adaptés au plus grand nombre d'investisseurs

Ainsi, les offres des agences se multiplient et se rapprochent des plus en plus d'un service à la carte pour les clients potentiels. Ainsi, à l'heure actuelle, aucune approche de notation sociétale ne semble faire consensus sur le marché. Chaque agence adopte l'approche qui lui paraît convenir le plus à son contexte et à ses clients. Cette diversité dans l'offre traduit les choix de positionnement des agences dans cette nouvelle industrie de traitement de l'information.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Au-delà des activités présentées ci-dessus, certaines agences de notation sociétale tentent d'étoffer encore plus leur offre de produits et services pour mieux répondre aux besoins de leurs clients historiques et convaincre de nouveaux clients. Lorsque nous observons l'évolution des prestations des agences durant les dernières années, nous constatons que leur offre se rapproche de plus en plus d'un service à la carte pour les clients.

Principalement, nous pouvons constater trois principaux axes de développement chez les agences de notation sociétale:

- la création de nouveaux produits dérivés autour de l'activité de la notation déclarative (notation pays, évaluation d'aspects spécifiques comme le respect de certains traités internationaux, …) ;
- la mise en place de nouvelles plateformes de systèmes d'information pour l'utilisation des données fournies par les agences (bases de données, logiciels, …) ;
- le positionnement sur le marché de l'investissement traditionnel à travers le concept de l'intégration des dimensions ESG dans l'évaluation des entreprises.

La notation sociétale des pays est une activité relativement récente chez les agences de notation sociétale. Il s'agit d'un autre produit inspiré par les agences de notation financière. En effet, traditionnellement, la notation pays était réservé à des agences comme Fitsh, Moody's ou Standard & Poors qui évaluent et notent la qualité de signature des Etats. Ce type de notation sert de référence au marché obligataire, il permet d'évaluer la solvabilité d'un pays et de déterminer ainsi la prime de risque de sa dette. Généralement, plus la notation financière d'un pays est mauvaise, plus la prime appliquée par le marché est élevée. Dans le cas de la notation sociétale des pays, l'évaluation porte sur les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance. Les notes délivrées par les agences aux pays permettent donc aux investisseurs de sélectionner les obligations d'Etat des pays dont le niveau de performance sociétale correspond à leurs attentes. L'émergence de ce nouveau service dans l'offre des agences de notation sociétale s'explique par l'augmentation significative de la demande des obligations par les investisseurs socialement responsables. D'après l'ORSE (2009), les obligations représentent près du tiers des encours d'ISR faisant l'objet d'une gestion collective (FCP et Sicav). Ainsi, certaines agences comme EIRIS, Oekom ou Vigéo ont décidé de prolonger leur activité de notation déclarative aux pays. Cependant, comme pour la notation déclarative des entreprises, les référentiels d'évaluation des pays peuvent être

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

différents selon les agences. Le tableau ci-dessous présente des exemples de critères d'évaluation des pays retenus par trois agences de notation sociétale :

Tableau 13 : Exemples de critères d'évaluation des pays par les agences de notation sociétale

(Sources : sites internet des organismes cités)

Organisme d'analyse sociétale	Les critères d'évaluation des pays
EIRIS	40 critères positifs et négatifs qui incluent : - l'abolition de la peine de mort - l'émission de CO2 par année - les dépenses en santé et en éducation - le travail des enfants - la protection des droits civils et politiques - les taux de déforestation
Oekom	150 critères portant sur : - le domaine social (les systèmes politiques et les droits fondamentaux, l'égalité des chances, la santé, l'éducation, l'emploi, …) - le domaine environnemental (les programmes politiques, l'eau, la biodiversité, les émissions, ...) - les critères d'exclusion (un régime autoritaire, le travail des enfants, la corruption, la peine de mort, la violation des droits de l'homme, la non- signature du protocole de Kyoto,…)
Vigéo	120 critères portant sur : - la protection sociale et solidarités (amélioration continue de l'accès et des niveaux d'éducation, du mieux-être social et sanitaire des populations, des systèmes de solidarités internes, contribution à la coopération internationale …) - la protection de l'environnement - l'état de droit et gouvernance (respect des libertés et des droits fondamentaux de la personne humaine, conformité de la règle de droit avec les normes universelles et effectivité de son contrôle …)

Comme nous pouvons le constater, l'évaluation de la performance sociétale d'un Etat n'obéit pas exactement aux mêmes règles selon les agences de notation. Nous pouvons en effet trouver des référentiels incluant uniquement des critères d'évaluation positifs et d'autres incluant à la fois des critères positifs et négatifs. Néanmoins, les principaux thèmes observés par les agences sont les mêmes. Essentiellement, il s'agit du niveau de développement de la politique sociale du pays, son système de gouvernance et ses efforts déployés au niveau de la protection de l'environnement.

Par ailleurs, l'innovation en termes de produits au sein des agences consiste également dans le développement de nouveaux systèmes d'exploitation de l'information délivrée. Par exemple, plusieurs agences proposent depuis quelques années de vendre leurs notes d'analyse et les résultats détaillés de leurs évaluations des entreprises sous forme de bases de données ou de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

logiciels permettant différents types de recherches. Ce service destiné essentiellement aux investisseurs institutionnels leur permet d'avoir une information plus détaillée et une flexibilité plus importante dans son utilisation. Ainsi, les clients peuvent par exemple se faire une idée plus précise de la performance sociétale des entreprises à travers le lancement de requêtes ciblées. Ils peuvent également comparer le niveau de performance des différentes entreprises point par point et construire leurs portefeuilles d'investissement selon l'approche qui leur convient. Par exemple, la gamme de services « Equitics© » de Vigéo offre différentes méthodes d'accès aux scores délivrés (par critère, par domaine, par angle d'approche, par secteur, etc.) ainsi que la possibilité de comparer les entreprises entre elles ou de construire des portefeuilles ISR « *best-in-class* ». De même, l'agence EIRIS propose un logiciel appelé EPM (EIRIS Portfolio Manager) qui permet aux investisseurs de construire directement leurs portefeuilles de titres parmi 2800 entreprises en spécifiant leurs critères de choix parmi 250 dimensions notées.

Les critères étudiés par les agences de notation sont par ailleurs de plus en plus nombreux et de plus en plus spécifiques pour pouvoir répondre aux attentes ciblées de certains d'entre eux. Par exemple, Vigéo propose à ses clients un produit appelé « Ottawa Risk Assessment » qui consiste à fournir toute l'information disponible sur les entreprises issues de l'indice DJSTOXX 1800 concernant le respect du « Traité d'Ottawa[17] ». Un autre produit proposé par Vigéo renseigne les clients sur le niveau de respect des principes du Global Compact des Nations Unies par les entreprises. De même, le produit « Convention Watch » mis en place en 2005 par l'agence EIRIS répertorie trimestriellement les violations des principales normes et conventions qui existent sur des sujets comme le droit de l'homme, la corruption ou l'environnement. Dans le même esprit, l'agence KLD offre les produis appelés « Iran Compliance » et « Sudan Compliance » destinés à aider les investisseurs institutionnels à repérer les entreprises qui ont des relations d'affaires avec l'Iran et le Soudan. Ces produits permettent aux investisseurs de mesurer le niveau de risque des entreprises et de procéder s'ils le souhaitent à exclure de leurs portefeuilles les titres qui ne correspondent pas à leur approche d'investissement. Nous pouvons donc constater que la l'offre des agences se diversifie et s'approche des plus en plus d'un service à la carte offert aux clients potentiels. D'ailleurs plusieurs d'entre elles comme EIRIS, Vigéo ou Ethifinance affichent clairement la

[17] Le «Traité d'Ottawa » désigne le traité international de désarmement et d'interdiction des mines antipersonnel entré en vigueur le 1er mars 1999. Le nom complet de ce traité est : Convention sur l'interdiction de l'emploi, du stockage et du transfert des mines antipersonnel et sur leur destruction.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

possibilité de s'adapter aux exigences des clients potentiels. Par exemple, le produit nommé « Recherche sur mesure » chez Vigéo est destiné aux clients qui ne sont pas totalement satisfaits de la recherche « standard » de l'agence. Avec ce produit, Vigéo s'engage à concevoir une recherche ISR personnalisée et à aider le client à définir un référentiel d'analyse ISR spécifique.

En plus de la recherche personnalisée et des bases de données, certaines agences comme EIRIS et Vigeo mettent à la disposition de leurs clients des systèmes d'alerte (ESG News Monitor chez EIRIS et Equi-News chez Vigeo). Ces produits servent à assurer une veille informationnelle en continu dans le but d'avertir les clients dans les plus brefs délais des nouveaux événements significatifs concernant les entreprises suivies. Les alertes peuvent par exemple porter sur des faits importants relayés sur les entreprises par les médias, un changement de notation sociétale ou encore une entrée ou une sortie d'un indice boursier socialement responsable.

Enfin, nous remarquons que plusieurs agences de notations sociétales tentent de se rapprocher des milieux d'investissement traditionnels. Après avoir conquis le marché de l'ISR, certaines agences, comme EIRIS et Vigéo, cherchent à recruter de nouveaux clients parmi les investisseurs classiques en leur proposant de les aider à intégrer les dimensions ESG dans l'évaluation des entreprises. L' « intégration » est depuis quelques années le maître-mot de la plupart des agences de notation sociétale, et pour cause, car cela signifie l'utilisation de l'analyse des dimensions sociétales par un plus grand nombre d'investisseurs. L'intégration des dimensions sociétales ou ESG signifie l'utilisation des informations relatives à ces dimensions, en plus des données comptables et financières habituelles, pour aboutir à la meilleure évaluation financière possible de celle-ci. L'argument généralement avancé par les agences de notation sociétales pour vendre leurs prestations aux investisseurs classiques est l'utilité des informations sociétales pour l'évaluation des risques et opportunités des entreprises. Autrement dit, elles suggèrent que leur analyse extra-financière des entreprises constitue un plus pour évaluer celles-ci d'un point de vue financier. Nous pouvons lire ci-dessous quelques exemples d'extraits présentant les produits et services offerts par les agences en termes d'aide à l'intégration des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans l'évaluation financière des entreprises.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 14 : Exemples d'extraits de présentation des produits et services d'aide à l'intégration des dimensions ESG sur les agences de notations sociétales

(Sources : les sites internet des organismes cités)

Organisme d'analyse sociétale	Présentation des produits et services d'aide à l'intégration des dimensions ESG
EIRIS	« De plus en plus d'investisseurs cherchent les meilleures moyens d'intégrer les dimensions ESG dans la valorisation de l'entreprise. Ils y voient le potentiel d'évaluer la qualité de gestion de l'entreprise, de contrôler les risques et de créer de la valeur » « Différentes approches sont examinées par les investisseurs, comme : - Identifier les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance non gérés par l'entreprise - Déterminer les dimensions qui peuvent indiquer un management de qualité - Chercher les cas où une bonne gestion des dimensions ESG peut créer des avantages comme la fidélité des employés ou des clients ou de bonnes relations avec les régulateurs et les communautés locales. - … » « EIRIS travaille sur les différentes approches de l'intégration des dimensions ESG. Nous sommes heureux de travailler avec vous pour vous aider à mieux utiliser notre recherche dans votre processus d'investissement »
Vigeo	« Equi-Stream : Plateforme pour l'intégration *mainstream* des facteurs ESG » « Vigeo vous aide à révéler la valeur cachée des entreprises et à intégrer, dans vos modèles financiers, les facteurs : Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) » « Ce produit permet à nos clients : - D'élaborer des hypothèses ESG pour les intégrer à vos modèles de valorisation, de façon rationnelle et formelle ; - De mieux maîtriser les risques ESG et d'anticiper leurs impacts opérationnels ; - De mieux exploiter les opportunités ESG dans vos analyses financières ; - De nourrir davantage le dialogue avec les entreprises »

Comme nous pouvons le voir à travers ces extraits, EIRIS et Vigeo présentent les dimensions ESG comme potentiellement pertinentes pour l'évaluation financière des entreprises en utilisant des termes et des concepts adaptés au jargon des investisseurs classiques (risque, opportunité, création de valeur, création d'avantages compétitifs, modèles de valorisation, rationalité, etc.). Nous pouvons ainsi parler d'un nouveau choix de positionnement pour ces agences qui souhaitent conquérir un autre type d'investisseurs que ceux intéressés par l'ISR. Désormais, il ne s'agit plus de considérer l'analyse extra-financière comme utile exclusivement aux décisions liées à l'ISR mais à tout type d'investissement.

Cette perspective, désormais désignée aujourd'hui par le terme « intégration » dans les milieux d'analyse et d'investissement, n'est cependant pas uniquement encouragée par les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

agences de notation sociétale mais également par d'autres acteurs. En effet, plusieurs initiatives émergentes tentent de convaincre les investisseurs du bien fondé de l'intégration des dimensions ESG dans l'analyse financière et les décisions d'investissement.

2.4 Les nouvelles initiatives encourageant l'intégration des critères de PSE dans les processus d'évaluation et d'investissement

Comme nous l'avons vu plus haut, l'émergence de l'analyse sociétale est historiquement liée aux pratiques d'investissement socialement responsable. Ce n'est que depuis quelques années que la recherche extra- financière tente de pénétrer l'ensemble de la sphère financière pour se mettre au service des analystes et gérants dits « traditionnels » ou « *mainstream* ». L'idée d'utiliser les dimensions sociétales pour l'évaluation de la performance financière de l'entreprise n'est cependant tout à fait nouvelle, du moins dans la littérature académique. En effet, l'existence d'un lien entre la performance sociétale d'une entreprise et sa performance financière fait l'objet de plusieurs débats académiques depuis plus de quatre décennies[18]. Ces débats n'ont cependant commencé à s'imposer dans les milieux d'investissement que depuis la fin des années 1990. Relayée dans un premier temps par les partisans de la RSE et de l'ISR, l'idée d'un lien entre la performance sociétale et la performance financière a commencé à trouver par la suite des oreilles attentives dans les milieux d'investissement classiques.

Parmi les principaux événements marquant le début de la diffusion de cette idée chez les professionnels de l'investissement traditionnel, il convient de noter la création des premières équipes de recherche extra-financière au sein de sociétés de bourse au début des années 2000. Ces équipes proposent d'analyser les informations se rapportant aux dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) des entreprises dans le but de les intégrer dans leur évaluation financière des entreprises et leurs recommandations d'investissement.

Cette nouveauté représente une rupture dans le sens où les départements de recherche des sociétés de bourse ont habituellement pour rôle de procurer aux investisseurs une opinion sur la valeur financière des titres. Plus précisément, leur mission principale consiste à collecter des informations sur les entreprises et leurs secteurs afin de fournir une analyse synthétique suivie d'un objectif de cours et d'une recommandation d'investissement qui permettent d'aiguiller les décisions des investisseurs. Ce travail de recherche et d'analyse est accompli

[18] Ces débats sont abordés avec plus de détails dans la deuxième section du chapitre 2 de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

par les analyses financiers dits *sell-side* par opposition aux analystes financiers *buy-side* qui travaillent dans des sociétés de gestion. Contrairement, aux sociétés de bourse, ces dernières ont intégré quelques années plus tôt des analystes *buy-side* spécialisés dans la recherche extra-financière pour répondre aux besoins des investisseurs socialement responsables. La mission de ces analystes dits ISR était donc différente des analystes financiers traditionnels dans le sens où leur recherche n'est pas censée aboutir à une valorisation financière de l'entreprise mais à une analyse de leur performance sociétale. Les premières sociétés de bourse qui ont tenté de rapprocher l'analyse sociétale des entreprises et l'analyse financière sont les filiales des banques Unibanco et HSBC en 2001. Tandis que la société de bourse de la banque brésilienne Unibanco a renoncé à ce projet un an après son lancement, celle de HSBC l'a maintenu et a inspiré d'autres sociétés de bourse à créer des équipes de recherche sociétale.

Si ces initiatives pionnières ont participé au rapprochement de l'analyse financière et sociétale, les initiatives qui ont joué un rôle plus significatif sont celles représentées par l'EAI (Enhanced Anlytics Initiave) et les PRI (Principles for Responsible Investment). Ces deux organisations se sont développées dans un premier temps de manière indépendante avant de fusionner en 2008.

Créée en 2003, l'EAI est une collaboration internationale entre des propriétaires d'actifs et des gestionnaires de fonds qui a pour but de promouvoir la recherche extra-financière au sein des sociétés de bourse. L'EAI a débuté avec un groupe de fondateurs composé de 6 investisseurs institutionnels représentant 330 000 milliards de dollars d'actifs gérés (d'après le communiqué de presse d'EAI du 18 octobre 2004). Les membres fondateurs de l'EAI sont : BNP Paribas Asset Management (France); PGGM (Pays-Bas); Deutscher Investment Trust (Allemagne); Dresdner investment management (Allemagne); RCM (Grande-Bretagne) and Universities Superannuation Scheme (Grande-Bretagne). En 2008, le nombre des membres de l'EAI atteint la trentaine et le montant des actifs gérés dépasse les 1,8 trillion de dollars (1,8 milliards de milliards de dollars). Afin d'encourager les sociétés de gestion à développer l'analyse extra-financière, les membres de l'EAI se sont engagés à soutenir cette activité financièrement. Plus particulièrement, ils ont promis de verser au moins 5% de leurs commissions de transaction aux sociétés de bourse qui fournissent les meilleures recherches intégrant les dimensions extra-financières dans l'évaluation des entreprises. Pour déterminer les recherches qui se distinguent, un système de classement biannuel a été mis en place. Ainsi, deux fois par an, les sociétés de bourse qui le souhaitent, soumettent leurs rapports de

© 2011 Tous droits réservés.

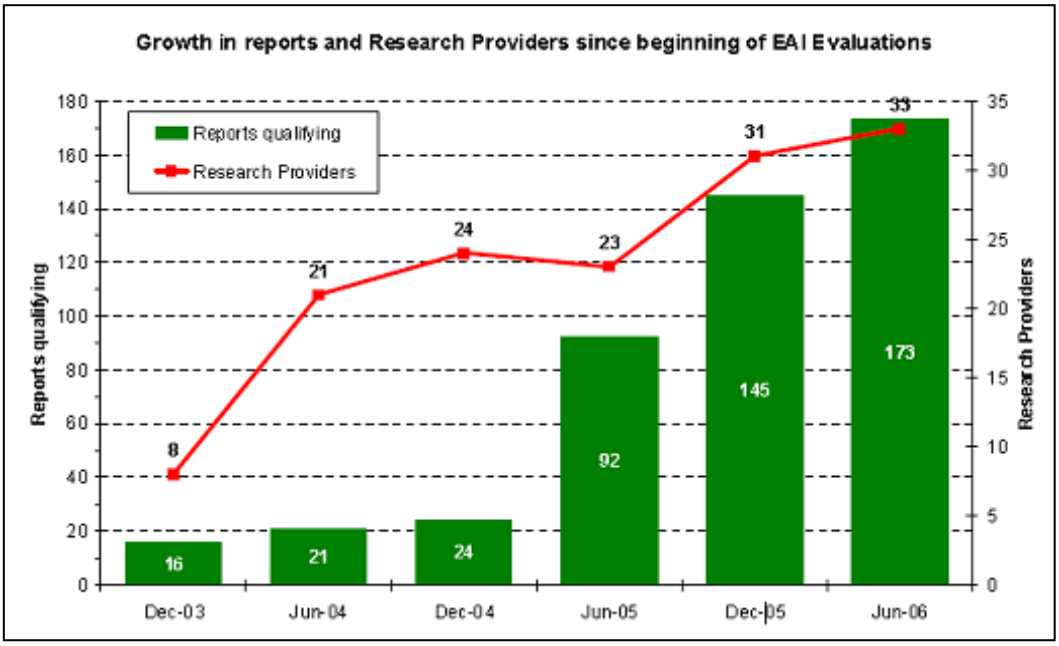
http://doc.univ-lille1.fr

recherche produits durant la période à l'EAI. L'appréciation et le classement sont assurés par un cabinet de consulting indépendant mandaté par l'EAI.

Deux ans et demi après le premier classement, le nombre d'organismes proposant des recherches à l'EAI est passé de 8 à 33 et le nombre de rapports soumis est passé de 16 à 173 (voir figure ci-dessous).

Figure 16 : La croissance du nombre d'organismes et de recherches intégrant les critères de performance sociétale dans l'analyse financière selon l'EAI

(Source : EAI reports, Juin 2006)



A partir de la fin de l'année 2006, ces chiffres ont cependant baissé sous l'effet de la crise des *subprimes* qui s'est déclenchée au deuxième semestre 2006. Lors du dernier classement précédant la fusion des organismes EAI et PRI en juin 2008, le nombre de fournisseurs de recherches est descendu à 22 et le nombre de rapports à 139. Cette baisse s'explique notamment par la disparition de certaines équipes après les vagues de réduction d'effectifs qui ont touché le secteur financier. En effet, suite aux premiers effets de la crise, certaines sociétés de bourse comme Citigroup, JP Morgan et Deutsche Bank ont dissout leurs équipes de recherche extra-financière. Le nombre d'équipes et de rapports n'ont cependant pas chuté à leur niveau initial malgré les grandes difficultés rencontrées par la majorité des groupes bancaires pendant la crise. Cela laisse penser que la tendance de l'intégration des dimensions ESG dans l'évaluation des entreprises est plus résistante qu'un phénomène de mode passager.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Le soutien apporté par l'EAI a probablement joué un rôle important dans le maintien de plusieurs équipes d'analyse extra-financière au sein des sociétés de bourse pendant cette période. En effet, la promesse d'accorder 5% des commissions aux sociétés de bourse fournissant de la recherche extra-financière, offre à ces dernières une garantie de chiffre d'affaires leur permettant de faire face aux charges liées à l'activité d'analyse extra-financière. Il est intéressant de constater que certaines de sociétés de bourse (*brokers*) se sont munies d'équipes de recherche extra-financière juste après le lancement de l'EAI. Par exemple, en France, le nombre de sociétés de bourses qui se sont munies d'une équipe de recherche extra- financière est passé entre 2004 et 2007 de zéro à cinq (CA-Cheuvreux, CM-CIC, Société Générale, Oddo Securities, et Ixis Securities). Ce chiffre est resté stable depuis malgré le passage de la crise. De même, plusieurs sociétés de bourse dans le monde ont lancé leur activité de recherche extra-financière à partir de 2004. Parmi elles, nous pouvons citer Citi Group, Crédit Suisse, Goldman Sachs, JP Morgan, Merryll Lynch, Morgan Stanley et UBS qui ont tous participé aux classements organisés par EAI.

La mise en place des PRI a aussi joué un rôle important dans la mobilisation des investisseurs institutionnels pour promouvoir la recherche extra-financière. Les PRI, ou les principes d'investissement responsable, sont lancés en 2006 par les Nations Unies en collaboration avec une vingtaine d'investisseurs institutionnels. Leur principal objectif est de faire converger les intérêts des investisseurs avec ceux des autres membres de la société. Plus particulièrement, les PRI se composent de six principes à travers lesquels les signataires s'engagent à prendre en compte les dimensions ESG dans leurs processus d'évaluation des entreprises et leurs décisions d'investissement. Les six principes des PRI sont :

- Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements.
- Nous serons des investisseurs actifs et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'actionnaires.
- Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
- Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.
- Nous travaillerons ensemble pour accroître notre efficacité dans l'application des Principes.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.

Comme nous pouvons le constater à travers l'énoncé de ces principes, ils s'adressent principalement aux propriétaires d'actifs et les investisseurs institutionnels. Ils visent néanmoins d'autres acteurs impliqués dans les processus d'évaluation et d'investissement comme les gestionnaires de fonds et les organismes de recherche et de conseil en investissement. Les signataires des PRI s'engagent à respecter ces principes dans la mesure où cela est compatible avec leurs responsabilités fiduciaires. Cependant, comme le stipule le sixième principe, les signataires s'engagent dans tous les cas à rendre compte la manière dont ils appliquent ces principes. Autrement dit, s'ils se conforment aux principes, ils sont tenus d'indiquer comment ils les appliquent concrètement et s'ils ne s'y conforment pas ils doivent fournir une explication. Cette approche s'appelle « se conformer ou expliquer » (en anglais : « *Comply or Explain* »).

Depuis sa création, l'initiative des PRI connaît un succès très important. Au troisième trimestre de 2010, le nombre de signataires des PRI atteint 821 composés de 446 sociétés de gestion, 209 propriétaires d'actifs et 166 organismes de recherche et de conseil. En termes de montants gérés, les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion signataires représentent plus de 20 trillions de dollars (20 milliards de milliards de dollars).

Par ailleurs, d'autres initiatives sont apparues du côté des associations des professionnels de l'analyse financière comme la SFAF (Société Française des Analystes Financiers) et l'EFFAS (European Federation of Financial Analysts). Ces associations représentant les analystes financiers en France et en Europe ont créé des groupes de réflexion autour de la problématique de l'intégration des dimensions ESG dans l'analyse financière des entreprises. Tout d'abord, en 2002, quelques membres de la SFAF fondent la Commission Finance et Développement Durable dans le but d'échanger sur les pratiques d'analyse des informations ESG et d'attirer l'attention de la communauté des analystes financiers sur l'importance de les prendre en compte. Ensuite en 2007, la commission CESG (Commission on Environmental Social and Governance issues) est créée au sein de l'EFFAS. Le but de la CESG est de faciliter l'intégration des dimensions ESG dans les processus d'investissement. Depuis leur création, ces deux commissions multiplient les rencontres et les événements dans l'espoir de faire avancer les pratiques d'évaluation des entreprises.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ainsi, nous pouvons constater que la problématique de l'utilisation des informations ESG a beaucoup évolué ces dernières années. Désormais, elle ne concerne plus seulement les investisseurs socialement responsables. En effet, de nombreuses initiatives tentent activement de généraliser la prise en compte des dimensions ESG à l'ensemble des investisseurs. Les arguments avancés pour encourager l'intégration de ces dimensions dans les décisions d'investissement s'appuient généralement sur leur capacité à impacter la performance financière des entreprises. Immanquablement, cette idée est présente dans les discours de toutes les organisations présentées dans le tableau 17 ci-dessous.

Tableau 15 : L'argument de l'impact des dimensions ESG sur la performance financière des entreprises dans les discours des principaux défenseurs de l'intégration

(Sources : les sites internet des organismes cités)

EAI	« *Les membres de l'EAI pensent que la bonne gestion de la performance extra-financière peut réduire le risque et, dans certaines circonstance, peut apporter de la valeur ajoutée. Si les fournisseurs de recherche peuvent analyser la matérialité des dimensions extra-financières et indiquer dans quels cas elles peuvent créer ou détruire de la valeur, les investisseurs pourront mieux sélectionner les entreprises pour l'investissement long terme* »
PRI	« *La mise en place des principes conduit à une compréhension plus complète d'un ensemble d'enjeux matériels ce qui devrait aboutir à une meilleure rentabilité et un risque inférieur*»
Commission CESG de l'EFFAS	« *Les aspects ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) reçoivent une attention croissante de la part des investisseurs et des analystes financiers. Le changement climatique et spécifiquement le CO2, représentent facteurs de risque importants pour les professionnels de l'investissement […].* *La CESG considère que pour obtenir des données significatives pour l'analyse financière et les décisions d'investissement, les entreprises doivent fournir toute information pertinente à la compréhension du risque, et notamment celle liée aux aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance* »

En utilisant des formulations différentes, ces différentes citations confirment l'idée de l'existence d'un lien entre la performance financière des investissements et la PSE (désignée également par performance extra-financière ou aspects ESG). A leur lecture, la pertinence de la prise en compte des critères de PSE dans les processus d'évaluation financière et de choix d'investissement semble établie.

Pourtant, les avis concernant ce lien divergent. En effet, d'un côté, l'intégration des critères de PSE dans l'évaluation des entreprises n'est pas encore totalement répandue entre les investisseurs traditionnels puisque plusieurs sociétés de bourse et gestionnaires d'actifs se

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

passent encore de l'analyse extra-financière. D'un autre côté, l'utilité des indicateurs de PSE dans l'évaluation des titres des entreprises n'est pas confirmée dans la littérature.

Le chapitre suivant s'intéresse alors de plus près aux apports conceptuels aidant à comprendre l'intégration des informations dans les prix des titres et les arguments défendant l'utilité de la prise en compte des aspects de PSE dans l'évaluation financière des entreprises.

Synthèse de section

De même que le concept de RSE, la naissance de l'ISR (investissement socialement responsable) est la conséquence d'une réflexion d'ordre moral et religieux et son évolution est marquée par les principales préoccupations politiques, sociales et économiques. En effet, les plus anciennes pratiques de l'ISR apparaissent au sein de congrégations religieuses entre le XVIIe et le début du XXe siècle. Ensuite, les tenants de l'ISR se saisissent de plusieurs problématiques qui dépassent le cadre religieux allant de la politique à l'environnement en passant par le gouvernement d'entreprise. Progressivement, l'ISR devient un outil de militantisme et de dialogue avec les dirigeants des entreprises. Plusieurs approches de l'ISR apparaissent alors parmi les investisseurs (exclusion, best-in-class, thématique, etc.)

A partir des années 1990, la gestion d'actifs selon une approche ISR dépasse les organismes d'investissement spécialisés et devient une activité pratiquée au sein des banques d'investissement et des gestionnaires d'actifs classiques. Entre la moitié des années 1990 et les années 2000, l'ISR connaît une croissance vertigineuse en termes de nombre de fonds et de montants des encours investis (estimés en 2008 à 5000 milliards d'euros dans le monde, soit 10% à 15% des montants totaux investis sur les marchés financiers).

Parallèlement au succès de l'ISR, apparaissent plusieurs initiatives et activités liées à l'analyse et à la communication des informations sociétales. En particulier, le développement des agences de notation sociétale et de leurs produits et services (notation déclarative, indices

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

boursiers socialement responsables, etc.) permet aux critères de PSE (performance sociétale de l'entreprise) de devenir plus intelligibles et plus facilement exploitables dans les pratiques d'investissement.

Depuis environ dis ans, de nombreux investisseurs institutionnels traditionnels (autres que les investisseurs socialement responsables) montrent un intérêt croissant pour les indicateurs de PSE. En réponse à cet intérêt, plusieurs équipes de recherche extra-financière sont créées au sein de sociétés de bourse (brokers). Leur mission consiste à d'analyser les informations environnementales, sociales et de gouvernance et à les intégrer dans leur évaluation financière des entreprises et leurs recommandations d'investissement. Certaines initiatives comme l'EAI (Enhanced Anlytics Initiave) et les PRI (Principles for Responsible Investment) jouent un rôle important dans l'encouragement à la création de ces équipes et à la production de recherche visant l'intégration des dimensions extra-financières dans l'évaluation des titres. Ces initiatives représentées essentiellement par des investisseurs institutionnels défendent l'idée selon laquelle la performance sociétale de l'entreprise peut créer ou détruire de la valeur boursière.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Synthèse du premier chapitre

La prise en compte de critères dits éthiques ou sociétaux en plus des critères financiers dans les choix d'investissement est une pratique relativement ancienne relevant de l'investissement socialement responsable (ISR). En effet, ses débuts, au sein de congrégations religieuses datent de plus d'un siècle. A partir des années 1970, l'ISR trouve un écho considérable chez d'autres profils d'investisseurs motivés par d'autres causes que la morale et la foi. Ensuite, entre la moitié des années 1990 et les années 2000, l'ISR enregistre une croissance inouïe en termes de montants gérés. Généralement, l'objectif des investisseurs socialement responsables est d'être en cohérence avec leurs principes moraux et religieux ou de disposer d'un outil de militantisme et de dialogue avec les dirigeants.

Cependant, depuis une quinzaine d'années, un nombre croissant d'investisseurs traditionnels s'interrogent sur l'intérêt d'intégrer des critères sociétaux dans l'évaluation des titres et les décisions d'investissement. Leurs interrogations portent principalement sur la capacité de ces critères à prédire la PSE (performance sociétale de l'entreprise) et à indiquer des opportunités d'investissement financier.

La PSE est un concept issu du champ de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE). Contrairement à d'autres concepts de ce champ ancrés dans une logique moraliste ou philosophique, la notion de PSE renvoie à des dimensions concrètes et mesurables. Plus particulièrement, elle renvoie aux efforts (programmes, actions, politiques, etc.) volontaires et tangibles fournis par l'entreprise dans le but de répondre aux attentes de ses parties prenantes.

Plusieurs mesures et initiatives contribuent à la croissance de l'intérêt pour les informations sociétales (relatives à la PSE) parmi les investisseurs. Il s'agit principalement du développement de la communication sociétale, de l'apparition de l'activité de notation sociétale et des initiatives émergentes encourageant les investisseurs classiques à intégrer les critères sociétaux dans l'évaluation des titres et les choix d'investissement.

Cet engouement pour les informations sociétales pose alors la question de leur utilité et de leur intégration effective dans les pratiques d'évaluation des titres par les investisseurs.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Chapitre 2. L'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres : principaux courants de pensée

Comme énoncé dans l'introduction générale, cette recherche s'interroge sur l'utilité des informations sociétales pour le marché financier, leurs impacts sur les prix des titres et leur intégration par les investisseurs dans la valorisation des titres de l'entreprise.

Après avoir présenté le contexte de la recherche dans le premier chapitre, nous proposons dans celui-ci d'entrer au coeur du sujet avec l'objectif de comprendre en quoi les informations sociétales peuvent aider à évaluer l'entreprise sur le marché.

Cet objectif sera abordé en deux étapes : la première consiste à analyser la littérature financière sur le rôle de l'information et son utilité pour l'évaluation des entreprises ; la deuxième consiste à identifier, dans les différents travaux académiques, les principales explications de l'influence des dimensions sociétales sur la performance financière de l'entreprise.

L'analyse est traitée en deux parties. En effet, il n'existe pas de littérature spécifique qui traite de l'utilité et de l'utilisation des informations sociétales pour l'évaluation des entreprises. Il y a d'une part, la littérature financière, qui aborde le rôle de l'information sur le marché et son analyse par les investisseurs ; et d'autre part un ensemble de travaux, en majorité empiriques, qui s'intéressent à l'impact des dimensions sociétales sur les performances économiques et financières de l'entreprise. Il est donc important de comprendre dans un premier temps comment la littérature financière définit le rôle de l'information pour l'évaluation des actifs d'une manière générale avant de se pencher dans un deuxième temps sur le cas particulier des informations sociétales et de leur utilité.

La littérature financière distingue deux grandes catégories d'information : celles qui sont prises en compte par les investisseurs pour valoriser les entreprises et celles qui ne le sont pas. Les premières se reflètent dans les prix des titres et sont donc pertinentes pour leur évaluation, tandis que les secondes n'ont aucun impact sur les prix et ne sont par conséquent pas

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

pertinentes. Autrement dit, pour être considérée comme pertinente, une information doit conduire les investisseurs à modifier leurs anticipations du cours du titre concerné.

Le développement des méthodes économétriques, et plus particulièrement les études d'événement, a permis l'émergence d'un grand nombre de travaux empiriques dont le but est de tester l'impact de la divulgation de certaines informations sur les prix des titres et d'en conclure ainsi si elles influencent ou pas les anticipations des investisseurs. Parmi les travaux pionniers, nous pouvons citer par exemple le travail de Beaver (1968) sur l'effet des annonces des résultats comptables sur les cours ou encore celui de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) sur la réaction des titres à l'annonce de divisions du nominal[19].

Ces travaux partent du postulat que si l'événement testé possède un contenu informationnel pour les investisseurs, son effet doit apparaître dans les prix des titres qui l'ont subi. Le changement potentiel du cours du titre est dû à une précision ou un signal spécifique lié à la réalisation de l'événement en question. Ainsi, par exemple, les annonces de résultats comptables peuvent comporter une précision amenant une modification de la distribution des probabilités des rentabilités futures initialement anticipée (Beaver, 1968). De même, les opérations de divisions de nominal (*split*) peuvent être interprétées par les investisseurs comme un signal de l'accroissement futur du dividende distribué et par conséquent de la rentabilité future de l'entreprise (Fama et al., 1969).

Contrairement aux annonces de résultats ou de *split*, considérées comme des informations « financières » ou faisant partie de l'environnement informationnel « habituel » des investisseurs, les informations concernant la politique sociale d'une entreprise ou son impact environnemental sont arrivées plus récemment dans l'univers d'investissement classique. En effet, comme le montre le chapitre précédent, bien que les considérations sociétales interpellent l'environnement managérial depuis plusieurs décennies, elles n'ont gagné les milieux financiers que tardivement. En outre, l'utilité des indicateurs de performance sociétale n'est pas établie dans la littérature empirique financière.

Pourtant, plusieurs travaux s'efforcent depuis le début des années 1970 de faire le lien entre les dimensions sociétales et la performance financière de l'entreprise. Ces derniers ont cependant longtemps évolué en dehors du champ de la finance. En effet, bien que plusieurs

[19] Plusieurs études ultérieures ont à leur tour mesuré l'impact sur les prix de certains événements de différentes natures : opérations stratégiques, changements organisationnels, etc. La partie méthodologie donne plusieurs exemples d'études d'événements réalisées dans la littérature.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

des études qui se sont intéressées au lien entre la performance financière et la performance sociétale de l'entreprise utilisent des méthodes empruntées aux recherches en finance (études d'événement) et des données financières (indice et cours boursiers), la plupart d'entre elles n'ont pas été menées par des chercheurs en finance. Les apports de cette littérature sont donc restés longtemps à la marge de la littérature financière.

Dans ce chapitre, nous souhaitons analyser les apports de la littérature financière et des travaux sur les liens entre la performance sociétale et la performance financière afin de comprendre en quoi les informations sociétales peuvent être utiles aux investisseurs.

Le chapitre s'organise donc en deux sections : la première (section 1) présente les principaux développements théoriques en finance sur le rôle de l'information et l'évaluation des entreprises sur le marché ; et la seconde (section 2) propose une synthèse de plus de trente années de travaux sur l'étude du lien entre la performance financière et la performance sociétale de l'entreprise. A la fin du chapitre, nous proposons une conclusion faisant apparaître les principales remarques ressortant d'une lecture conjuguée des deux corpus de travaux analysés.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1. Information et valorisation des titres : les apports de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Efficient Market Hypothesis, EMH)

Au cœur des travaux qui s'intéressent au rôle de l'information dans la valorisation de l'entreprise sur les marchés financiers se trouve l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Efficient Market Hypothesis, EMH). L'objectif de cette première section est de faire la revue de la littérature des principaux travaux qui ont contribué à structurer cette hypothèse et à la faire évoluer.

L'hypothèse de marchés financiers efficients est considérée comme le pilier de la finance moderne. Comme le fait remarquer Gillet (1999), les modèles théoriques de la théorie financière néoclassiques comme le CAPM, l'APT, ou plus récemment, les bases de la finance organisationnelle reposent tous, implicitement ou explicitement, sur l'hypothèse de marchés financiers efficients. Sous sa forme initiale, l'hypothèse d'efficience des marchés financiers suggère que le prix d'un actif représente à la fois la bonne estimation de sa valeur fondamentale[20] et le reflet total et instantané de l'ensemble de l'information disponible à son sujet (E. F. Fama, 1965a, 1965b). Cela suppose que chaque actif a une valeur fondamentale ou fondamentale qui est objectivement déduite par les investisseurs en fonction de l'information dont ils disposent. Ces derniers sont supposés rationnels, intelligents et motivés par la réalisation de gains. Ils interprètent correctement les signaux et les informations pour évaluer la valeur fondamentale des actifs et prendre des décisions d'investissement optimales.

Bien que toujours considérée comme l'explication la plus aboutie de l'intégration des informations dans les prix des titres, l'hypothèse d'efficience des marchés a subi maintes critiques qui l'ont fait évoluer.

En effet, depuis la parution des premiers articles fondateurs de l'EMH (E. F. Fama, 1965a, 1965b), la définition de l'efficience a subi quelques changements au sein même des tenants de l'approche traditionnelle de l'efficience avec Fama à leur tête. Les modifications apportées par ces derniers à l'énoncé de la définition de l'efficience se limitent néanmoins uniquement aux conditions d'efficience initialement définies. Autrement dit, la position de l'approche traditionnelle reste attachée à ses postulats fondamentaux concernant l'homogénéité des

[20] Nous utilisons le terme « valeur fondamentale » comme traduction du terme anglais« intrinsic value »

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

anticipations des investisseurs, leur accès à l'ensemble de l'information disponible et le reflet total de celle-ci dans les prix.

Cependant, d'autres travaux, comme ceux de Grossman et Stiglitz (1980), Beaver (1981) ou Milgrom et Stockey (1982), ont tenté de faire évoluer la théorie de l'efficience en s'attaquant à ces postulats.

A travers les paragraphes suivants, nous présentons l'EMH et ses principaux développements en distinguant :

- les évolutions apportées par les tenants de l'approche « traditionnelle » de l'hypothèse d'efficience (1.2)
- et les évolutions proposées par les défenseurs de l'approche « élargie» de l'hypothèse d'efficience (1.3).

1.1 L'efficience des marchés financiers : clarification des termes et origines du débat

Avant de présenter les principes et les évolutions de l'EMH, il est important de bien comprendre la signification du concept d'efficience dans la littérature financière et de revenir sur les travaux pionniers qui ont conduit à la naissance de cette hypothèse.

1.1.1 Le concept d'efficience dans la littérature financière

Trois types d'efficience sont distingués dans la littérature financière : l'efficience allocationnelle, l'efficience opérationnelle et l'efficience informationnelle (Gillet, 1999).

Un marché fait preuve d'efficience allocationnelle lorsqu'il répartit les ressources de manière optimale en orientant les fonds vers les emplois productifs et rentables de manière à contribuer à la croissance de l'économie.

L'efficience opérationnelle est vérifiée lorsque les coûts de transactions liés aux transferts de fonds entre les offreurs et les demandeurs de capitaux représentent les coûts marginaux de prestation des services aux acteurs du marché. Cette condition est importante pour la liquidité du marché.

Enfin, un marché est efficient au sens informationnel lorsque le prix observé intègre la totalité des renseignements disponibles et reflète la « valeur fondamentale »[21] de l'actif.

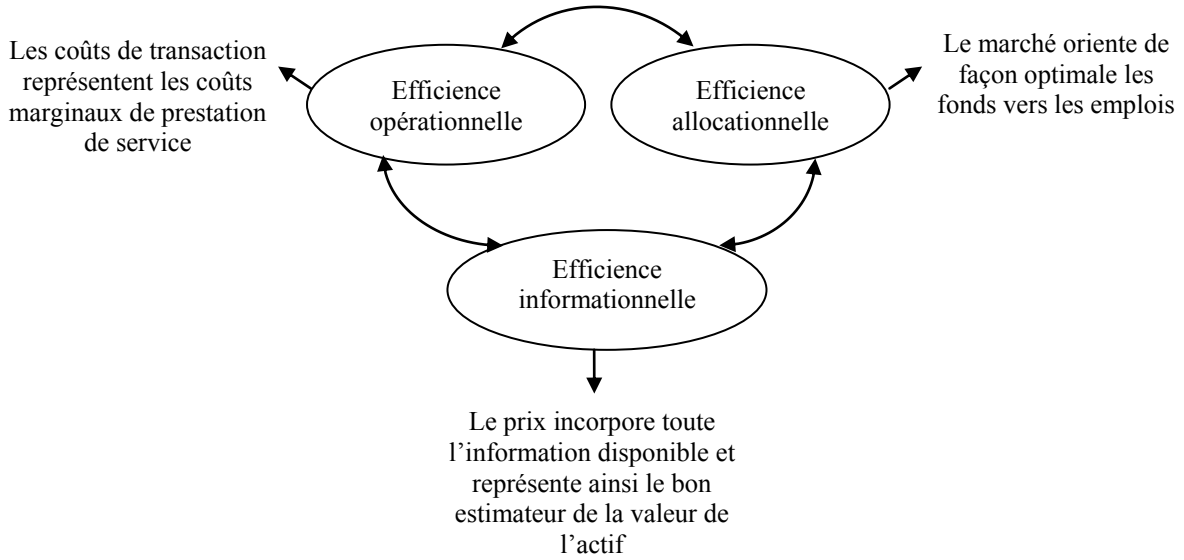
[21] Cette notion est analysée plus loin dans cette section

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ces trois types d'efficience sont interdépendants car le degré d'efficience allocationnelle d'un marché est subordonné au degré d'efficience informationnelle, ce dernier dépendant lui-même du degré de la liquidité du marché (efficience opérationnelle). La figure suivante résume ces trois types d'efficience présentés ci-dessus et leurs interdépendances.

Figure 17 : Les trois types d'efficience



Pour Fama, l'efficience des marchés financiers repose sur l'incorporation totale de l'information par les prix des actifs. Autrement dit, pour cet auteur, l'efficience des marchés financiers rime avec l'efficience informationnelle[22]. Nous retrouvons d'ailleurs cette idée sans ambiguïté dans l'affirmation suivante: « *un marché où, à tout instant, les prix « reflètent pleinement » l'information disponible est appelé « efficient »* » (Fama, 1970 : 383).

Selon Fama, l'efficience allocationnelle résulte de l'efficience informationnelle. En effet, dans le premier paragraphe de son article de 1970, Fama explique qu'un marché qui joue bien son rôle allocationnel est un marché où les prix offrent les signaux corrects pour permettre une allocation optimale des ressources. C'est un marché où les entreprises peuvent prendre des décisions de production et d'investissement et où les investisseurs peuvent choisir parmi les titres qui représentent les entreprises sous l'hypothèse que, à tout moment, les prix de ces titres « reflètent pleinement » (fully reflect) toute l'information disponible (Fama, 1970 : 383).

[22] De même c'est à l'efficience informationnelle que nous nous référons en parlant d'efficience des marchés dans cette thèse

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Quant à l'efficience opérationnelle, elle constitue selon Fama une des conditions sur lesquelles repose l'hypothèse d'efficience informationnelle. Comme nous le verrons dans les paragraphes suivants, cette condition n'est pas toujours vérifiée sur les marchés. Néanmoins, sa non vérification ne les empêche pas d'être efficients au sens de Fama (1970) car l'efficience opérationnelle fait partie selon lui des conditions suffisantes mais pas nécessaires à l'hypothèse d'efficience des marchés.

Le raisonnement de Fama conduit donc à considérer l'efficience informationnelle comme primordiale sur le marché car elle lui permet de jouer convenablement son rôle principal, à savoir : l'allocation des capitaux. Autrement dit, selon cette vision, la notion d'efficience des marchés financiers peut se résumer simplement à l'efficience informationnelle.

Ainsi, l'emploi du terme «efficience» dans la littérature financière renvoie à l'efficience informationnelle[23].

Après avoir précisé le concept d'efficience dans la littérature économique et financière, nous proposons de revenir, dans le paragraphe suivant, sur la naissance de l'hypothèse d'efficience des marchés.

1.1.2 Les prémices de l'EMH

La paternité de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (EMH) est attribuée à Eugène Fama qui l'a formalisée et définie au début des années 1960. L'idée de l'efficience des marchés est cependant plus ancienne puisque ses prémices remontent aux travaux sur la «théorie de la marche aléatoire» (random walk theory) développée durant la première moitié du 20è siècle grâce aux travaux de plusieurs mathématiciens et statisticiens. La «théorie de la marche aléatoire» est née du souci de modélisation du comportement des cours boursiers. Fondamentalement, elle suggère que les prix des titres sur un marché financier suivent une marche aléatoire. Et par conséquent, l'historique des séries des prix des actifs ne permet pas de prévoir l'évolution future des cours.

La thèse du mathématicien français Bachelier, datant de 1900, constitue le premier développement complet de cette théorie (Fama, 1965a : 41). Ce travail n'a cependant pas retenu une importante attention de la part des économistes lors de sa publication en 1900.

---

[23] C'est également à l'efficience informationnelle que nous nous référons en parlant d'efficience dans cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Quelques années plus tard, les résultats des premiers travaux empiriques de Cowles sur le marché américain aboutissent à la même conviction. Son premier article, publié en 1932, dans la revue Econometrica montre que les cours boursiers évoluent de manière aléatoire et qu'il n'est donc pas possible de battre le marché en s'appuyant sur les informations provenant des recommandations d'investissement.

Dans les années 1950, de nouveaux travaux suscitent une attention plus importante. En 1953, le statisticien britannique Kendall observe dans une étude empirique que les changements de prix hebdomadaires d'un échantillon d'actions britanniques suivent une distribution normale. Quelques années plus tard, dans le sillage de Bachelier, Osborne (1959) développe un modèle représentant les variations des cours par des variables aléatoires identiquement et indépendamment distribuées. Contrairement aux travaux pionniers de Bachelier (1900), Cowles (1933) et Kendall (1953), la publication de ces résultats suscite une vague de réactions parmi les économistes de l'époque pour qui le comportement aléatoire et l'absence de mémoire des cours des titres financiers étaient plutôt surprenants.

C'est à partir de ce moment que plusieurs autres chercheurs comme Samuelson, Moore, Cootner et Fama commencent à s'intéresser à la question et à l'explorer[24].

Les travaux de cette nouvelle génération de chercheurs se sont principalement attachés à la recherche de modèles statistiques décrivant l'évolution des prix des titres et à la construction de preuves empiriques validant l'hypothèse de variation imprévisible des cours. La théorie de la marche aléatoire manquait cependant d'une justification théorique acceptable d'un point de vue économique. En effet, affirmer que les cours suivent une marche aléatoire va à l'encontre du principe de l'existence d'une valeur fondamentale pour les actifs. Admettre l'indépendance des cours boursiers revient à accepter qu'ils soient déconnectés du contexte économique réel et qu'ils ne représentent qu'une accumulation de décisions irrationnelles et de paris infondés de la part des investisseurs (Fama, 1965a :36). Cette conception de l'économie et des investisseurs n'est cependant même pas acceptée au sein des tenants de la théorie de la marche aléatoire. En effet, la vision dominante en économie suggère que les prix des titres ne peuvent pas être totalement déconnectés des événements économiques et politiques. Certains travaux se sont cependant risqués à expliquer l'indépendance des cours boursiers par les

[24] C'est également à cette époque que la thèse de Bachelier (1900), restée méconnue aux Etats-Unis jusqu'aux années 1950, fut redécouverte et traduite en américain. Elle a été reproduite dans l'ouvrage de Paul Cootner cité notamment par Fama (1965). Dans son ouvrage, Cootner reprend également d'autres textes pionniers comme ceux de Cowles et de Kendall.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

comportements irrationnels de certains investisseurs dont les décisions obéissent à des variables psychologiques au lieu de s'appuyer sur des facteurs économiques objectifs. Ce type d'explication n'est cependant pas satisfaisant pour un grand nombre de chercheurs à l'instar de Fama. Selon lui, même si certains investisseurs obéissent à des facteurs psychologiques et prennent des décisions arbitraires, la plupart des investisseurs individuels et institutionnels s'appuient sur les données économiques et politiques dans l'évaluation des actifs. Cette majorité d'investisseurs rationnels et intelligents devrait donc peser sur les cours des titres pour les ramener à leur valeur fondamentale prévisible à l'aide des techniques d'analyse financière (Fama, 1965a :36). Ceci dit, Fama constate qu'une accumulation de preuves empiriques montre que les cours se comportent de manière totalement imprévisible.

A l'instar de beaucoup d'économistes, l'absence d'explication théorique satisfaisante au phénomène de la marche aléatoire des cours des titres, intrigue Fama. Partant de l'ensemble d'observations empiriques sur la marche aléatoire des cours boursiers mis en évidence par ses prédécessuers, Fama (1965a) tente alors de percer ce mystère en analysant le processus de formation des prix sur le marché. Son analyse aboutit à une explication théorique ingénieuse permettant de réconcilier l'indépendance des cours et l'existence d'une valeur fondamentale pour les titres. En effet, contrairement à la plupart de ses prédécesseurs qui se sont orientés vers l'irrationalité des investisseurs et le poids des facteurs psychologiques, Fama (1965) part du postulat de la rationalité des investisseurs et s'appuie sur une autre propriété pour expliquer l'indépendance des cours: la capacité des prix à intégrer l'information disponible de manière instantanée. L'hypothèse d'efficience des marchés financiers est née.

1.2 L'EMH selon l'approche traditionnelle

Définie par Fama (1965a, 1965b), l'hypothèse des marchés efficients se précise dans son article de 1970 qui distingue trois formes d'efficience. L'EMH continue ensuite à évoluer grâce aux nombreux travaux empiriques sur l'efficience. En effet, quelques aménagements de la définition de l'efficience sont proposés par Jensen (1978) et confirmés ensuite par Fama (1991). Dans son article de 1991, Fama présente par ailleurs la nouvelle classification des formes d'efficience et une actualisation de la revue de la littérature sur le sujet.

Les paragraphes suivants (1.2.1) présentent l'approche traditionnelle de l'EMH, ses principes, ses conséquences et sa progression en suivant l'évolution des idées exposées par Fama dans sa série d'articles successifs publiés entre 1965 et 1991.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

1.2.1 L'EMH : premières formalisations

L'hypothèse d'efficience des marchés voit le jour dans le travail doctoral mené par Fama à l'université de Chicago. Sa thèse de doctorat compte d'ailleurs parmi les thèses les plus connues en finance puisqu'elle a été entièrement publiée dans la revue « Journal of Business » au début de l'année 1965. Depuis sa publication, ce papier de 72 pages est considéré comme le travail fondateur de l'hypothèse d'efficience des marchés. Il connaît un tel succès lors de sa parution que quelques mois après, il est demandé à Fama de le résumer en un papier moins volumineux et plus accessible. Une version plus courte et moins technique est alors publiée dans la revue « Financial Analysts Journal » en septembre-octobre 1965.

Dans le premier papier, l'analyse de Fama (1965a) part de la discussion des principales implications de la théorie de la marche aléatoire. Plus particulièrement, il s'intéresse à la propriété de l'indépendance des séries des prix des actifs avérée empiriquement et posant un problème de justification théorique. En effet, jusque là, les seules explications de la nature aléatoire de l'évolution des cours boursiers reposent sur des arguments peu acceptables par l'orthodoxie économique. Comme il est expliqué plus haut, la marche aléatoire des cours amène à supposer que le prix d'un actif se forme indépendant des données économiques et politiques qui permettent de déterminer sa valeur fondamentale. Cette conclusion est cependant contradictoire à la vision économique classique qui considère au contraire que la valeur fondamentale des actifs est liée à l'ensemble des variables économiques et politiques.

Dans sa revue de la littérature sur la théorie de la marche aléatoire, Fama (1965a) revient également sur les autres arguments apportés par Bachelier (1900) et Osborne (1959) pour expliquer la nature aléatoire des cours boursiers. Ces deux auteurs suggèrent que l'indépendance des prix des titres est une simple conséquence de l'indépendance des fractions d'information qui se succèdent sur le marché. Selon ces auteurs, si les informations surviennent de manière indépendante à travers le temps et que les bruits concernant les valeurs fondamentales ne tendent pas à suivre un modèle régulier, les changements de prix successifs d'un titre ne peuvent être qu'indépendants (Fama, 1965a : 37).

Cependant Fama juge cette explication peu convaincante dans le sens où elle s'appuie sur deux hypothèses controversées. Selon lui, aussi bien l'hypothèse de l'indépendance des estimations de la valeur fondamentale, que l'hypothèse de l'indépendance des fractions d'informations dans le temps, ne sont pas plausibles. Pour Fama, les estimations des individus ont peu de raison de diverger notamment à cause de la présence d'investisseurs individuels ou

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

institutionnels qui constituent des leaders d'opinion sur le marché. En effet, les actions de ces derniers sont souvent suivies par un grand nombre d'investisseurs qui se fient à leurs opinions et à leurs estimations des entreprises. D'un autre côté, Fama fait remarquer qu'il n'est pas impossible d'observer des fractions de nouvelles informations successives ayant un certain lien de dépendance. Par exemple, les bonnes nouvelles concernant une entreprise sont fréquemment suivies bonnes nouvelles de même que les mauvaises nouvelles sont couramment suivies d'autres mauvaises nouvelles (Fama, 1965a : 37).

Toutefois, d'après Fama, la dépendance entre les informations et entre les bruits qui circulent sur le marché n'entraîne pas forcément une dépendance dans les changements des prix d'un titre. L'explication repose sur d'autres mécanismes qui amènent les prix successifs à se comporter de manière indépendante. Ces mécanismes résultent principalement de la concurrence entre un grand nombre d'investisseurs cherchant à estimer la valeur fondamentale des titres mieux que les autres et surtout plus rapidement dans le but de prendre des décisions d'investissement judicieuses. Cette compétition entre les acteurs sur le marché amène le prix des titres à s'ajuster instantanément aux nouvelles informations. L'ajustement instantané des prix empêche donc les cours d'un titre d'évoluer de manière progressive et élimine par conséquent toute possibilité de prévoir son comportement avant sa formation.

Ces mécanismes décrits de manière plus détaillée ci-dessous caractérisent ce que Fama appelle un marché financier efficient. Le terme « marché efficient » n'arrive cependant que plus tardivement dans la démonstration de Fama (1965a). En effet, ce terme n'est évoqué qu'à partir de la cinquante- septième page de ce papier (Fama, 1965a : 90). Autrement dit, ce terme qui donnera son nom à la théorie formulée par Fama n'est utilisé qu'une fois les conditions et les conséquences d'un marché efficient clairement énoncées.

Parmi les conséquences déterminées par Fama, deux sont particulièrement importantes dans le sens où elles représentent à la fois des résultantes de l'efficience du marché et des définitions d'un marché efficient. La première conséquence est l'intégration totale et instantanée des informations dans le prix d'un titre. La deuxième est l'impossibilité de tirer profit de la connaissance de n'importe quelle information pour réaliser un profit. En effet, ces deux conséquences sont mobilisées par Fama respectivement en 1965 et 1990 pour définir un marché efficient.

L'analyse des conséquences de l'EMH permet par ailleurs à Fama de fournir les fondements conceptuels manquants à la théorie de la marche aléatoire défendue par ses prédécesseurs

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

(Bachelier, 1900 ; Osborne, 1959). Selon Fama, l'imprévisibilité des cours soutenue par cette théorie est tout simplement une des conséquences de l'efficience des marchés.

Cette dernière conséquence l'amène donc à s'intéresser à l'utilité des techniques de prévision des prix pour les investisseurs dans un contexte d'efficience des marchés.

Avant de détailler les conséquences de l'hypothèse d'efficience des marchés, il est important de présenter les conditions sur lesquelles elle repose telles que Fama les définit dans ses articles de 1965 et 1970.

1.1.1.1 L'EMH : conditions

La définition des conditions sur lesquelles repose l'efficience des marchés se fait en deux temps. Une première partie de ces conditions est énoncée en 1965 et une seconde est complétée en 1970.

Selon Fama (1965b), un marché efficient se caractérise par:

- l'existence d'un grand nombre d'investisseurs rationnels qui se battent activement dans l'objectif de prédire la valeur future des titres et de maximiser leurs profits ;
- la disponibilité et la libre circulation de l'information entre les différents participants (Fama, 1965b: 56).

En effet, d'après Fama, c'est la compétition parmi un grand nombre d'agents intelligents et bien informés qui conduit à l'intégration de toutes les informations disponibles dans les prix des actifs. Leurs différents efforts pour déduire la valeur correcte d'un actif contribuent conjointement à faire apparaître le prix correspondant à sa valeur fondamentale. Par ailleurs, la disponibilité et la libre circulation de l'information les rendent tous égaux par rapport aux données de départ et ne permet à aucun de prédire ce prix avant les autres.

Ensuite, deux autres conditions à l'efficiences des marchés sont formulées dans Fama (1970), à savoir :

- l'absence de coûts de transactions ;
- tous les participants s'accordent sur les effets de l'information disponible sur le prix observé et sur les distributions des prix futurs de chaque actif (Fama, 1970 : 387).

Enfin, il est intéressant de souligner qu'après avoir défini ces conséquences, Fama précise cependant que celles-ci sont suffisantes mais pas nécessaires pour garantir l'efficience des marchés.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1.1.2 L'EMH : conséquences

Plusieurs conséquences découlent du fonctionnement d'un marché efficient. D'après Fama (1965a, 1965b), sur un marché efficient, la compétition entre les nombreux participants « intelligents » fait que, à tout moment, le prix observé de chaque actif reflète les effets des informations basées aussi bien sur les événements passés que sur les événements que le marché anticipe. Selon les termes de Fama, « *sur un marché efficient, à tout instant, le prix affiché d'un actif constitue une bonne estimation de sa valeur fondamentale* » Fama (1965b : 56). En effet, supposés rationnels, les investisseurs cherchent à tout moment à évaluer la valeur fondamentale du titre grâce aux nouvelles informations qu'ils reçoivent au fur et à mesure. Cette valeur ne pouvant jamais être déterminée avec exactitude, il est donc possible d'avoir des différences d'opinion dans l'estimation de cette valeur fondamentale par les investisseurs. Les actions des différents participants entraînent alors une variation aléatoire du prix du titre autour de sa valeur fondamentale. Cependant, sur un marché efficient et grâce à la compétition des nombreux participants l'effet d'une nouvelle information sur sa valeur fondamentale est en moyenne complet et se reflète instantanément dans les prix affichés (Fama, 1965b, 56). L'arrivée d'informations nouvelles étant également imprévisible, les changements des cours des titres restent donc aléatoires.

Ainsi, les principales conséquences de l'efficience des marchés sont:

- l'incorporation totale et instantanée des informations dans le prix ;
- le prix affiché constitue à tout instant une bonne estimation de la valeur fondamentale de l'actif ;
- le prix change à l'arrivée d'une nouvelle information sur le marché ;
- le prix évolue de façon imprévisible.

Selon Fama (1965a, 1965b), l'efficience des marchés est maintenue grâce aux efforts continus de ses participants qui cherchent à prévoir les cours futurs des titres et à détecter des anomalies ou des écarts de prix pour en profiter. Cependant, sur un marché efficient, ces efforts risquent d'être vains dans le sens où les prévisions ne peuvent pas amener à des gains supplémentaires puisque tous les investisseurs reçoivent les informations au même moment et réagissent de façon simultanée. Les écarts de prix se résorbant sans délai, les investisseurs n'ont pas le temps d'en profiter. Ainsi, l'efficience des marchés a pour autre conséquence importante :

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

- l'impossibilité de tirer profit de la connaissance de n'importe quelle information pour réaliser un profit

Cette conséquence peut cependant être à la fois handicapante et source de dilemme pour un investisseur. L'anecdote suivante[25] illustre de manière caricaturale la réaction que peut avoir un acteur dans un contexte similaire: « *un étudiant descend les marches d'un amphi accompagné de son professeur de finance lorsque tous les deux aperçoivent un billet de 20 dollars par terre. L'étudiant se penche alors pour le récupérer lorsque son professeur le retient en lui disant avec désespoir : « Ne t'en préoccupe pas. Si ce billet était vraiment là, quelqu'un d'autre l'auraient déjà ramassé »* ». De même, sur un marché financier réputé efficient, un investisseur qui pense détenir une information intéressante sur un titre n'est jamais sûr de pouvoir en profiter pour réaliser des gains sachant qu'il y a probablement d'autres participants qui ont eu la même idée avant lui et qui ont donc neutralisé l'écart du prix de l'actif par rapport à sa valeur fondamentale.

Ainsi, cette conséquence remet totalement en cause l'intérêt des prévisions des cours des titres pour les investisseurs. Cela n'a cependant pas échappé à Fama qui analyse l'utilité des techniques de prévision dans un contexte d'efficience.

1.1.1.3 L'utilité des techniques de prévision des prix dans un contexte d'efficience des marchés

Partant de l'efficience des marchés et des preuves empiriques soutenant la théorie de la marche aléatoire, Fama (1965a, 1965b) discute l'utilité des deux principales techniques d'anticipation des prix des actifs : l'analyse technique et l'analyse fondamentale. Pour lui, l'efficience des marchés et l'évolution aléatoire des prix des actifs vont à l'encontre de la première tandis qu'elles défient la deuxième. En même temps, le rôle joué par les deux types d'analyste est important pour garantir l'efficience des marchés.

a. L'utilité de l'analyse technique

L'analyse technique s'appuie sur l'observation de l'évolution passée du cours d'un titre pour détecter une tendance permettant de prévoir le prix futur. Plusieurs indicateurs peuvent être utilisés dans ce type d'analyse (les moyennes mobiles, le *momentum*, les lignes de résistance etc.). Certains s'appuient uniquement sur les graphiques des cours pour prédire les tendances

[25] Citée dans Ross, Westerfield et Jaffe (2002)

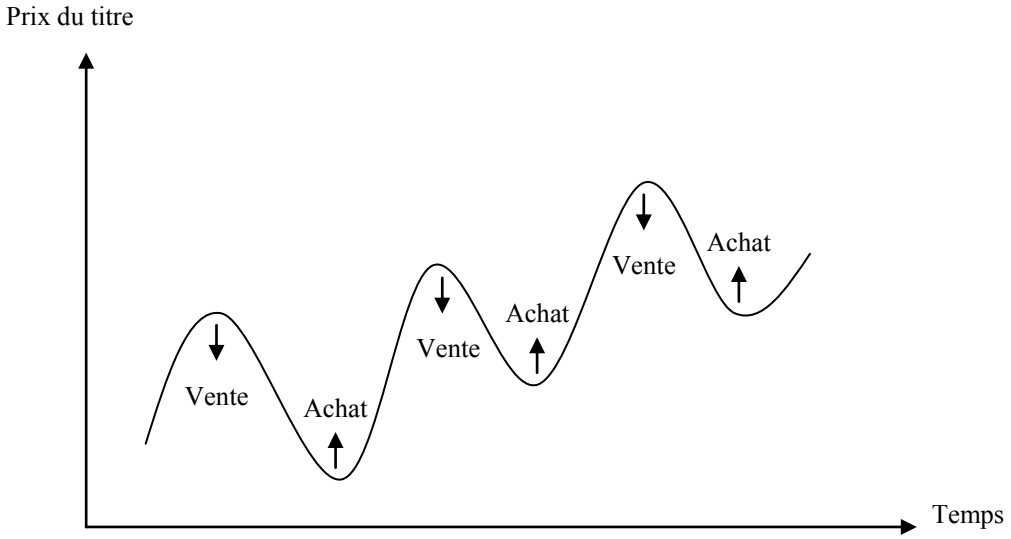
© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

futures : c'est l'analyse chartiste. D'après Fama (1965a, 1965b), l'évolution aléatoire des cours ne permet en aucun cas aux analystes de prévoir les cours futurs d'un titre en s'appuyant sur l'observation de ses cours passés. Dès lors, l'analyse chartiste s'apparente pour lui à l'astrologie d'autant plus qu'elle n'a aucune validité scientifique contrairement à la théorie de la marche aléatoire qui est soutenue par plusieurs études empiriques (Fama, 1965b : 59).

Par ailleurs, même dans le cas où une certaine forme de dépendance dans la série des prix est découverte, elle ne peut persister grâce aux réactions des investisseurs (Fama, 1965a : 38). En effet, comme le montre le graphique 18 ci-dessous, si une configuration du comportement des prix des titres est observée de manière régulière sur le marché, les investisseurs qui la repèrent ne tardent pas à en profiter pour spéculer et réaliser des gains. En ce faisant, ils modifient cette configuration et éliminent donc la dépendance des prix des titres.

Figure 18 : Le comportement des investisseurs tend à éliminer les formes cycliques



Par exemple, si une forme cyclique dans les séries des prix d'un titre est détectée (graphique ci-dessus), les investisseurs souhaitant en profiter pour faire des gains prennent des décisions d'achat lorsque le cours du titre arrive au creux de la courbe et des décisions de vente lorsqu'il atteint le sommet du cycle. Agissant de cette manière, ils font disparaître toute forme particulière de l'évolution des prix dans le temps.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

b. L'utilité de l'analyse fondamentale

L'analyse fondamentale a pour objectif de déterminer la valeur fondamentale de l'actif. Cette valeur correspond aux gains potentiels qu'il peut réaliser et que l'on peut estimer à travers les informations concernant l'entreprise et son environnement. Dans un monde incertain cette valeur ne peut cependant pas être déterminée avec exactitude et certains écarts peuvent alors exister entre la valeur fondamentale d'un titre et son prix (Fama, 1965b : 56). En revanche, selon Fama, dans un marché efficient ces écarts sont réduits grâce aux nombreuses interventions des investisseurs intelligents qui vendent le titre lorsqu'ils estiment que son prix est supérieur à sa valeur fondamentale et qui l'achètent dans le cas contraire.

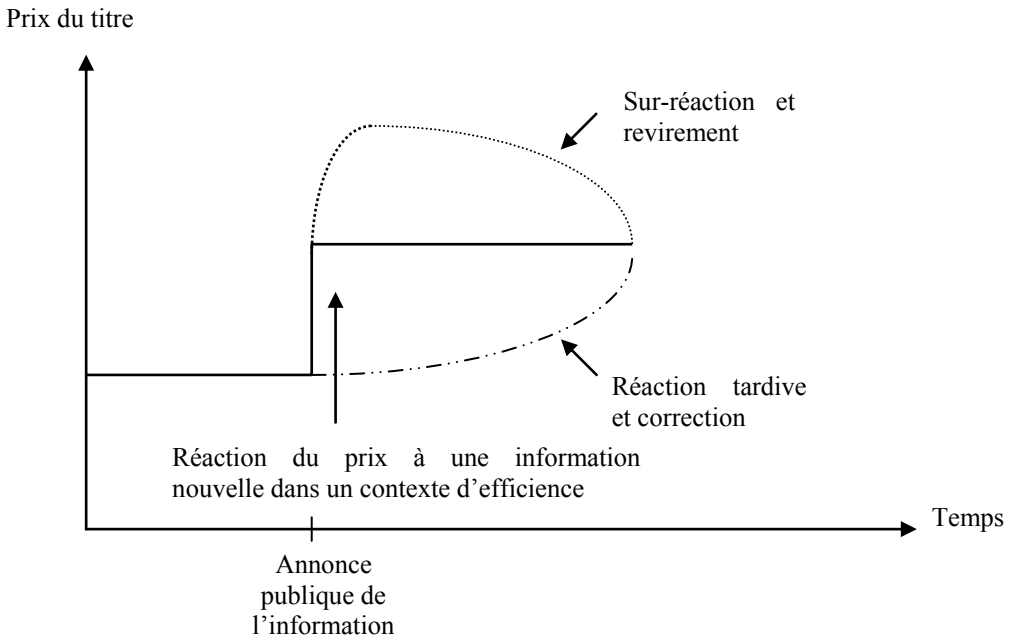
L'estimation de la valeur fondamentale reste inchangée jusqu'à l'arrivée d'une nouvelle information qui peut entraîner un ajustement du prix du titre (Fama, 1965b). Cet ajustement doit être instantané sur un marché efficient car tous les investisseurs prennent connaissance des informations simultanément.

L'instantanéité de l'ajustement des prix reste cependant un idéal difficile à atteindre car pour une totale absorption de l'information dans le cours du titre, un bref délai d'ajustement est en réalité nécessaire. En effet, le prix s'ajuste suite à des changements successifs dus aux différentes positions prises par les participants qui peuvent sur-réagir, sous-régir ou réagir lentement à l'annonce d'un événement (voir figure19 ci-dessous). Ces changements successifs de prix n'ont cependant rien de systématique ; ils sont totalement indépendants et par conséquents imprévisibles. Ils correspondent à l'incertitude qui caractérise l'effet d'une information sur la valeur fondamentale du titre. Sur un marché efficient, les nombreuses interprétations et réactions des participants doivent réduire ce délai d'ajustement au minimum pour rendre ainsi les possibilités d'arbitrages difficiles.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 19 : L'ajustement du prix d'un titre à une nouvelle information



Ceci étant, l'analyse fondamentale peut être utile selon Fama dans deux cas: « *lorsque l'analyste dispose d'une nouvelle information qui n'est pas encore totalement prise en compte dans les prix observés* » ; ou « *lorsqu'il dispose de nouveaux aperçus*[26] *concernant les effets d'une information disponible qui ne sont pas encore intégrés dans les prix observés* ». Selon Fama, en dehors de ces deux situations, l'analyste « *ferait mieux d'essayer d'oublier l'analyse fondamentale et de choisir ses titres selon une procédure de sélection aléatoire* » (*Ibid*., p.59). Par ailleurs, tant que les gains supplémentaires ne couvrent pas « *le coût des ressources (notamment en terme de temps passé par l'analyste) dépensés dans ce processus compliqué d'analyse* », la sélection aléatoire reste la meilleure alternative pour un investisseur (*Ibid*., p. 58). Ce constat sera plus tard un élément explicitement cité dans sa nouvelle définition de l'efficience.

Pour conclure, d'après l'analyse présentée ci-dessus, les possibilités d'arbitrage sont ponctuelles, aléatoires et très difficiles sur un marché efficient au sens de Fama (1965a, 1965b, 1970).

---

[26] Les nouvelles informations auxquelles Fama fait référence peuvent être déduits des précisions apportées dans le même article (page 56) lorsqu'il dit : « *les nouvelles informations peuvent être liées à certains événements comme le succès d'un projet de recherche et développement en cours, un changement dans l'équipe dirigeante, une taxe imposée par un pays étranger, une augmentation de la production industrielle ou un autre changement réel ou prévu d'un facteur qui est susceptible d'affecter les perspectives de l'entreprise* ».

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Par contre si l'analyse technique paraît totalement inutile selon l'auteur, l'analyse fondamentale peut avoir un certain sens mais elle ne garantit pas forcément un gain. Les adeptes de ce type d'analyse doivent en effet non seulement arriver à calculer la vraie valeur fondamentale de l'actif mais aussi à le faire très rapidement et avec le moindre coût pour espérer réaliser un gain supérieur à ce que la chance seule peut garantir. Néanmoins, s'ils y arrivent cela veut dire forcément qu'ils ont exploité une inefficience du marché. En effet, toute possibilité d'arbitrage et de gain est forcément due à un écart par rapport à la forme la plus extrême de l'efficience des marchés qui voudrait que les prix absorbent totalement et instantanément toute l'information disponible.

La non- condamnation totale de l'utilité de l'analyse fondamentale par Fama (1965a, 1965b) peut être interprétée comme une forme d'aveu implicite de la possibilité d'existence de décalages par rapport à la forme la plus restrictive d'efficience. L'auteur n'explicite cependant pas clairement cette idée dans ses premiers travaux. Il faudra attendre son article de 1991 pour voir cette idée énoncée par l'auteur. Dans une étape intermédiaire publiée dans son article de 1970, Fama propose de distinguer trois formes d'efficience testables empiriquement.

1.2.2 Les trois formes d'efficience des marchés selon Fama (1970)

Telle que définie dans les travaux de Fama (1965), l'efficience informationnelle suppose qu'un titre absorbe tout type d'information le concernant qu'elles soient anciennes, récentes, privées ou publiques. Suite à cette première définition générale et difficile à observer et à tester empiriquement, Fama propose en 1970 une analyse plus affinée avec trois formes d'efficience correspondant chacune à un niveau d'information. Ce nouvel apport ne dénature cependant pas la définition originelle d'un marché efficient, à savoir un marché où le prix « reflète totalement » les informations disponibles concernant le titre. Il propose simplement de définir ce que l'on doit entendre par « refléter totalement » et rendre ainsi testable le modèle proposé (Fama, 1970 : 384-388).

1.2.2.1 La forme faible de l'efficience

Dans un marché efficient au sens faible, l'ensemble de l'information totalement intégrée dans le cours d'un titre coté concerne uniquement l'historique de la série de ses prix et de ses rentabilités. Cela implique que ces informations ne peuvent pas être utilisées pour prévoir l'évolution du prix futur de l'actif financier.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Par conséquent, l'analyse technique ne peut pas amener à réaliser un profit anormal sur un marché efficient au sens faible.

Ainsi, pour tester la forme faible de l'efficience d'un marché, il suffit de déterminer si les rentabilités passées permettent de prévoir les rentabilités futures.

1.2.2.2 La forme semi- forte de l'efficience

Un marché est dit efficient au sens semi-fort si les prix des titres cotés sur ce marché reflètent instantanément l'ensemble de l'information publique disponible. Il s'agit de toute les informations diffusées sur le marché concernant l'actif (annonces de résultats annuels, division du nominal, annonces stratégiques, émission de titres, etc.). Ces informations sont absorbées par les prix des titres dès l'instant où elles sont rendues publiques. L'instantanéité de l'intégration de l'information s'explique par la réaction immédiate des investisseurs qui en prennent connaissance simultanément.

Ainsi, pour déterminer si un marché satisfait les conditions de la forme semi-forte de l'efficience, il faut tester la rapidité de l'ajustement du prix du titre à l'annonce une information nouvelle.

La principale conséquence de la forme semi-forte d'efficience est l'impossibilité de tirer profit d'une information publique nouvelle pour réaliser des arbitrages étant donné qu'elle est absorbée sans délai dans le prix du titre.

1.2.2.3 La forme forte de l'efficience

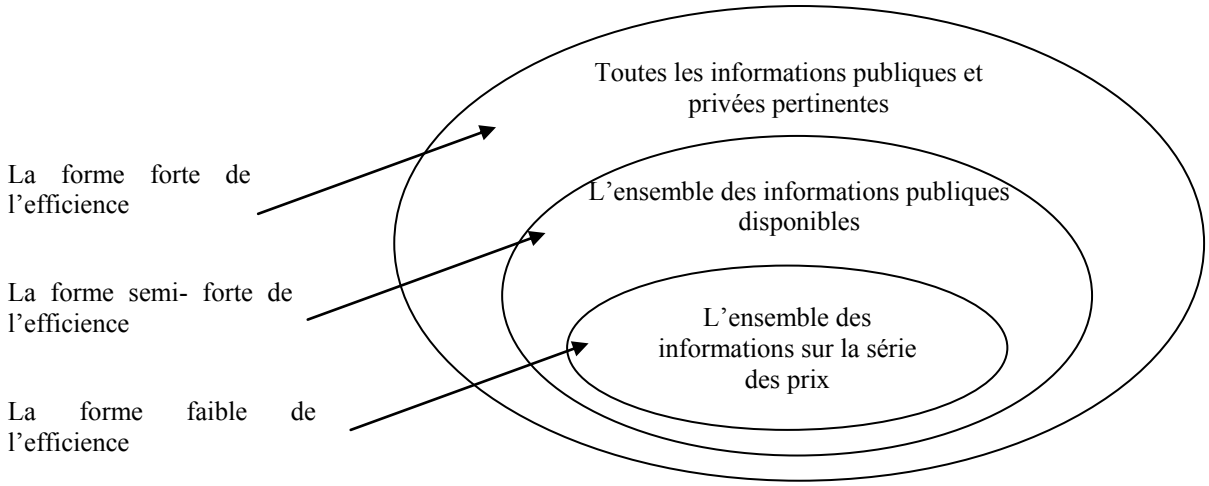
En plus des informations incluses dans les deux précédentes formes d'efficience, la forme forte comprend l'information privée. Ce type d'information concerne les spécialistes de l'investissement comme les gérants de fond et les personnes ayant accès à des informations confidentielles dans une entreprise comme les managers ou leurs proches.

Dans un marché efficient au sens fort, la connaissance d'informations privilégiées ou non publiques ne peut pas amener à la réalisation d'un gain. Autrement dit, ces informations sont déjà également reflétées dans le prix du titre au moment où la personne qui veut en profiter en prend connaissance. Pour tester cette forme d'efficience, il faut déterminer si l'accès à une information privée permet à son détenteur de réaliser des profits supérieurs par rapport aux autres agents. Comme le montre le graphique 20 ci-dessous, la forme forte de l'efficience correspond à la totalité des informations concernant les titres, qu'elles soient publiques ou privée.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 20 : La nature des informations intégrées dans les prix des titres pour chaque forme d'efficience (selon Fama, 1970)



Ce graphique montre les différents groupes d'information correspondant aux trois formes d'efficience du marché. La plus petite sphère représente les informations correspondent à la forme faible de l'efficience. Il s'agit uniquement des informations contenues dans l'historique des cours, celles-ci sont accessibles à tous les intervenants sur le marché.

Dans la sphère moyenne correspondant à l'univers informationnel de la forme semi-forte de l'efficience, se trouvent les informations contenues dans la petite sphère et d'autres informations publiquement disponibles (pouvant provenir par exemple de communiqués de presse publiés par les organisations, des médias, des documents comptables publiés, etc.).

Enfin, la grande sphère contient l'ensemble des informations correspondant à la forme forte de l'efficience. Cet ensemble est composé du contenu informationnel de la petite sphère, celui de la sphère moyenne et d'informations privées (non connues du public). Celles-ci sont généralement détenues par quelques initiés comme par exemple les membres dirigeants d'une entreprise.

1.2.3 L'EMH à l'épreuve des tests

Dès la fin des années 1960, une abondante littérature empirique sur le comportement des cours boursiers commence à se développer. Les études qui se sont attelées à déterminer l'efficience du marché peuvent être classées en trois groupes en fonction de la forme d'efficience testée. Dans son article de 1970, Fama propose une revue de la littérature des

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

premières études empiriques menées. Globalement, tous les travaux présentés corroborent l'hypothèse d'efficience. Cependant, un nombre d'études empiriques sur le sujet révèlent quelques anomalies consistant en un ensemble d'écarts par rapport aux définitions des formes faible, semi-forte et forte de l'efficience peuvent être observés.

En 1978, la revue *Journal of Financial Economics* consacre un numéro spécial aux anomalies trouvées dans les études empiriques par rapport à l'hypothèse de l'efficience des marchés. Le papier de Jensen (1978), proposant une nouvelle définition de l'efficience basée sur le principe de l'impossibilité de battre le marché[27], fait partie de ce numéro spécial. Dans cet article, Jensen (1978), présente une synthèse des travaux empiriques présentés dans le numéro. Selon lui, la plupart des anomalies observées dans ces travaux ne résultent pas d'écarts par rapport aux prédictions de l'EMH mais de limites méthodologiques. En particulier, Jensen (1978) pointe du doigt le problème de mauvaise spécification du modèle générateur utilisé pour la détermination des rentabilités des titres.

1.2.3.1 Les tests de la forme faible de l'efficience

L'objectif des tests d'efficience au sens faible est de déterminer s'il est possible de prévoir les rentabilités futures à partir des rentabilités passées. Les tests les plus utilisés pour examiner cette forme d'efficience sont :

- les tests visant la duplication des méthodes techniques. Il s'agit de comparer les résultats de portefeuilles gérés selon les méthodes techniques usuelles avec ceux obtenus à travers une sélection aléatoire ou une gestion passive. Parmi les méthodes utilisées nous pouvons trouver la méthode des filtres (Alexander, 1964 ; Fama & Blume, 1966 ; Gaslene, 1975), celle du *momentum* (Jensen & Benington, 1970) ou encore celle des moyennes mobiles (Van Horne & Parker, 1967) ;
- les tests vérifiant l'hypothèse de l'existence d'une mémoire dans les séries de prix. comme les tests d'autocorrélation sérielle et les tests des changements de signe ou des *runs* (Fama, 1965a ; Lo & MacKinlay, 1988 ; Solnik, 1973) ;
- les tests de vérification de la marche aléatoire des prix (Mandelbrot, 1966 ; Samuelson, 1965).

---

[27] Cette nouvelle définition avancée par Jensen sera finalement retenue par Fama quelques années plus tard (Fama, 1991). Ce point sera discuté plus loin (1.2.4.2).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Selon Fama (1970), ces tests tendent à corroborer l'efficience au sens faible même si certaines distorsions ont pu être observées par rapport à la définition de cette forme d'efficience. Ainsi certaines études comme celle de Solnik (1973) ou Fama (1965a) relèvent l'existence d'une faible autocorrélation stable dans le temps entre les rendements de certains titres individuels. De même Lo et MacKinlay (1988) mettent en évidence une autocorrélation dans les rendements de portefeuilles constitués de titres cotés à la bourse de New York. Ces auteurs soulignent cependant que ces anomalies ne permettent pas aux investisseurs de réaliser des gains en faisant des arbitrages.

1.2.3.2 Les tests de la forme semi-forte de l'efficience

Les tests de la forme semi-forte de l'efficience tentent de mesurer la vitesse de l'ajustement des prix à l'annonce d'une nouvelle information publique. L'étude de cette forme précise d'efficience a donné lieu à la méthode d'études d'événement[28]. Il s'agit de déterminer si le prix d'un titre absorbe tout l'effet d'une nouvelle information au moment où elle devient publique. Si le marché est efficient au sens semi- fort, on ne devrait pas observer de rendements anormaux dans les jours, semaines ou mois suivant l'annonce publique.

Parmi les études pionnières qui ont tenté de tester la forme semi-forte de l'efficience, celle de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) est devenu un grand classique de la recherche en finance. Dans ce travail, les auteurs étudient de quelle manière les prix des titres s'ajustent à l'annonce d'une division de nominal (*Split*) par l'entreprise. Une telle opération est généralement entreprise par les dirigeants d'une firme lorsque le prix de l'action atteint un niveau important pouvant gêner les transactions et diminuer par la suite la liquidité du titre. Elle ne modifie ni la valeur de l'actif ni la répartition du capital. Elle constitue cependant un signal pour les investisseurs concernant le maintien ou l'élévation du niveau de dividende distribué dans le futur par l'entreprise. Les résultats de l'étude montrent que les mois précédant l'annonce de la division connaissent généralement des taux de rentabilités anormalement élevés. Cette période correspond à un moment d'incertitude où les investisseurs anticipent l'augmentation du dividende. Cependant, dès le mois suivant l'annonce du *split*, les rentabilités retrouvent leurs comportements « normal ». L'annonce publique résorbe l'incertitude et permet aux

[28] Cette méthode sera décrite en détail dans la deuxième partie de cette thèse. Il est important de noter que la méthodologie des études d'événement devient par la suite beaucoup plus utilisée pour analyser la réaction des investisseurs à l'annonce de certaines informations particulières que pour tester l'efficience du marché.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

investisseurs de donner le prix correct à l'action. Cet ajustement rapide corrobore selon Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) l'efficience au sens semi- fort du marché.

Cette étude basée sur des rentabilités mensuelles ne montre cependant pas l'instantanéité de l'ajustement des prix. Pourtant, lorsqu'elle est testée, cette instantanéité est souvent mise à l'épreuve. Par exemple, certains travaux portant sur la négociation de blocs d'actions (Dann, Mayers, & Raab, 1977 ; Kraus & Stoll, 1972 ; Scholes, 1972) et sur l'annonce de résultats et de dividendes (R. Ball & Brown, 1968 ; Pettit, 1972 ; Watts, 1973) montrent qu'en réalité un délai d'ajustement allant de quelques minutes à quelques jours est nécessaire pour qu'une information nouvelle soit totalement intégrée dans le cours d'un titre. Ces observations ne permettent cependant pas, selon ces auteurs, de remettre en cause l'efficience informationnelle au sens semi-fort. Deux raisons sont citées. La première est d'ordre méthodologique ; elle est relative au problème de mauvaise spécification du modèle utilisé pour estimer les rendements « normaux »[29]. La deuxième est inhérente au fonctionnement du marché qui ne satisfait pas en réalité toutes les conditions de l'efficience comme l'absence des coûts de transaction et la diffusion simultanée et égale des informations entre tous les investisseurs. En réalité, un certain délai est nécessaire pour que l'information soit diffusée et interprétée par les participants et pour que les ordres soient passés et exécutés.

Les possibilités d'arbitrage durant ce laps de temps sont donc possibles mais elles ne garantissent pas de réaliser des gains car les bénéfices liés à la différence des prix d'achat et de vente sont épongés par les coûts de recherche et d'analyse de l'information et les coûts de transaction.

1.2.3.3 Les tests de la forme forte de l'efficience

La forme forte de l'efficience est la plus difficile à observer sur les marchés et à démontrer empiriquement. En effet, il est difficile de recenser et de dater les informations privilégiées pour vérifier si elles ont permis à leurs utilisateurs de réaliser des gains d'arbitrage. Les tests de cette forme d'efficience peuvent être regroupés en deux catégories :

- les études cherchant à mettre en évidence la capacité des *insiders* à réaliser des profits anormaux en utilisant des informations non publiques (Jaffe, 1974 ; Scholes, 1972).

[29] Ce problème est abordé dans la deuxième partie de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- les études visant à déterminer l'existence d'une différence de performance pour les portefeuilles gérés par des professionnels par rapport au reste du marché (Friend & Vickers, 1965 ; Jensen, 1968, 1969).

Les résultats de ces études montrent l'existence d'écarts dans le comportement des titres par rapport à l'hypothèse de l'efficience au sens fort qui précise que toute l'information disponible, notamment l'information non publique, est reflétée dans les prix des titres. Ainsi, Scholes (1972) découvre des anomalies dans les comportements des rentabilités des titres qui l'amènent à supposer que les dirigeants des entreprises disposent d'informations privées qui ne sont pas reflétées dans les cours. De même, l'étude de Jaffe (1974) sur les délits d'initiés montre que les informations privilégiées peuvent donner lieu à des profits anormaux pour leurs détenteurs.

D'un autre côté, le travail de Jensen (1978) sur la performance des fonds gérés par des spécialistes montre que sur 115 fonds étudiés, seuls 2 arrivent à battre le marché. Il en conclut que ces écarts restent exceptionnels et qu'en moyenne il n'est pas possible de réaliser des profits anormaux. Selon lui, on ne peut pas infirmer l'hypothèse d'efficience avant d'établir que l'arbitrage réalisé par les détenteurs d'une information leur permet de réaliser de réels gains, autrement dit nets des frais de recherche et de transaction nécessités par l'opération. De plus, argumente Jensen, les différentes anomalies soulignées dans les tests empiriques sont dues en grande partie à des problèmes d'ordre méthodologiques, notamment celui de mauvaise spécification du modèle générateur des rentabilités normales estimées. Ainsi, affirme-t-il, qu'avec la sophistication des méthodes économétriques et la disponibilité de données plus précises sur les marchés, ces anomalies à caractère exceptionnel auront tendance à disparaître.

Les arguments avancés par Jensen pour tenter de secourir l'hypothèse d'efficience des marchés deviennent par la suite désormais les justifications les plus mobilisées pour défendre cette théorie face aux preuves empiriques tendant à l'affaiblir. Il n'en reste pas moins que les résultats empiriques pointant les écarts du comportement des rentabilités des actifs par rapport aux prédictions de l'EMH peuvent également être interprétés comme des limites de cette théorie.

Finalement, le principal apport de cette accumulation de tests empiriques contredisant l'EMH est d'amener ses défenseurs à revoir les postulats de cette théorie et à la faire évoluer. C'est

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

notamment ainsi que Fama (1991) propose sa nouvelle définition de l'efficience, inspirée de celle formulée par de Jensen (1978).

1.2.4 Vers une nouvelle définition de l'efficience

Suite aux différentes critiques adressées à l'EMH, deux principales évolutions successives ont été apportées par Fama à la définition de l'efficience. La première évolution proposée par Fama (1976) est venue en réponse à l'article de LeRoy (1976). La seconde, correspond à la reformulation par Fama (1991) de la définition de l'efficience selon la proposition de Jensen (1978).

1.2.4.1 L'aménagement de la définition de l'efficience en réponse à la critique de LeRoy (1976)

Au-delà des critiques adressées à l'EMH sur un plan empirique, l'examen de la représentation mathématique de la définition de l'efficience proposée par Fama (1970) révèle une erreur réduisant cette représentation à une simple tautologie. En effet, dans son article (1976), Stephen LeRoy relève une maladresse d'importance dans un passage de la 2ème section de l'article de Fama (1970) consacré à la formalisation mathématique de sa définition de l'efficience. Aux pages 384 et 385 de son article, Fama (1970) propose une écriture mathématique de la notion intuitive énoncée dans sa définition de l'EMH consistant à considérer que sur un marché efficient les prix reflètent toute l'information disponible. Pour Fama, il s'agit d'un apport substantiel à la littérature sur l'efficience qui ne fournissait pas jusqu'alors de traduction mathématique testable de l'hypothèse d'efficience. Ainsi, présente-t-il alors la formalisation suivante pour représenter les prix anticipés par rapport à l'ensemble d'information disponible:

$$(1) \qquad E(\tilde{p}_{j,t+1} \mid \phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} \mid \phi_t)] p_{j,t}$$

Où :

- E est l'opérateur d'espérance conditionnelle ;
- ϕ_t est l'ensemble de l'information disponible à l'instant *t ;*
- $p_{j,t}$ et $r_{j,t}$ désignent respectivement le prix et le rendement du titre *j*.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Fama définit ensuite $x_{j,t+1}$ et $z_{j,t+1}$ comme suit :

(2) $$x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(\tilde{p}_{j,t+1} \mid \phi_t) = 0$$

(3) $$z_{j,t+1} = r_{j,t+1} - E(\tilde{r}_{j,t+1} \mid \phi_t)$$

Selon Fama, en termes économiques :

- $x_{j,t+1}$ représente « *l'excédent de la valeur du marché du titre j à l'instant t+1: c'est la différence entre le prix observé et la valeur anticipée du prix prévue* en *t* sur la base de l'information ϕ_t » ;
- et $z_{j,t+1}$ représente « *le rendement en excès en* $t+1$ *par rapport au rendement prévu à l'équilibre à l'instant t* » Fama (1976 :385).

Par la suite, nous obtenons la relation suivante signifiant selon Fama que les séquences $x_{j,t+1}$ et $z_{j,t+1}$ correspondent à un jeu équitable[30].

(4) $$E(\tilde{x}_{j,t+1} \mid \phi_t) = E(\tilde{z}_{j,t+1} \mid \phi_t) = 0$$

Or, comme le fait remarquer très justement LeRoy (1976), les relations (1) à (4) ne peuvent être utilisées pour tester l'efficience puisque, ainsi définies, elles sont toujours vérifiées quelque soit le processus stochastique observé.

La définition présentée ci-dessus ne peut donc en aucun cas caractériser un marché efficient puisque Fama ne précise aucune restriction sur les variables utilisées. LeRoy, la qualifie par conséquent de tautologique et de naïve. Il propose ensuite de la corriger en définissant le taux de rendement de manière exogène. Autrement dit, le taux de rentabilité utilisé ne doit pas être une variable déterminée à partir l'évolution des prix observés $(r_{j,t+1} = \frac{p_{j,t+1} - p_t}{p_t})$, comme le définit Fama, mais par un modèle d'équilibre.

---

[30] Comme l'explique Pauline Hyme (2004) : « *un processus aléatoire Z_t correspond à un jeu équitable s'il n'est pas possible de prévoir sa réalisation future quelque soit l'ensemble d'informations. Ici, le processus des rendements en excès est un jeu équitable si son espérance conditionnelle pour t+1, étant donné l'ensemble d'informations disponibles en t, est nulle, c'est-à-dire si aucun agent ne peut s'enrichir en moyenne à partir de cet ensemble d'informations* ».

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Pour que la définition se tienne, LeRoy définit donc le taux de rentabilité r^* comme le rendement d'un actif sans risque pouvant évoluer dans le temps. Pour tout ϕ_t les prix anticipés d'un titre sont donc réécrits comme suit:

(5) $$E(\tilde{p}_{j,t+1} \mid \phi_t) = p_{j,t}[1 + g_j(t)]$$

Avec :

(6) $$E(\tilde{r}_{j,t+1} \mid \phi_t) = g_j(t) = r^*_{t+1}$$

Les incohérences soulignées par LeRoy (1976) dans la définition de Fama (1970) de l'efficience suscitent une réponse rapide de ce dernier. En effet, celle-ci apparaît dans le même numéro de Journal of Finance où a été publié l'article de LeRoy (1976). Dès la deuxième phrase de son introduction, Fama (1976) déclare qu'il est « contraint d'accepter » les erreurs relevées par LeRoy dans sa discussion sur la théorie des marché efficients. Il précise, néanmoins, qu'il n'accepte pas le terme « tautologique » utilisé par LeRoy pour qualifier son test de l'efficience. En effet, après avoir précisé que les tests proposés se placent dans un contexte d'efficience, Fama explique que si le modèle théorique était tautologique ces tests seraient incapables de rejeter l'hypothèse selon laquelle les marchés ne sont pas efficients. Or, selon lui, ce n'est pas le cas. Toutefois, Fama signale qu'au lieu de défendre son modèle théorique de 1970, il préfère le présenter d'une manière différente permettant de pallier les confusions et les difficultés de compréhension de l'ancienne version. Comme le fait remarquer Hyme (2004), « *cette seconde définition de l'efficience se révèle en réalité très différente de la première* ».

La nouvelle définition de l'efficience ne fait plus référence à la notion de jeu équitable mis en exergue dans le modèle présenté en 1970, en revanche elle insiste sur l'utilisation correcte de l'ensemble de l'information disponible pour la formation de prix : « *l'efficience du marché requiert que pour établir les prix des titres à tout instant t-1, le marché utilise correctement toute l'information disponible* » (Fama, 1976 : 143). Au-delà de cette nouvelle formulation de la définition de l'efficience, l'évolution la plus importante apportée par Fama (1976) consiste dans la distinction entre « information disponible » et « information utilisée » et entre « vraie fonction de densité conditionnelle » et « fonction de densité conditionnelle estimée par le

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

marché ». Cette distinction lui permet de suggérer sa nouvelle formalisation de la relation entre information et fixation des prix caractérisant un marché efficient :

(7) $$f(p_t \mid \phi_{t-1}) = f_m(p_t \mid \phi_{t-1}^m)$$

Où :

- $p_t = (p_1,..., p_{nt})$ est le vecteur de prix des titres à l'instant *t* ;
- ϕ_{t-1} est l'ensemble de l'information disponible à *t-1* ;
- ϕ_{t-1}^m est l'ensemble de l'information utilisée par le marché ;
- $f_m(p_t \mid \phi_{t-1}^m)$ est la fonction de densité conditionnelle de p_t estimée par le marché ;
- $f(p_t \mid \phi_{t-1})$ est la vraie fonction de densité conditionnelle de p_t par rapport à ϕ_{t-1}.

La nouvelle idée introduite par Fama est l'existence de deux fonctions de distribution des probabilités :

- la vraie fonction de densité de probabilités des prix des tires $(f(.))$ étant donné les informations disponibles (ϕ_{t-1})
- et celle estimée par le marché ou $(f(.))$ en prenant en compte l'ensemble des informations utilisées (ϕ_{t-1}^m).

Selon Fama (1976), l'efficience du marché implique l'égalité entre les deux fonctions, autrement dit une utilisation correcte par le marché de l'ensemble de l'information disponible en *t-1* dans l'estimation de la fonction de distribution des prix en *t*.

Pour expliquer l'égalité décrite dans la relation (7), Fama suppose que la fixation du prix d'un titre à l'instant *t-1* dépend uniquement des caractéristiques de la fonction de distribution estimée des prix en *t*.

Ainsi, en *t-1* le prix s'exprime de la façon suivante :

(8) $$p_{j,t} = \frac{E_m(\tilde{p}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)}{1 + E_m(\tilde{R}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)}$$

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Où :

- $E_m(\widetilde{R}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)$ est le rendement anticipé du titre *j* à l'équilibre engendré par la fonction $f_m(p_t \mid \phi_{t-1}^m)$
- et $E_m(\widetilde{p}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)$ est la valeur anticipée du titre *j* en *t*.

Soit $E(\widetilde{p}_{j,t} \mid \phi_{t-1})$ le vrai prix anticipé du titre *j* engendré par $f(\widetilde{p}_t \mid \phi_{t-1})$ et $E(\widetilde{R}_{j,t} \mid \phi_{t-1})$ le vrai rendement anticipé engendré par $E(\widetilde{p}_{j,t} \mid \phi_{t-1})$ et $p_{j,t}$. Sur un marché efficient nous avons :

(9) $$E(\widetilde{p}_t \mid \phi_{t-1}) = E_m(\widetilde{p}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)$$

Et

(10) $$E(\widetilde{R}_t \mid \phi_{t-1}) = E_m(\widetilde{R}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)$$

Autrement dit, « *sur un marché efficient le vrai rendement anticipé de tout titre est égal à sa valeur anticipée à l'équilibre, qui correspond elle-même à la valeur anticipée par le marché* » (Fama, 1976 : 144).

Fama rattrape ainsi la maladresse entachant sa définition précédente et relevée par LeRoy et rejoint ce dernier sur sa définition du taux de rendement $\tilde{R}_t$ en spécifiant qu'il provient bien d'un modèle d'équilibre. Il ne précise cependant pas à quel modèle exact il se réfère, il se contente juste de mentionner que « *la supposition générale habituelle est que les conditions d'équilibre du marché peuvent (d'une certaine façon) être spécifiées en termes de rendements attendus* » (*Ibid*., p. 143) mais que « *l'efficience du marché ne dit rien de précis sur la manière avec laquelle les caractéristiques de* $f_m(p_t \mid \phi_{t-1}^m)$ *déterminent le rendement anticipé à l'équilibre* $E_m(\widetilde{R}_{j,t} \mid \phi_{t-1}^m)$. *Ceci est le domaine du modèle d'équilibre du marché* ». Fama finit par rajouter enfin que « *le choix d'un modèle d'équilibre n'est pas restreint par la condition d'efficience du marché* » (*Ibid*., p. 144).

Ainsi la relation décrite dans la relation (7) reste comme le précise Fama lui même « *trop générale pour être testée* ». En effet, pour tester l'efficience du marché, il est nécessaire de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

s'appuyer sur un modèle d'équilibre permettant d'estimer les paramètres de la fonction de distribution. Par conséquent, tout test se heurtera au même problème : celui du test-joint. Cette limite pour tester l'efficience du marché poursuivra ainsi toujours la définition de Fama de l'efficience.

1.2.4.2 L'aménagement de la définition de l'efficience selon la proposition de Jensen (1978)

Dans sa seconde revue de la littérature sur l'EMH publiée en 1991 dans Journal of Finance, deux principales évolutions sont suggérées par Fama.

La première concerne les trois formes d'efficience présentées en 1970 sont actualisées. En ce qui concerne la forme faible, deux modifications sont apportées. Tout d'abord, l'ensemble de l'information reflétée dans les cours est élargi : en plus de l'historique des prix et des rentabilités, l'information reflétée dans les prix des actifs concerne désormais aussi toutes les variables économiques et financières passées (résultats, dividendes, informations macroéconomiques, etc). Ensuite, les tests associés à cette forme changent de dénomination : on parle dès lors de tests de prévisions des rentabilités. Quant aux formes semi-forte et forte, seules leurs dénominations changent. Fama (1991) propose de les appeler en fonction des tests qui leur sont associés, à savoir les études d'événement et les tests sur l'information privée. Cette proposition ne sera pas finalement intégrée la littérature financière où l'on continue à parler des formes semi-fortes et fortes de l'efficience.

La deuxième évolution de l'EMH, et la plus importante, correspond la modification de la définition de l'efficience des marchés. L'ancienne version de l'hypothèse d'efficience laisse sa place à une nouvelle inspirée de la définition de Jensen (1978). Désormais, pour Fama sur un marché efficient : «*les prix reflètent l'information jusqu'au point où les gains supplémentaires tirés de l'exploitation de l'information ne dépassent pas les coûts marginaux induits par cette activité*» (Fama, 1991 : 1575). Cette nouvelle définition est fortement inspirée de celle suggérée par Jensen (1978).

Dans son article de (1978), Jensen propose une évolution de la définition de l'efficience permettant de la rendre plus robuste face aux tests empiriques. L'énoncé de cette nouvelle définition est le suivant : «*un marché est efficient par rapport à un ensemble d'information* $\emptyset_t$ *s'il est impossible de réaliser des profits économiques en spéculant sur la base de cet ensemble d'information* $\emptyset_t$ » (Jensen, 1978). Par profits économiques l'auteur entend «*les rentabilités ajustées au risque nettes de tous coûts* ». Ce que cette définition admet de façon

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

implicite c'est la possibilité d'existence d'écarts par rapport à la forme idéale d'efficience informationnelle telle que définie par Fama (1965, 1970 : 97). Autrement dit, le prix d'un actif peut ne pas refléter l'ensemble de l'information disponible. Néanmoins, il le reflète toujours assez bien pour que les inefficiences soient « inexploitables » par un arbitragiste pour réaliser un profit net.

Le premier point sur lequel s'appuie Jensen (1978) pour proposer sa définition de l'efficience est l'existence de coûts relatifs à la spéculation comme les coûts liés la recherche et l'analyse de l'information et à l'exécution des ordres. Ces coûts nécessaires à l'activité d'arbitrage doivent alors être pris en compte pour déterminer si un gain en résulte ou pas. En outre, l'analyse de Jensen (1978) souligne une autre dimension importante pour déterminer la « réalité » d'un gain qui est le niveau du risque pris par l'investisseur. En effet, le risque étant rémunéré, on ne peut pas comparer les rentabilités de deux actifs qui ont des niveaux de risque différents.

Il est cependant important de noter que, bien que n'apparaissant pas explicitement dans des premières définitions de Fama de l'efficience, l'impossibilité de réalisation de gains, notamment à cause des coûts de transaction, a été évoquée par cet auteur dans ses premiers articles sur l'efficience. En effet, en discutant les évidences empiriques sur l'indépendance des prix successifs sur le marché Fama (1965b) souligne que l'une des approches permettant de tester la théorie de la marche aléatoire consiste à vérifier si différentes stratégies de «*trading* » arrivent à offrir des gains supérieurs à une stratégie d'achat-vente. Pour Fama, « *l'hypothèse d'indépendance du modèle de la marche aléatoire* » -caractérisant un marché efficient- *« reste une description adéquate de la réalité tant que le degré de dépendance existant dans les séries de changement des prix ne permet pas de réaliser des profits […] supérieurs à ceux anticipés par une stratégie naïve d'achat-vente* » (*Ibid*., p. 56). Dans son article de 1970, Fama mentionne clairement l'impossibilité de battre le marché à cause des coûts de transaction qui neutralisent l'éventuel gain généré par une dépendance repérée : *« n'importe quel système (comme des filtres), utilisé dans le but de transformer une dépendance à court-terme dans les bénéfices, produit tellement de transactions que le profit anticipé serait absorbé par les commissions que les traders doivent payer sur les échanges* » (*Ibid*., p. 414).

Ainsi, la propriété de l'impossibilité de battre le marché est bien présente dans les premiers articles de Fama (Fama, 1965a ; 1965b) mais elle n'y est pas utilisée pour définir un marché efficient. L'accumulation des évidences empiriques soulignant la non-vérification complète

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

de l'hypothèse d'efficience amènera finalement Fama (1991) à modifier son ancienne formulation de la définition de l'efficience en intégrant cette propriété.

Néanmoins, d'après Fama (1991), la nouvelle version de la définition de l'efficience correspond à une forme d'efficience plus faible en comparaison avec la version extrême selon laquelle les prix reflètent toute l'information disponible. Il explique que cette dernière ne peut se vérifier tant que les conditions préalables à sa réalisation, à savoir la nullité des coûts de transaction et d'information, ne sont pas réunies. En revanche, cette version extrême reste selon l'auteur une approximation très proche de la réalité en faisant abstraction des problèmes liés à ces coûts.

Avec cette actualisation de l'EMH, la version extrême de l'efficience paraît clairement un idéal que les marchés peuvent approcher sans vraiment l'atteindre. Il devient par conséquent évident qu'il existe plusieurs degrés d'efficience. Un marché est d'autant plus efficient que les prix des titres cotés absorbent le plus rapidement et pleinement possible l'ensemble de l'information pertinente les concernant. Mais le plus important à retenir est qu'il est impossible, sur un marché efficient, de réaliser des gains d'arbitrage en tenant compte des coûts induits et des risques pris par l'investisseur. C'est cette définition de l'efficience, basée sur l'impossibilité de battre le marché, qui est aujourd'hui admise dans la littérature en finance. Concrètement cela signifie qu'il est impossible qu'un portefeuille composé activement par un investisseur réalise une meilleure performance que celle du portefeuille de marché.

Ainsi présentée, l'hypothèse d'efficience des marchés financiers paraît d'une grande simplicité. Sa simplicité provient principalement des postulats sur lesquelles elle se fonde, particulièrement : la parfaite rationalité et l'homogénéité des anticipations des différents investisseurs sur le marché. Ce sont ces postulats qui sont attaqués par les tenants de l'approche que nous appelons « élargie » ou « révisionniste » de l'efficience des marchés. Ces derniers proposent, en effet, d'étendre l'hypothèse d'efficience des marchés, notamment en intégrant l'hétérogénéité des anticipations des individus.

1.3 L'EMH revisitée

La plupart des travaux sur l'efficience des marchés renvoient prioritairement à l'approche classique et plus particulièrement aux travaux de Fama (1965, 1970) sur le sujet. Or, de nouveaux développements théoriques sont depuis apportés l'efficience selon des angles

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

différents. En effet, malgré le grand succès des définitions de l'efficience des marchés proposées par Fama (1965, 1970) (ou peut être à cause de leur succès), plusieurs auteurs se sont attelés à décortiquer ces apport et d'en souligner les limites. Tout en restant partisans du concept de l'efficience des marchés plusieurs auteurs, comme Grossman et Stiglitz (1980), Beaver (1981) ou encore Rubinstein (1975), ont tenté de le développer. Les paragraphes suivants, s'intéressent aux principaux développements proposés par ces auteurs visant à élargir la théorie de l'efficience en levant certaines restrictions contenues dans l'approche classique. Comme nous allons le voir, si les propositions de ces travaux diffèrent leur point de départ est même, c'est à dire l'insatisfaction de la définition initiale de l'EMH.

L'approche traditionnelle de l'efficience a été attaquée à plusieurs niveaux. Au-delà, des faiblesses et critiques discutées plus haut (1.2.3 et 1.2.4.1), d'autres reproches ont été soulignés dans la littérature. Ces dernières peuvent être classées en deux grands groupes :

- le premier concerne les premières définitions de la notion d'efficience proposées par Fama (1965ab ; 1970). Celles-ci sont en effet considérées comme vagues et incomplètes (Beaver, 1981 ; Roger, 1988 ; Ross, 1987) ;
- le deuxième se rapporte aux conditions suffisantes d'efficience. En plus d'être peu réalistes dans le sens où elles ne peuvent être vérifiées dans une économie réelle, ces conditions s'avèrent totalement incompatibles avec le fonctionnement normal d'un marché (Grossman, 1976 ; Grossman & Stiglitz, 1980 ; Milgrom & Stockey, 1982).

Le paragraphe (1.3.1) revient sur les principales critiques adressées aux définitions initiales de l'EMH. Ensuite, le paragraphe (1.3.2) aborde les suggestions qui s'en sont suivies et les tentatives de « remodelage » des conditions l'hypothèse d'efficience.

1.3.1 Les limites des définitions traditionnelles de l'EMH

Au sein même de l'approche classique, la notion d'efficience des marchés bénéficie de plus d'une définition. Nous distinguons néanmoins deux principales définitions :

- la définition initiale de Fama (1965) qui s'appuie d'un côté sur l'égalité du prix avec la valeur fondamentale de l'actif et d'un autre côté sur le reflet total de l'information disponible dans le prix ;
- et la définition du même auteur proposée en 1970 qui n'aborde plus la notion de valeur fondamentale pour se concentrer uniquement sur la propriété de « jeu équitable » résultat du reflet total et instantané de l'information dans le prix.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Les définitions de 1976 et de 1991 consistent finalement plus en une reformulation de la définition proposée en 1970 qu'en une véritable mutation dans le sens où elles se concentrent toutes les deux sur la propriété du « reflet total de l'information dans le prix ».

En définitive, Fama a donc proposé deux définitions distinctes de l'efficience des marchés sans établir de lien entre les deux (Hyme, 2006). Cette confusion ne constitue cependant pas le reproche le plus important qui a été adressé à la définition de l'EMH. Les principales critiques se sont en effet concentrées sur la définition de l'efficience énoncée en 1970 qui est considérée comme « la » définition de référence de l'efficience dans la littérature financière par plusieurs auteurs (Beaver, 1981 ; LeRoy (1976) ; Ross, 1987 ; Roger, 1988). D'après ces auteurs, cette définition de l'efficience a certes l'avantage d'être simple mais elle ne peut prétendre à la précision.

Selon Ross (1987), la définition de Fama (1970) est *« intentionnellement vague »* et *«davantage conçue pour illustrer une intuition que pour exposer un résultat mathématique formel* » (*Ibid*., p. 323).

Cette imprécision dans la définition de Fama (1970) est également soulignée par Roger (1988) qui y identifie quatre éléments sujets à des interprétations diverses :

- tout d'abord, la notion d'information qui peut se traduire de diverses façons ;
- ensuite, l'adjectif « disponible » qui manque également de lisibilité ;
- troisièmement, le reflet de l'information dans les prix qui constitue aussi un élément nécessitant des précisions ;
- enfin, la vitesse d'ajustement des prix à la diffusion d'une information nouvelle est selon Roger (1988) une composante difficilement discernable et pourtant décisive car tout retard dans l'ajustement des prix induit des opportunités d'arbitrage profitables.

D'après Roger (1988), les deux derniers éléments sont en outre difficilement testables empiriquement (Roger, 1988 : 59).

De même, selon Beaver (1981) plusieurs ambiguïtés existent dans le concept d'efficience ainsi défini. Il souligne toutefois que le problème ne se situe pas simplement au niveau de la difficulté du test empirique -qui est selon lui un problème qui dépasse l'unique cas de la littérature sur l'efficience du marché- mais surtout à un niveau conceptuel (*Ibid*., p. 23). Cette ambiguïté dans la définition de l'efficience se situe, selon Beaver, notamment au niveau des

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

termes « *reflète complètement* » et « *information disponible* » (Fama, 1970 : 384) qu'il juge « *vagues et non-opérationnels* »[31].

La deuxième imprécision soulevée par Beaver (1981) concerne la notion de valeur fondamentale mobilisée par Fama (1965a) dans sa définition du concept d'efficience. Beaver s'étonne que la notion de valeur fondamentale, fréquemment[32] citée dans l'article de Fama (1965) et jouant un rôle central dans la définition de l'efficience qu'il y propose, ne soit pas clairement définie par Fama.

Dans les paragraphes suivant, nous revenons avec plus de détail sur les ambiguïtés liées aux notions de « valeur fondamentale », d'« information disponible », d'« ensemble d'information » et de « reflet total » de l'information publique dans les prix.

1.3.1.1 La notion de « valeur fondamentale »

L'existence d'une « valeur fondamentale » aux titres est un postulat qui précède la formulation de l'hypothèse d'efficience par Fama (1965). Elle représente la « vraie » valeur des titres financiers, celle qui estime correctement le prix d'un titre en fonction des caractéristiques de l'entreprise et de son environnement économique et politique.

Jusqu'aux débuts des années 1960, cette notion constitue l'un des problèmes auxquels certains économistes (Bachelier, 1900 ; Kendall, 1953 ; Osborne, 1959 ; Samuelson, 1965) ont été confrontés pour expliquer la marche aléatoire des titres parallèlement à l'existence d'une valeur fondamentale liée au contexte réel de l'entreprise. Avec l'hypothèse d'efficience des marchés, Fama (1965a) concilie la marche aléatoire des cours boursiers et l'existence d'une valeur fondamentale pour les titres (voir 1.1.2 et 1.2.1).

Selon Fama, la marche aléatoire est le résultat de l'efficience des marchés qui conduit à l'incorporation totale et instantanée des nouvelles informations, concernant l'entreprise et son environnement, dans les prix des actifs. Cette propriété d' « ajustement instantanée » rend les variations successives des prix des titres indépendantes et par conséquent aléatoires (Fama, 1965b : 76).

---

[31] Pour Beaver, en s'appuyant sur ces concepts, la définition de l'efficience devient «*circulaire*». En effet, si on définit «*l'information disponible comme étant celle qui est complètement reflétée dans les prix*», dans ce cas « *tous les titres sur le marché sont efficients par définition* » (Beaver, 1981 : 27).

[32] Nous comptons 54 occurrences du terme « intrinsic value(s) » dans l'article de Fama (1965). Il est donc cité en moyenne 0,75 fois par page (l'article fait 72 pages).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ainsi, Fama suggère que sur un marché efficient les prix courants des titres correspondent à leur valeur fondamentale (Fama, 1965b : 56). Cette égalité est rendue possible grâce à la compétition entre un grand nombre d'investisseurs, cherchant à estimer le plus rapidement possible la valeur fondamentale de l'actif à la lumière des ces informations. Plus précisément, ce sont les différents efforts fournis par ces investisseurs à anticiper cette valeur amènent le prix, en moyenne, à s'ajuster avec la valeur fondamentale. Selon les termes de Fama (1965b) : « *sur un marché efficient, en moyenne, la compétition va causer les effets complets d'une nouvelle information sur les valeurs fondamentales qui sera 'instantanément' reflétée dans les prix courants* » (Fama, 1965b : 56).

Néanmoins, deux problèmes concernant la notion de « valeur fondamentale » se posent.

Le premier concerne l'incohérence entre l'explication de la formation d'un prix courant égal à la valeur fondamentale et la condition des anticipations homogènes posée par Fama (1970). En effet, comme le montre la citation précédente, Fama (1965b) suggère que tous les investisseurs ne calculent pas parfaitement la valeur fondamentale. Selon lui, les différentes anticipations des investisseurs gravitent autour de cette valeur et c'est leur moyenne qui forme le prix correspondant exactement à la valeur fondamentale. Cette idée est plus précise dans la citation suivante : « *S'il y a plusieurs analystes qui sont très compétents (dans l'évaluation de la valeur fondamentale), […] ils vont aider à réduire les petits écarts entre les prix courants et les valeurs intrinsèques et à amener ces prix à s'ajuster instantanément, en moyenne, aux changements des valeurs fondamentales* » (Fama, 1965b : 58). Nous pouvons constater que cette explication contredit totalement la condition d'homogénéité des anticipations formulée comme suit : « *tous (market participants) s'accordent sur les conséquences de l'information courante sur le prix courant et sur les distributions des prix futurs de chaque titre* » (Fama, 1970 : 387).

Le deuxième problème de la notion de « valeur fondamentale » est son ambiguïté. En effet, Fama ne définit pas ce terme clairement dans ses articles de 1965 (Fama, 1965a, b) où il l'utilise fréquemment. La seule indication apportée par l'auteur est une note en bas de page où il explique qu'il y a deux façons de concevoir la valeur fondamentale sans dire franchement à laquelle il renvoie dans son travail. « *Nous pouvons concevoir les valeurs fondamentales de deux façons. D'un côté, elles représentent peut-être juste les conventions du marché utilisées pour évaluer la valeur d'une action en la reliant aux différents facteurs qui affectent les profits de l'entreprise. D'un autre côté, les valeurs fondamentales peuvent en fait représenter les prix d'équilibre au sens de l'économiste, c'est-à-dire, les prix qui évoluent à partir d'un*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

modèle d'équilibre général dynamique. La détermination du point de vue devant être retenu dépasse le cadre de l'optique qui nous intéresse» (Fama, 1965a : 36).

Cette citation montre que Fama reste évasif sur la question de la définition de ce qu'il entend par « valeur fondamentale » dans son travail. Pourtant, comme le fait remarquer Beaver (1981) cette absence de précision est très gênante car elle ne permet pas de comprendre comment se forment les prix sur un marché efficient. Cela pose d'autant plus problème que Fama conçoit la valeur fondamentale comme un concept objectif indépendant des influences subjectives (Beaver, 1981 : 26). Beaver propose alors une définition de la valeur fondamentale fondée sur sa propre définition de l'efficience des marchés que nous analysons plus loin (paragraphe 1.3.2.3). Selon lui, la valeur fondamentale est « le prix qui devrait prévaloir si tout le monde a les mêmes croyances » (Idem., p.26). Il rajoute, cependant, que lorsque l'homogénéité des anticipations n'est pas vérifiée, les évaluations des investisseurs de la valeur fondamentale peuvent différer du prix courant.

Ainsi, la définition de Beaver de la valeur fondamentale est cohérente avec un contexte d'homogénéité des croyances et un contexte d'hétérogénéité des croyances. La différence entre les deux contextes consiste dans la perception de l'investisseur : si son anticipation correspond au prix courant, il considère que le marché est efficient et dans le cas contraire, il le percevra comme inefficient. La conception de Beaver (1981) rejoint celle de Runbinstein (1975) qui dissocie également la valeur fondamentale du prix courant à travers le concept de « croyance consensuelle » qui caractérise l'investisseur dont l'anticipation de la valeur d'un titre coïncide avec le prix du marché.

1.3.1.2 La notion d' « information disponible »

La notion d' « information disponible[33] » est centrale dans la définition de l'efficience et pourtant elle n'est pas clairement définie (Beaver, 1981 ; Roger, 1988 ; Ross, 1987).

Dans une première tentative de clarification du terme « information disponible », Fama (1970) propose de distinguer trois sous-ensembles d'information correspondant à trois niveaux d'efficience (voir 1.2.4.2). Cependant, comme le précise Roger (1988), cette catégorisation comporte deux problèmes majeurs. D'abord, il n'y a aucune justification probante de cette classification tripartite pour analyser l'efficience. Ensuite, Fama ne donne pas d'indication claire permettant de caractériser les niveaux ainsi définis. Si l'ensemble des

[33] *Available information*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

informations relatif à la forme faible est clairement défini, il n'en va pas de même pour les deux autres. « *Il n'existe en effet pas de définition unanimement acceptée de l'information publique* » (Idem., 60) alors qu'elle constitue l'essentiel des données utilisées dans tous les tests de la forme semi-forte de l'efficience. La notion d'information publique est particulièrement floue car on peut se demander s'il faut la concevoir comme une information disponible et gratuite pour tous les opérateurs ou juste comme une information pouvant être obtenue par n'importe qui acceptant de mette le prix pour l'acquérir.

La question peut se poser car plusieurs études empiriques considèrent certaines informations comme disponibles alors qu'elles sont payantes. Il s'agit par exemple des analyses ou des prévisions fournies par la presse économique. Une autre ambiguïté dans la notion d'«information disponible » concerne l'utilisation ou la non-utilisation par le marché de l'information dont il dispose. Comme le font remarquer Beaver (1981) et Roger (1988), il est tout à fait possible qu'une information soit connue de tous les investisseurs et qu'aucun d'eux ne l'utilise pour formuler des anticipations. Dans ce cas on peut se demander si cette information rentre dans le cadre de l'information publique de la définition de Fama (1965). Selon Beaver (1981), pour déterminer l'efficience d'un marché par rapport à un l'information disponible, il est important de définir dans un premier temps de quelles informations il s'agit. En effet, les résultats des tests empiriques peuvent déduire faussement que le marché est efficient par rapport à une information en observant une absence de réaction des prix, alors qu'il est tout à fait possible que cette information en question ne soit pas utilisée par les investisseurs.

1.3.1.3 La notion d'« ensemble d'information »

Pour Beaver (1981), l'expression « *ensemble d'information* [34]» comporte également une confusion car on ne comprend pas si elle désigne « *tous les signaux possibles* » liés à un système d'information ou « *simplement le signal qui est empiriquement observé* » (Idem., 28).

Selon l'auteur, un signal est une manifestation ou interprétation possible d'un «*système d'information*[35]» plus global, ce dernier pouvant se décliner en un nombre plus ou moins important de signaux selon sa richesse[36].

---

[34] Notre traduction du terme « *Information set* »
[35] Notre traduction du terme « *Information system* »
[36] Pour illustrer la différence entre «signal» et « système d'information», Beaver (1981) donne l'exemple du changement de méthode d'amortissement qui constitue un «signal» parmi d'autres du « système d'information »

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Pour Beaver (1981), la distinction entre les notions de «signal» et d'«information» s'avère nécessaire car plusieurs études empiriques prétendent tester l'efficience du marché par rapport à un « *ensemble d'information* » alors qu'elles traitent uniquement des « *signaux observés* » (*Ibid*., pp. 28-29). La même remarque est également soulevée par Roger (1988) qui affirme de même que « *dans les analyses empiriques, certains signaux émis par les entreprises feront office d'information (documents comptables, prévisions de bénéfices, annonces de dividendes, etc.)* » (Idem., 59). Or, la distinction entre signal et information est importante d'un point de vue empirique et théorique (Beaver, 1981). Plusieurs problèmes peuvent en effet se poser s'il y a confusion entre «information» et «signal». Par exemple, dans le cas d'une étude portant sur un signal *y* appartenant un système d'information *η*, «*en l'absence de théorie, il est difficile de savoir quelle interprétation donner aux résultats*».

La distinction est également importante par rapport à la question de la généralisation des résultats : si l'étude offre un résultat concernant l'efficience par rapport à un signal *y*, cela n'implique pas que des résultats similaires peuvent être déduits pour d'autres signaux non testés du système d'information *η*. Dans le cas où le chercheur pense que la généralisation est possible, il est nécessaire selon Beaver de définir clairement le système d'information *η et* de déterminer les explications théoriques qui soutiennent que le résultat trouvé pour le signal *y* observé est une propriété de tout le système d'information *η* [37].

Beaver donne l'exemple des études empiriques qui mesurent l'effet du changement de méthode d'amortissement sur les prix des titres. Selon lui, elles testent uniquement un des signaux du système d'information « changement des méthodes comptables » dans un contexte donné. Elles ne peuvent donc ni prétendre tester la réaction du marché au changement des méthodes comptables, ni généraliser les conclusions trouvées à d'autres changements de méthode d'amortissement (notamment des changements survenant dans le futur). Pour toutes les raisons citées, Beaver pense qu'il est nécessaire que la théorie d'efficience des marchés aborde la distinction entre signal et système d'information.

1.3.1.4 Le « reflet total » de l'information disponible dans les prix

En tenant compte de la définition de Fama (1965a, 1965b, 1970), pour tester l'efficience d'un marché, il suffit de vérifier si un ensemble d'informations disponible se reflète totalement et

---

changement de méthode comptable (cet exemple est cité à plusieurs reprises dans Beaver (1981) : p.28-29-33-34).

[37] Beaver précise d'ailleurs que ce cas peut être très intéressant lorsque le « système d'information » *η* est tellement riche qu'il serait « *difficile ou très coûteux d'examiner empiriquement tous les signaux*».

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

instantanément dans les prix des titres. Or, comme l'a précisé Fama lui-même toute étude empirique menée dans ce but est un test-joint de l'efficience et du modèle d'équilibre choisi. En effet, toute tentative opérationnelle pour tester l'incorporation complète des informations dans le prix d'un titre commence par une estimation des rendements « normaux » ou théoriques pour ensuite comparer ces derniers avec les rendements observés. Ce qui implique donc l'utilisation d'un modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF ou modèle de marché par exemple) pour estimer les différents paramètres et générer une série de rendements théorique[38]. Or, aussi précis qu'il soit, un modèle d'équilibre ne peut garantir une parfaite estimation. Ce qui signifie donc qu'il est difficile de tirer une conclusion claire de ce test. En outre, si le reflet de l'information dans les prix est difficile à tester, la vitesse d'ajustement des prix à la diffusion d'une information nouvelle l'est tout autant. Or, cette composante est déterminante pour l'efficience d'un marché puisque tout décalage dans l'ajustement laisse la possibilité de réaliser des gains d'arbitrage (Roger, 1988).

Par ailleurs, Les ambiguïtés relevées précédemment par rapport à la notion d'«information disponible », notamment le coût d'accès à l'information et son utilisation effective, ont également des conséquences importantes dans l'analyse du principe du « reflet total de l'information» dans les prix. Par exemple, à l'instar de Roger (1988), on peut s'interroger s'il est possible de conclure à l'efficience d'un marché par rapport à un ensemble d'informations simplement en observant qu'une stratégie basée sur cette information ne conduit pas à des rendements anormaux.

Il nous semble que l'on peut répondre à cette question par la négative car si une information donnée n'est utilisée par aucun agent, il est impossible de dégager des rendements supérieurs sur la base de cette information puisqu'elle n'influence jamais les prix. Autrement dit, que l'information soit utilisée par les investisseurs et incorporée dans leurs anticipations ou qu'elle soit non-utilisée et non-incorporée induisent exactement le même effet observable à l'aide d'un test : l'absence de rendements anormaux.

La même remarque est également soulevée par Beaver (1981) à travers l'affirmation suivante : « *la capacité à réaliser des rendements anormaux ne permet pas de distinguer les informations « totalement reflétée » dans les prix et les informations qui ne « jamais reflétées» dans les prix. Les deux situations peuvent entraîner une incapacité de réaliser des*

[38] Les modèles générateurs de rentabilités anormales sont présentés dans la deuxième partie de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

rendements anormaux… » (*Ibid*., p. 34). Cette ambiguïté permet à Beaver de ponctuer une autre limite de la définition traditionnelle de l'EMH, puisque selon lui « *cette caractéristique souligne le fait que la capacité de gagner des rendements anormaux est une implication, pas une définition d'efficacité du marché* » (*Ibid*., p. 34). En effet, selon l'auteur l'énoncé d'une définition prend la forme de « *si et seulement si* » tandis qu'une implication indique un sens sans que l'inverse ne soit nécessairement vrai.

L'exemple suivant inspiré de Roger (1988) permet d'illustrer la difficulté de vérifier le reflet de l'ensemble de l'information dans les prix. Il propose de considérer un marché où tous les investisseurs ont accès à un ensemble d'information *I*. Si un seul agent *A* parmi le grand nombre d'investisseurs de ce marché utilise *I* pour réaliser ses prévisions alors que tous les autres utilisent uniquement un sous-ensemble *I'* de *I* dans leurs anticipations, l'agent *A* ne pourra pas profiter de son utilisation d'un surplus d'information pour réaliser un gain supplémentaire. Il conclura alors faussement que le marché reflète l'ensemble de l'information *I* alors qu'il ne reflète réellement que le sous-ensemble *I'* et que le reste de l'information n'a pas été utilisé pour former les prévisions.

Enfin, Beaver (1981) soulève d'autres motifs susceptibles selon lui de compromettre le « reflet total » de l' « information publique disponible » dans les prix: le coût de cette information et l'hétérogénéité des anticipations des investisseurs. Autrement dit, si les investisseurs interprètent l'information de manière différente, le résultat de leurs anticipations ne peut pas être visible sur le prix des titres. En effet, Beaver (1981) se place parmi les auteurs qui contestent les conditions relatives aux définitions initiales de l'EMH sans pour autant la rejeter totalement. Sa vision s'inscrit ainsi parmi les approches que nous appelons élargies de l'EMH abordées dans les paragraphes suivants.

1.3.2 L'EMH redéfinie : des conditions abandonnées pour une approche élargie

Bien que critiquée à plusieurs niveaux, l'EMH a continué à rassembler à l'intérieur même de ses contestataires un certains nombre d'auteurs, qui loin de vouloir détruire cette hypothèse, cherchent à la revisiter pour l'élargir et la développer. En effet, à l'instar de Grossman et Stiglitz (1980) qui affirment essayer de «*redéfinir la notion d'efficience des marchés, pas de la détruire* » (Ibid., p. 404), d'autres auteurs ont souhaité remodeler l'EMH pour lui donner une nouvelle carapace qui résiste mieux aux critiques soulevées. Les tentatives de « remodelage » de l'EMH commencent en effet souvent par une critique des incohérences

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

relevées dans la version initiale de l'EMH suivie par une suggestion de son développement visant à vaincre le problème pointé.

Ainsi, les limites relevées précédemment concernant le manque de clarté de certains termes utilisés dans les premières définitions constituent le principal point de départ des tentatives de « remodelage » de l'EMH. Les conditions suffisantes d'efficience constituent la deuxième principale cible visée par les tentatives de redéfinition de l'EMH. En effet, au-delà de leur manque de réalisme, ces conditions d'avèrent sources de paradoxes et de blocages (Grossman, 1976 ; Grossman & Stiglitz, 1980 ; Milgrom & Stockey, 1982). Ces constats légitimeront l'élargissement du cadre de la théorie de l'efficience à un contexte d'hétérogénéité des anticipations et d'asymétrie d'information. Les paragraphes suivants présentent les principaux travaux visant la redéfinition de l'EMH[39].

Nous distinguons trois grandes catégories de redéfinition.

La première correspond au passage de la définition de l'efficience d'un niveau agrégé représenté par le prix à un niveau individuel représenté par l'action des individus (remaniement des portefeuilles de titres). Dans cette analyse de l'efficience, les auteurs ne considèrent pas le marché comme une entité globale et personnifiée, mais comme un ensemble d'individus différenciés. Contrairement à l'approche traditionnelle qui ne s'intéresse pas aux mécanismes à travers lesquels le prix d'équilibre se forme pour refléter l'ensemble de l'information disponible, cette nouvelle analyse s'interroge sur le processus permettant l'émergence de ce prix. Cette démarche, représentée par des auteurs comme Rubinstein (1975), Beja (1976) ou encore Latham (1986), est conforme selon Ball (1989) à la tradition « théorique » de l'école de Berkeley, alors que celle de Fama serait plus proche de la tradition "pragmatique" de l'école de Chicago (Ball, 1989 : 7-8).

La deuxième catégorie de redéfinition correspond au glissement d'un marché efficient caractérisé par le reflet total de l'information dans le prix à un marché efficient où le prix observé reflète une information « bruitée ». Il s'agit plus particulièrement de l'apport de Grossman (1976) et Grossman et Stiglitz (1980), qui, après avoir démontré l'impossibilité d'obtenir un équilibre sur le marché lorsque les prix reflètent toute l'information disponible, proposent un modèle d'efficience s'appuyant sur la transmission des informations par les prix.

[39] Cette présentation ne vise pas l'exhaustivité, le but étant de donner un aperçu des principaux travaux visant la « redéfinition » de l'efficience des marchés s'écartant de l'approche classique de l'EMH.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Enfin, une troisième catégorie de redéfinition croise les apports de ces différentes approches de l'efficience. Elle sera présentée ici à travers le travail de Beaver (1981). Nous désignons cette définition d' « hybride » car d'un côté, elle s'appuie sur les prix (comme la définition initiale de Fama) et d'un autre côté, elle admet l'hétérogénéité des croyances, des dotations et des anticipations des investisseurs ainsi que l'existence d'information « bruitée » (comme la définition proposée par Grossman et Stiglitz).

Il est important de noter que Ball (1989) classe le travail de Beaver (1981) dans la lignée des travaux apparentés à l'école de Berkeley. Cependant, même si d'une certaine façon l'analyse de Beaver est proche de cette tradition, dans le sens où elle admet l'hétérogénéité des anticipations, son apport s'en différencie sur au moins deux plans. Le premier concerne la définition de l'efficience des marchés qui s'appuie non pas sur l'action de l'individu mais sur le prix rejoignant ainsi l'approche traditionnelle. Le deuxième concerne l'intérêt particulier accordé par Beaver aux tests empiriques de l'hypothèse d'efficience et leur interprétation qui le rapproche finalement plus aux préoccupations « pragmatiques » des tenants de l'école de Chicago.

1.3.2.1 L'efficience définie par l'action

Malgré l'évolution graduelle des définitions de l'efficience des marchés proposées par Fama (Fama, 1965, 1970, 1976 ou 1991), force est de constater qu'elles partagent un dénominateur commun : toutes définissent l'efficience par rapport aux prix observés sur le marché. En effet, la vision classique de l'efficience considère directement le niveau agrégé représenté par le prix sans se soucier des différents mécanismes permettant d'y aboutir. Cette conception apparait pour le moins insatisfaisante pour d'autres auteurs comme Rubinstein (1975) qui lui reproche d'être trop simplificatrice et ambiguë.

Rubinstein (1975) considère que la conception de Fama du marché efficient simplifie la « réalité » au point de ne pas permettre de comprendre le phénomène de l'efficience dans un contexte moins anodin que celui imposé à travers les conditions suffisantes d'efficience (la compétition entre un grand nombre d'investisseurs rationnels, la disponibilité et la libre circulation de l'information, l'absence de coût de transactions, l'homogénéité des anticipations (Fama, 1965b, 1970)).

Rubinstein (1975) fait remarquer que sortie de ce contexte défini par Fama (1970), l'expression « *reflète totalement l'information* » ne présente aucun intérêt. En effet, dans une économie parfaite caractérisée par la gratuité et la disponibilité de l'information et composée

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

d'individus rationnels avec des croyances homogènes par rapport aux prix futurs, le prix actuel reflète forcément toute l'information disponible sur les prix futurs (Rubinstein, 1975 : 812). Néanmoins, selon l'auteur, ce contexte est tellement trivial qu'il en devient totalement inintéressant.

En revanche, une définition de l'efficience devient intéressante uniquement dans un contexte où les participants ont des croyances hétérogènes ou se trouvent face à des coûts de transactions positifs. Cependant, la définition de l'efficience de Fama (1970) ne considère pas ces circonstances (Rubinstein, 1975 : 812).

D'après Rubinstein (1975), sous ces circonstances *« non-triviales* », la définition selon laquelle les prix reflètent totalement l'information reste ambiguë car « *dans ce cas, il semble clair que certains peuvent percevoir leur information comme totalement reflétée dans le prix tandis que les autres peuvent percevoir le contraire. Le défi est d'identifier qui est qui…* (*Ibid*., p. 812)».

Rubinstein propose alors de considérer une économie caractérisée par le dynamisme, l'incertitude et l'hétérogénéité. Selon (Rubinstein, 1975 : 813), l'hétérogénéité concerne « *les dotations, les croyances et les goûts des différents individus*». Ces derniers partageant cependant « *les mêmes opportunités* » dans le sens où ils se trouvent face aux mêmes prix des titres, condition impliquée par un marché compétitif.

Pour Rubinstein, une définition claire de l'efficience des marchés doit reposer sur les croyances et les comportements individuels. Cependant, avant de présenter sa propre définition de l'efficience, il suggère de clarifier ce qui doit être entendu par « information nouvelle » et « information totalement reflétée dans le prix ».

Rubinstein désigne ainsi par « information nouvelle », l'information qui devient connue par un individu à une date *t=1*, ultérieure à la date *t=0* à laquelle il a pris ses décisions d'investissement. « L'information disponible totalement reflétée dans le prix » à la date *t=1* correspond à la nouvelle information connue en *t=1* plus l'information déjà détenue par l'agent à la date *t=0*.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

La définition de l'efficience proposée par Rubinstein (1975) s'appuie sur deux principaux concepts : les « croyances non-spéculatives »[40] et les « croyances consensuelles » définis ci-dessous.

Selon l'auteur, « *un individu est dit percevant une information nouvelle comme totalement reflétée dans les prix uniquement s'il a des 'croyances non-spéculatives'. Par définition, les croyances non-spéculatives sont les croyances selon lesquelles la stratégie optimale est la non-révision du portefeuille*». Autrement dit, une information reçue par un agent à *t=1* est considérée comme totalement reflétée dans le prix, si, et seulement si, elle ne l'amène pas à réviser le portefeuille de titres qu'il a composé à *t=0*.

En plus des « croyances non-spéculatives», une autre condition est nécessaire, selon Rubinstein, pour que l'individu perçoive l'ensemble de l'information disponible comme entièrement reflétée dans le prix : il doit avoir des « croyances consensuelles». En effet, « *Pour que toute l'information, pas simplement l'information nouvelle, soit totalement reflétée dans les prix, une condition plus forte que celle des croyances non-spéculatives est nécessaire. Un individu considère toute l'information dont il dispose comme totalement reflétée dans les prix des titres si, et seulement si, il a des 'croyances consensuelles'* » (*Ibid*., p.818).

La notion de consensus joue en effet un rôle primordial dans la conception de Rubinstein (1975) de l'efficience car elle représente le mécanisme qui permet à des individus hétérogènes de voir l'ensemble de l'information dont ils disposent reflété dans les prix des titres observés. Le consensus est considéré par Rubinstein (1975) comme l'agrégat résultant des différentes anticipations d'individus hétérogènes qui équivaut à l'anticipation d'un seul individu dans une économie caractérisée par l'homogénéité des anticipations : « *Par définition, les 'croyances consensuelles' sont ces croyances qui, si elles étaient détenues par tous les individus dans une autre économie similaire, produiraient les même prix d'équilibre que ceux observés dans l'économie hétérogène considérée. En d'autres termes, 'les croyances consensuelles' sont les croyances homogènes qui permettraient de maintenir les mêmes prix d'équilibre* » (*Ibid*., p.818). Pour formaliser les croyances consensuelles, il est indispensable selon l'auteur d'introduire des conditions et des hypothèses simplificatrices concernant l'économie

[40] Le concept de spéculation est entendu par Rubinstein selon le sens que lui attribue Stiglitz, ce dernier associe la spéculation à la révision du portefeuille.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

considérée et la fonction d'utilité des individus. Pour donner une illustration, il renvoie au modèle développé par Robert Wilson (1968) dans lequel les agents sont supposés avoir une fonction d'utilité exponentielle. Dans ce cas précis, les croyances consensuelles sont représentées par une moyenne géométrique des différentes croyances « réelles ».

1.3.2.2 L'efficience dans un cadre de transmission des informations par les prix

D'après Fama (1970), les conditions d'efficience sont suffisantes mais pas nécessaires. Autrement dit, leur absence n'empêche pas l'efficience du marché mais leur présence la renforce. Cette façon de présenter les choses permet, d'une certaine façon, de protéger la conception classique de l'EMH des critiques soulignant l'impossibilité ou la difficulté d'observer ces conditions sur un marché (notamment la gratuité de l'information). En revanche, l'argument de Fama ne se montre d'aucune utilité lorsque l'analyse des conditions d'efficience montre qu'elles peuvent être sources de paradoxes.

Le paradoxe le plus célèbre de l'efficience est connu sous le nom du paradoxe Grossman-Stiglitz. Ce paradoxe concerne essentiellement le principe du « reflet total de l'information dans les prix» et la condition suffisante de la « gratuité de l'information ». Plus particulièrement, à travers une démonstration en deux temps, Grossman et Stiglitz (1980) prouvent que ces deux éléments ne peuvent aboutir à un équilibre du marché correspondant à l'efficience.

Tout d'abord, les auteurs s'efforcent de montrer que la gratuité de l'information n'est pas une condition suffisante, comme le postule Fama, mais nécessaire à l'efficience du marché au sens de la définition de l'approche classique. Grossman et Stiglitz (1980) partent d'un modèle simplifié du marché où toute l'information disponible est reflétée instantanément dans les prix et où l'acquisition d'information est coûteuse. Sur ce marché, il y a deux types d'agents : des agents bien informés acceptant de payer pour recueillir l'information et l'analyser afin d'aboutir à une anticipation correcte des prix ; et des agents moins informés qui n'achètent pas l'information mais se contentent d'observer les prix. Les auteurs expliquent qu'à partir du moment où les prix reflètent pleinement et à tout instant l'ensemble de l'information disponible, les agents appartenant à la première catégorie ne sont plus incités à payer pour obtenir l'information. Ils se contentent également de regarder passivement les prix puisqu'ils sont aussi informatifs. En effet, « *lorsqu'un système de prix agrège parfaitement l'information, il fait disparaître les incitations privées à recueillir de l'information* (Grossman, 1976 : 574)». Ainsi, en situation de parfait reflet de l'information

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

dans les prix, la présence d'un pourcentage $\lambda>0$ d'agents qui paient pour s'informer ne peut pas amener à un équilibre (Grossman et Stiglitz, 1980 : 401).

Ce raisonnement conduit ainsi les auteurs à la conclusion suivante : pour que les prix reflètent pleinement l'information, celle-ci doit être gratuite : « *Les théoriciens des marchés efficients semblent être conscients que la gratuité de l'information est une condition suffisante pour que les prix reflètent toute l'information disponible (voir Fama p.387) ; ils ne sont pas conscients que c'est une condition nécessaire* » (*Ibid.,* p.404).

Néanmoins, Grossman et Stiglitz (1980) font remarquer que le marché perd toute importance à partir du moment où l'information est gratuite : « *Ceci est une reducto ad absurdum, puisque les systèmes des prix et les marchés concurrentiels n'ont d'importance que lorsque l'information est coûteuse (voir Frédéric Hayek, p.452)* » (*Ibid.,* p.404).

En outre, dès l'instant où plus personne ne cherche à acquérir et analyser l'information, le prix n'agrège plus parfaitement l'information disponible. Dans ces conditions, il redevient profitable d'acquérir l'information quitte à payer pour l'obtenir.

En conclusion, la situation de gratuité de l'information n'amène pas à un équilibre stable et encore moins à un équilibre où les prix reflètent pleinement l'information. De même, lorsque l'information est coûteuse, il n'est pas possible d'atteindre un équilibre se caractérisant par un reflet total de l'information dans les prix : « *nous avons démontré que parce que l'information est coûteuse, les prix ne peuvent refléter l'information disponible, puisque s'ils le faisaient, ceux qui dépensent des ressources pour l'obtenir ne recevraient pas de compensation. Il existe une contradiction fondamentale entre l'efficience avec laquelle les marchés diffusent l'information et l'incitation à acquérir cette information* » (*Ibid.*, p.405).

Pour sortir de ce cercle vicieux, Grossman et Stiglitz suggèrent un modèle de marché avec asymétrie d'information. Plus précisément les auteurs considèrent que le seul équilibre stable en présence d'une information coûteuse est un équilibre *« non-pleinement révélateur de l'information*». Cet équilibre appelé également équilibre « *bruité* » caractérise la situation dans laquelle un même prix P peut être associé à plusieurs valeurs possibles de l'information $\emptyset$. L'incertitude ou le bruit concernant $\emptyset$ porte sur l'offre de l'actif risqué. L'introduction de ce bruit empêche les non informés d'extraire l'information exacte $\emptyset$ à travers l'observation des prix P, « *puisqu'ils ne peuvent pas différencier les variations du prix dues aux changements d'informations détenus par les agents informés des variations des prix dues aux changements de l'offre* » (*Ibid.,* p.394).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

L'idée de la nécessité d'une asymétrie d'information pour observer des échanges sur le marché n'est pas nouvelle, elle constitue une des explications classiques de la spéculation. Parmi les auteurs s'inscrivant dans cette tradition d'explication des échanges sur le marché nous pouvons citer Friedman (1953), Working (1958) ou encore Hirshleifer (1975).

Cependant, d'autres auteurs ont montré que l'asymétrie d'information ne suffit pas pour créer des échanges sur le marché lorsque tous les agents sont supposés rationnels et leurs anticipations homogènes (Aumann, 1976 ; Milgrom & Stockey, 1982 ; Tirole, 1982). La condition suffisante d'homogénéité des anticipations et de rationalité des investisseurs est ainsi remise en cause.

Ces auteurs considèrent que lorsque les agents ont la même façon d'anticiper les événements et que leur rationalité est connaissance commune, il n'y a pas d'échange possible entre eux même s'ils disposent d'informations différentes. En effet, lorsque deux agents perçoivent la même probabilité *a priori* sur l'ensemble des états du monde, alors leur « connaissance commune » de leurs analyses *a posteriori* d'une information donnée (résultant d'un calcul de probabilité) permettra à chacun des deux de déduire l'information connue de l'autre. Ainsi, l'asymétrie de l'information se dissipe et l'échange se bloque. L'exemple suivant cité dans (Ménager, 2006) permet d'illustrer ce raisonnement. «*Considérons le cas de deux spéculateurs sur le marché d'une action ayant reçu des informations opposées sur l'évolution future du prix de l'action. Le spéculateur A, qui pense que le cours de l'action va baisser, rencontre le spéculateur B et lui offre ses actions à un prix inférieur à celui du marché. Le marché est conclu, et cet événement est rendu connaissance commune entre A et B par une poignée de main* ». Or, lorsque A et B ont les mêmes croyances *a priori* par rapport à l'ensemble des états du monde « *si le fait que A et B veulent échanger est connaissance commune, alors il est également connaissance commune entre eux que A croit que le prix de l'action va baisser et que B croit que le prix de l'action va monter* » (*Ibid.,* pp. 2-43). L'échange ne pourra donc pas avoir lieu dans ce cas. L'absence d'échange entre deux individus « identiquement rationnels » est en effet le principal postulat du « no-trade theorem » (Milgrom & Stockey, 1982). L'existence de transactions entre individus s'explique selon ces auteurs essentiellement par les divergences d'anticipations des investisseurs.

1.3.2.3 Une vision hybride de l'efficience

La troisième vision de l'efficience présentée s'appuie sur le travail de Beaver (1981). Comme nous l'avons expliqué plus haut, Beaver (1981) reproche à la définition classique de

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

l'efficience son manque de clarté et en particulier la difficile vérification du « reflet total » de l'«ensemble d'information » dans le prix. Mais au-delà de l'imprécision de la définition initiale de l'efficience, Beaver s'appuie sur le manque de réalisme et l'inutilité des conditions suffisantes d'efficience pour justifier la nécessité de redéfinir le concept d'efficience. En particulier, les conditions de gratuité de l'information, d'homogénéité des croyances et d'accès identique à l'information sont fortement contestées par cet auteur.

Selon Beaver (1981), l'acquisition de connaissances concernant certains événements n'est pas « *universelle* » ni toujours gratuite (*Ibid*., p. 32). Ensuite, l'interprétation de l'information par les investisseurs ne peut pas être homogène pour au moins deux raisons. La première étant l'inégalité de l'accès à l'information et la deuxième l'hétérogénéité des anticipations.

Selon Beaver, « *l'hétérogénéité des croyances peut prévaloir parmi les individus même s'ils détiennent une information identique par rapport aux données concernant l'entreprise et l'économie* » (Beaver, 1981 : 27). Pour justifier l'hétérogénéité de croyances parmi les investisseurs dans un contexte d'information identique, Beaver s'en tient à une raison simple qui est la différence de formation des différents individus : « *ils [les investisseurs] peuvent avoir acquis une formation différente qui les amène à interpréter les signaux d'une manière différente*». (*Ibid*., p. 27). En prenant l'exemple du changement de méthode d'amortissement par une entreprise, Beaver souligne que même en supposant un accès libre à cette information par tous les investisseurs, n'ayant pas tous les mêmes connaissances et la même formation, ils ne peuvent pas interpréter ce changement de façon homogène. En effet, tous les investisseurs n'ont pas reçu de cours ou de formations en comptabilité. De plus, l'accès aux analyses faites par des experts sur le sujet est souvent payant. « *De là, les prix sur le marché pourraient ne pas refléter cette information potentiellement coûteuse. C'est une explication simplifiée de la raison pour laquelle l'existence d'une probabilité non-nulle de l'inefficience du marché par rapport aux informations "publiquement disponibles" devrait être évaluée* » (*Ibid*., 32).

En outre, pour Beaver il n'est pas permis d'affirmer qu'un marché soit efficient par rapport à un ensemble d'information quelque soit le test empirique utilisé pour mesurer l'effet de l'information sur le prix. Son explication repose sur la différenciation entre « système d'information » et « signal ». Par exemple, lorsqu'une étude teste l'effet du changement d'une méthode comptable (la comptabilisation de l'amortissement par exemple), les résultats obtenus correspondent à ce signal particulier. Ils ne peuvent être en aucun cas généralisés à

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

l'ensemble du système d'information constitué de tous les cas de figures de changement de méthodes comptables. Cette distinction entre « signal » et « système d'information » constitue probablement l'un des principaux apports de Beaver (1981) dans sa quête de l'amélioration de la définition de l'efficience.

Suite à ces constats, Beaver estime nécessaire de repréciser la définition du concept d'efficience. La précision de cette définition constitue en effet pour lui un enjeu important à la fois d'un point de vue théorique et empirique: « *Apporter une définition précise est un préalable au développement des théories d'efficience du marché et à l'interprétation des tests empiriques présentés comme des tests d'efficience du marché* » (*Ibid*., p. 23).

Cependant, contrairement à Rubinstein (1975), la définition qu'il propose de l'efficience ne s'appuie pas sur l'action des individus mais plutôt sur le prix observé à l'instar de Fama dans ses premières définitions (Fama, 1965 ; 1970).

Ainsi, Beaver propose la définition suivante de l'efficience : « *l'efficience du marché par rapport à un système d'information signifie que les prix se comportent de la même manière que si*[41] *chacun connaissait ce système d'information* » (*Ibid*., p. 23). Autrement dit, l'efficience ne pose pas la condition d'une connaissance universelle de l'information, elle suppose uniquement que les prix agissent de même que si cette condition tenait. En se référant à l'exemple du changement de méthodes d'amortissement, Beaver explique que l'efficience signifie dans ce cas que « *les prix du marché se comportent de la même manière que s'il y avait une connaissance universelle du changement des méthodes d'amortissement* » (*Ibid*., p. 28).

Par ailleurs, Beaver insiste sur la distinction entre l' « efficience d'un système d'information » (appelé efficience de η) et « l'efficience d'un signal » (appelé efficience de y). Ainsi, pour l'efficience de y : « *un marché financier est efficient par rapport à un signal* y'_t *si et seulement si la configuration des prix de marché* $\{P_{jt}\}$ *est la même qu'elle devrait l'être dans tout autre économie identique (i.e., avec une configuration identique des préférences et des dotations) à l'exception que chaque individu reçoit* y'_t *aussi bien que* y_{it} [42]». De même, pour

[41] L'auteur utilise le terme « *as if* » que nous traduisons par le terme « de la même manière que si »

[42] y_{it}est le signal reçu par un individu *i* à l'instant t et appartenant au système d'information η_{it}. y_{it} est considéré inclure l'historique des signaux concernant les périodes précédentes (Beaver, 1981 :25).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'efficience de η : « *un marché financier est efficient par rapport à* η'_t*, si et seulement si l'efficience de y se maintient pour tout signal* (y'_t) *de* η'_t » (Beaver, 1981 : 28).

Cette définition a, selon Beaver (1981), plusieurs avantages par rapport aux définitions initiales de l'efficience ainsi que celles proposées dans des travaux ultérieurs pour pallier les défauts des premières. Parmi ces derniers, Beaver cite Beja (1976), Rubinstein (1975) et Grossman et Stiglitz (1981).

Tout d'abord, Beaver précise que s'appuyant sur les prix, plutôt que sur les croyances ou les choix de portefeuille, sa définition permet de procéder à des vérifications empiriques. En effet, les différences de croyances sont difficiles à saisir contrairement aux changements des prix des titres. Même en supposant qu'elles conduisent à des actions au niveau des choix d'investissement, les croyances des investisseurs ne peuvent pas toujours être perçues puisqu'un remaniement de portefeuille peut ne pas être visible de l'extérieur à moins de donner lieu à un changement au de prix.

Ensuite, la définition proposée par Beaver, permet, selon lui, de se placer dans un contexte d'hétérogénéité des croyances et de différences d'information en même temps, ce qui la rend moins restrictive. D'après lui, si l'on admet à l'instar de Rubinstein (1975) et Lintner (1969) que c'est uniquement le résultat agrégé de ces croyances[43] qui domine, à ce moment là une définition s'appuyant sur les croyances équivaut à une définition qui s'appuie sur les prix (Beaver, 1981 : 30). En effet, Rubinstein (1975) définit les croyances consensuelles comme les croyances, qui dans le cas où elles sont partagées par tout le monde, produisent les mêmes prix observés.

Beaver considère que, par conséquent, sa définition correspond aussi bien à un contexte d'homogénéité qu'à un contexte d'hétérogénéité des croyances. En effet, selon lui, le premier contexte n'est qu'un cas particulier du deuxième.

Par ailleurs, cette nouvelle définition permet, selon Beaver, d'éviter les confusions laissées dans certaines définitions au niveau des concepts comme « ensemble d'information », « valeur fondamentale » ou « la vraie distribution de probabilité ».

[43] La moyenne ou croyance consensuelle selon Rubinstein (1975)

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Pour conclure cette section, nous pouvons dire qu'il existe plusieurs approches pour expliquer l'intégration des informations dans les prix sur le marché. Curieusement, la version initiale de l'EMH est celle qui fournit le moins d'éléments permettant de cerner l'utilité d'une information et d'analyser son reflet dans les cours. L'EMH selon Fama simplifie la « réalité » du marché au point où il devient difficile d'analyser le rôle joué par les informations dans l'évaluation des titres dans un contexte différent. En outre, le manque de clarté dans la définition de certains termes clés (« ensemble d'information reflété dans le prix », « valeur fondamentale, …) complique le test de l'efficience du marché par rapport à un ensemble d'information.

Les tenants de l'approche « élargie » de l'efficience proposent des éléments de réflexion intéressants dans la mesure où leur vision du marché et des investisseurs est plus réaliste. Les apports d'auteurs comme Beaver (1981), Grossman et Stiglitz (1980) ou encore Rubinstein (1975) fournissent des pistes plus larges pour l'analyse de l'intégration des informations dans l'évaluation des titres. Ces développements théoriques nous permettent alors d'émettre des propositions moins simplistes et étroites pour comprendre le rôle que peuvent avoir les informations sociétales dans l'évaluation des titres et les raisons pour lesquelles elles se reflètent ou non dans les prix courants.

Par ailleurs, l'analyse des différentes approches de l'EMH nous permet de remarquer que, s'il est un concept sur lequel toutes les approches s'accordent pour expliquer la prise en compte d'une information par les investisseurs, c'est son utilité.

La section suivante a pour objectif d'explorer les principaux apports conceptuels expliquant l'utilité des critères sociétaux dans l'analyse de la performance financière de l'entreprise. Une troisième section tentera ensuite de croiser ces apports et ceux du cadre d'efficience des marchés financiers et de formuler des propositions théoriques.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Synthèse de section

Formalisée par Fama (1965a, b), l'hypothèse d'efficience des marchés (Efficient Market Hypothsesis, EMH), s'impose rapidement comme un cadre théorique de référence en finance. L'objet initial de l'EMH est d'expliquer le comportement des prix sur le marché. En effet, les travaux pionniers de Fama se situent dans la lignée des recherches menées, principalement, par des économistes (Alfred Cowles, Paul Samuelson, Maurice G. Kendall et d'autres) s'interrogeant sur le comportement aléatoire des prix des titres.

L'explication apportée par Fama (1965) s'appuie sur l'efficience des marchés financiers qui rend les cours boursiers indépendants par l'ajustement instantané des informations dans les prix courants. En effet, l'EMH affirme que le marché financier est efficient sur le plan informationnel. Ceci veut dire qu'à tout instant l'« ensemble des informations disponibles » est reflété dans les prix des titres.

L'EMH subit de nombreuses critiques qui la font évoluer. Tout d'abord, de nombreuses études empiriques montrent que les prix des titres ne se comportent pas exactement comme le prédit l'EMH. En effet, certains travaux démontrent qu'il est possible de réaliser des gains anormaux à partir de certains types d'information. Ces preuves empiriques amènent alors Fama à réviser sa première définition de l'efficience. Ainsi, dans son article de 1991, Fama distingue trois formes d'efficience correspondant chacune à un ensemble d'information : l'efficience au sens faible correspond aux informations historiques contenues dans les prix des titres, l'efficience au sens semi-fort aux informations publiques et l'efficience au sens fort à toute l'information disponible y compris les informations privées. Ensuite, Fama (1991) adopte une nouvelle définition de l'efficience basée sur l'impossibilité de battre le marché. Cette définition soutient que les investisseurs ne peuvent pas réaliser de gain net (de coûts de recherche d'information et de frais de transaction) en appliquant des stratégies d'investissement particulières.

D'autres critiques attaquent ensuite l'EMH par rapport au manque de clarté de certaines notions clés de cette théorie. Il s'agit, entre autres, de la « notion de valeur fondamentale » ainsi que les termes « ensemble d'information» et « information publique » qui ne sont pas définies par Fama. Certains auteurs comme Beaver (1981) et Roger (1988) constatent en effet qu'en l'absence de clarification, il n'est pas possible d'interpréter les tests empiriques menés dans le but de vérifier l'intégration de certaines informations dans les prix des titres. Tout d'abord, la présence de rendements anormaux (RA) par rapport à certains événements ne

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

permet pas de savoir si c'est le système d'information en question qui a provoqué ce comportement des prix ou si c'est le signal qui en résulte. Ensuite, l'absence de RA par rapport à un ensemble d'informations n'indique pas forcément que le marché est efficient par rapport à ces informations (Beaver, 1981 ; Roger, 1988). Ce résultat peut également être dû à une non-utilisation des informations testées par les investisseurs. Ce constat souligne un aspect important pour l'analyse de l'impact des informations sur les prix des titres, c'est-à-dire la possibilité d'avoir des « informations utilisées » et des « informations non-utilisées » dans les anticipations des investisseurs. Enfin, Beaver (1981) fait remarquer que le reflet total de l' « information publique » dans les prix peut être compromis par l'hétérogénéité de l'interprétation de ses effets sur la valeur du titre. Cette conception de Beaver laisse de côté une des conditions principales de l'efficience définie par Fama, à savoir : l'homogénéité des anticipations.

En effet, outre les critiques portant sur le manque de clarté des définitions de l'efficience de Fama, d'autres auteurs se sont attaqués aux conditions d'efficience définies par Fama (1965, 1970). Tout d'abord, comme le fait remarquer Rubinstein (1975), un marché où l'information est disponible et gratuite, où les croyances des investisseurs sont homogènes, et où les coûts de transaction sont nuls est tellement banal que son analyse ne présente aucun intérêt. En effet, sur ce marché, le reflet total dans les prix n'est pas une surprise mais presque une conséquence. En revanche, ce qui est intéressant selon Rubinstein, c'est d'étudier comment se définit l'efficience et comment se forment les prix en présence de croyances hétérogènes et de coûts de transaction positifs. L'analyse de Rubinstein l'amène à considérer que les prix observés sur le marché ne représentent pas forcément le prix anticipé par chaque individu séparément, mais l'agrégat de toutes les anticipations qui ont conduit les différents individus à changer leurs positions sur le titre. Autrement dit, le prix courant correspond à un consensus d'estimations hétérogènes de la valeur du titre. Cette hétérogénéité peut provenir aussi bien de l'utilisation d'informations différentes que des interprétations hétérogènes des mêmes informations.

Par ailleurs, Grossman et Stiglitz (1976) expliquent que les conditions d'efficience donnent lieu à un paradoxe qui consiste en l'impossibilité d'atteindre un équilibre stable sur le marché. En effet, ils démontrent que ces conditions réunies conduisent à une situation qui dissuade les agents de collecter l'information et d'échanger des titres menant ainsi à un blocage total des transactions. En outre, ils montrent que l'abandon de la condition de gratuité de l'information ne permet pas de sortir de cette impasse. Selon ces auteurs, le seul équilibre stable en présence

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

d'informations couteuses est un équilibre basé sur l'asymétrie de l'information entre les intervenants. Cependant, d'autres auteurs comme Milgrom et Stockey (1976) ou Tirole (1982) donnent une autre explication des échanges sur le marché basée sur l'hétérogénéité des anticipations des investisseurs et rejoignent ainsi la vision de Beaver (1981) et de Rubinstein (1975).

Enfin, Beaver (1981) considère que les conditions de l'efficience sont, d'un côté, irréalistes et de l'autre, inutiles pour définir le concept d'efficience. Selon cet auteur, l'accès à l'information sur le marché n'est pas toujours identique pour tous les investisseurs, ni gratuite. De plus, même en présence des mêmes informations, l'interprétation de celles-ci par les différents intervenants peut varier à cause de l'hétérogénéité de leurs croyances. Cette hétérogénéité découle, d'après Beaver, principalement de la différence de formation des différents individus qui peut les conduire à interpréter les signaux de manière hétérogène. En outre, Beaver suggère que l'homogénéité des croyances n'est pas une condition nécessaire pour définir l'efficience du marché. Partant de la définition de Rubinstein des croyances consensuelles, Beaver propose de considérer qu'un marché est efficient par rapport à un système d'information "η" lorsque les prix se comportent « de la même manière que si » chaque investisseur connaissait "η". Par ailleurs, Beaver insiste sur l'importance de distinguer l'efficience par rapport à un « système d'information "η" » et l'efficience par rapport à « un signal "y" appartenant à "η".

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2. Le lien entre la performance financière de l'entreprise (PFE) et la performance sociétale de l'entreprise (PSE) : état des lieux de la littérature conceptuelle

Cette seconde section du second chapitre propose une synthèse de la littérature sur la relation entre la performance financière et la performance sociétale de l'entreprise. Le but de cette synthèse est double : identifier les principaux arguments avancés pour justifier l'existence ou l'absence de cette relation ; et tenter de faire le lien entre les apports de cette littérature et les développements de l'approche élargie de l'EMH présentés dans la section précédente.

Le lien entre la performance financière et la performance sociétale fait l'objet d'une multitude de travaux. Cette question a commencé à animer les débats académiques dès la fin des années 1950 aux Etats-Unis. Plus d'un demi-siècle plus tard, le débat n'a pas perdu de son éclat. Il semble même que l'intérêt croissant des investisseurs pour les critères sociétaux contribue à le raviver (Vogel, 2005). Cette littérature connaît depuis quelques années un regain d'intérêt qui dépasse les frontières américaines. L'abondance des travaux ne signifie cependant pas pour autant que les conclusions à propos du sujet étudié sont claires. L'une des principales raisons de ce manque de clarté est la multiplicité des champs et des visions de l'entreprise dans lesquels s'inscrivent les différentes contributions. En effet, ce corpus de travaux englobe aussi bien des analyses d'ancrage idéologique que des analyses issues de différents champs de la gestion. L'absence de cadre théorique unificateur de la plupart des travaux qui le composent rend son investigation complexe.

En analysant ces travaux, nous n'ambitionnons pas de résoudre tous les problèmes précédemment cités. Nous ne cherchons pas non plus à déduire des conclusions normatives sur le lien entre la performance financière et la performance sociétale. Notre but est de proposer une lecture permettant de souligner les idées forces des différents travaux, de retracer leurs complémentarités et de lier leurs apports à la littérature financière dans le but d'apporter des éléments de réponses à notre problématique. En effet, malgré son hétérogénéité, l'étude de ce corpus de travaux n'est pas dénuée d'intérêt et permet d'apporter des éclairages intéressants aux questions de recherche posées.

Plus particulièrement, cette investigation de la littérature répond à deux principaux objectifs :

- rattacher cette littérature aux différentes visions de la firme en économie et en théorie des organisations afin de situer diverses analyses proposées ;

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- examiner les différentes explications du lien entre la performance sociétale et la performance financière permettant de comprendre l'utilité des indicateurs de performance sociétale dans la valorisation des entreprises.

Nous présentons donc successivement :

- les ancrages théoriques et principales idées défendues par les visions actionnariale et partenariale de l'entreprise en différenciant pour cette dernière l'approche normative de l'approche instrumentale (2.1);
- et les développements théoriques concernant le lien entre la performance financière et la performance sociétale de l'entreprise (2.2).

2.1 Les principales visions de l'entreprise

Avant de présenter les débats concernant le lien entre performance financière de l'entreprise (PFE) et performance sociétale de l'entreprise (PSE), nous proposons de rappeler les différentes visions de la firme qui peuvent les orienter. La vision de la firme et de son rôle dans la société influence en effet fortement le point de départ des débats et les préconisations qui s'en suivent.

Principalement, le cœur de la controverse se situe au niveau de la définition des parties prenantes dont l'entreprise doit se préoccuper dans ses décisions. Cette définition est centrale dans le débat sur lien entre la PFE et la PSE dans la mesure où la PSE se définit par rapport aux efforts fournis par l'entreprise privée pour répondre aux attentes de ses différentes parties prenantes. Or, on distingue principalement deux orientations :

- celle qui considère que l'entreprise doit répondre uniquement aux attentes de ses actionnaires ;
- et celle qui conçoit que l'entreprise doit répondre aux attentes d'un ensemble plus large de parties prenantes.

Tandis que les tenants de la première orientation voient généralement l'élargissement des parties prenantes prises en compte par la firme comme contraire à ses intérêts économiques, les tenants de la deuxième défendent la position contraire. Pour distinguer les deux visions, nous utiliserons le terme « vision actionnariale » pour désigner la première et le terme « vision partenariale» pour désigner la seconde.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.1.1 La vision actionnariale de la firme

Les tenants de la vision actionnariale considèrent que les managers doivent agir uniquement dans l'intérêt des actionnaires de la firme. Cette vision s'appuie sur deux idées clés : 1) les managers sont des « mandataires » désignés par les actionnaires, les « mandants », dans le but de diriger la firme dans leur intérêt ; 2) les managers ne doivent pas se préoccuper des intérêts des autres parties prenantes car ce n'est pas leur rôle.

Par conséquent, le seul objectif que doivent respecter les managers est d'accroître les profits de la firme. A partir de là, toute action dont le but diverge de cet objectif est inacceptable. Cette vision ne laisse donc aucune latitude aux managers pour mettre en place des actions à but sociétal dans la firme qu'ils représentent.

Pour mieux comprendre la vision actionnariale, il est utile de rappeler les deux piliers sur lesquels elle se fonde : d'une part, la définition dominante de la firme managériale dans les théories de la firme, particulièrement la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence, et d'autre part l'approche économique libérale.

2.1.1.1 L'influence de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence

L'approche dominante dans les théories de la firme considère que celle-ci doit être gérée dans l'intérêt de ses actionnaires. Cette approche est défendue par deux principales théories : la théorie des droits de propriété et la théorie de l'agence. Ces deux théories sont très complémentaires dans la mesure où elles accordent aux actionnaires le droit de contrôle de la firme en s'appuyant sur des principes différents. Considérant les actionnaires comme les propriétaires de la firme, la première évoque en premier lieu le principe des droits de propriété. La deuxième, en revanche, laisse de côté le débat sur la propriété de la firme et justifie le droit de contrôle par les actionnaires par l'importance du service qu'ils lui rendent et des risques qu'ils encourent en mettant leurs capitaux à sa disposition.

a. La théorie des droits de propriété

Les principes de la théorie des droits de propriété découlent de la vision de la firme comme entité juridique appartenant à ses actionnaires. Ces derniers ne font que déléguer leurs pouvoirs à une équipe dirigeante pour la gérer de manière à accroître ses profits. Cette conception de la firme est probablement liée à l'évolution de ses formes dans le temps. Elle constitue une réponse aux interrogations suscitées par l'apparition de la grande firme moderne

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

organisée en société par actions. La dispersion du capital entre un grand nombre d'investisseurs, la liquidité des parts du capital et l'occupation des fonctions de dirigeants par des managers salariés ont en effet changé la donne par rapport à la firme entrepreneuriale ou encore la firme capitaliste classique[44]. Dans celles-ci, le capital est détenu par un propriétaire qui exerce lui-même les fonctions de dirigeant. Autrement dit, le dirigeant et le propriétaire des capitaux ne font qu'un. Avec l'apparition de la firme managériale, cette unité disparaît et laisse place à des interrogations sur son appartenance, l'efficacité de sa gestion et ses responsabilités par rapport à ses partenaires.

Parmi les textes fondateurs de la théorie des droits de propriété appliquée à la firme, l'article d'Alchian et Demsetz (1972) est considéré comme un classique en la matière. Pour ces derniers, les droits de propriété sont à l'origine de l'efficience économique (allocative). Leur analyse part du débat autour de la nature de la firme capitaliste en tant que forme organisationnelle alternative au marché. Selon ces auteurs, cette dernière ne peut être efficiente qu'à condition d'avoir à sa tête un « moniteur » qui contrôle le travail des membres de l'équipe et qui mesure la contribution individuelle de chaque individu. Le rôle d'un moniteur est essentiel car si la production « en équipe » permet une meilleure productivité, elle présente aussi le risque des comportements de passager clandestin (*free rider*). Dans une équipe de plusieurs salariés, il y a en effet le risque que chaque personne essaie d'en faire le moins possible en comptant sur le travail des autres (Coriat & Weinstein, 1995). Cependant, si la personne à la tête de l'équipe est elle-même salariée comme le reste des membres, la firme n'est pas l'abri du même type de comportement de la part de ce moniteur. Selon Alchian et Demsetz, la meilleure façon de pallier ce problème de risque moral est d'avoir un statut différent pour le moniteur de l'équipe, celui de moniteur propriétaire. Ce statut est considéré comme étant plus avantageux que toute autre structure de contrôle basée sur des procédures visant à contrôler les contrôleurs (Alchian & Demsetz, 1972). S'appuyant sur une «structure contractuelle et une structure de droits de propriété originale » (Coriat et Weinstein, 1995), ce statut de moniteur propriétaire présente le meilleur moyen de garantir une utilisation efficiente des ressources et une productivité optimale. Ce statut particulier consiste à attribuer au moniteur les cinq droits suivants (Coriat et Weinstein, 1995 : 86, d'après Alchian et Demsetz, 1972) :

---

[44] Nous différencions les deux formes de firme de la manière suivante : la firme entrepreneuriale est constituée d'une seule personne, l'entrepreneur, alors que dans une firme capitaliste classique il y a production en équipe.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

«(1) être le « créancier résiduel » (residual claimant) – il s'agit d'un concept clé de la nouvelle analyse néoclassique de la firme[45] *[…],*

(2) le droit d'observer et de contrôler le comportement des détenteurs de ressources membres de l'équipe,

(3) le droit exclusif à être dans un rapport contractuel avec tous les détenteurs de ressources,

(4) le droit de changer la composition de l'équipe, c'est-à- dire de renégocier le contrat avec chaque membre indépendamment des contrats passés avec les autres,

(5) le droit de vendre ces droits, c'est-à-dire de vendre le statut particulier qu'il détient ».

En définitive, Alchian et Demsetz (1972) voient en ce statut particulier de « créancier résiduel » la meilleure réponse possible aux risques de hasard moral et le meilleur système de gouvernance pour l'efficience économique. Pour eux, cet avantage provient fondamentalement des incitations que confèrent les droits de propriété : « *le système de droits de propriété crée des incitations telles que l'efficience peut être obtenue sans que soit nécessaire « un moniteur pour le moniteur »* ».

Cette solution basée sur les droits de propriété convient également selon Alchian et Demsetz au cas de la grande firme moderne organisée en société par actions. Contrairement à Berle et Means (1932), Alchian et Demsetz (1972) ne considèrent pas la séparation entre propriété et gestion et la dispersion du capital comme des conditions affaiblissant les droits de propriété. Rappelons que Berle et Means (1932) estiment que la division du capital de la firme en actions négociables correspond à un choix que font les actionnaires d'échanger la propriété du capital contre la liquidité[46] (Aglietta & Rébérioux, 2004). Berle et Means remettent ainsi en cause la qualité de propriétaire pour les actionnaires des grandes firmes modernes. Ce raisonnement les amène à conclure qu'il n'y a pas de raison pour que les décisions des managers de la firme soient prises dans le seul intérêt des actionnaires.

Pour Alchian et Demsetz en revanche, la structure du capital de la société par actions ne remet pas en question les principes de propriété privée. Ils expliquent que cette forme

---

[45] Le concept de créancier résiduel est lié au concept de « *rendement résiduel résultant de la production, c'est-à-dire ce qui reste une fois payés les différents fournisseurs de ressources, conformément aux obligations contractuelles* » (Coriat et Weinstein, 1995 : 86)

[46] L'approche de Berle et Means est abordée de manière plus développée dans le paragraphe 2.1.2.1

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

organisationnelle s'est imposée pour faire face aux nouvelles donnes économiques exigeant le déploiement de ressources importantes, d'équipes de grande taille et d'une spécialisation accrue dans le monitoring. Cette nouvelle organisation est certes une forme contractuelle différente de la firme capitaliste classique mais elle préserve néanmoins les fondements de la propriété privée. De même, la séparation entre propriété et capital ne remet pas en cause le statut de « créancier résiduel » des actionnaires. Ces derniers délèguent tout simplement le monitoring de la firme à des spécialistes qui doivent prendre des décisions qui visent l'efficience économique. Selon cette vision, les actionnaires gardent leur droit de contrôler la firme dans le sens de leurs intérêts puisque ce sont eux qui en supportent les conséquences sur les valeurs de marché ou d'échange (Alchian, 1988).

Par ailleurs, selon cet auteur, les droits de propriété restent le système de gouvernance le plus efficace dans ce type d'organisations: « *plutôt que de détruire ou de miner l'efficacité des droits de propriété privés, la supposée « séparation » permet une « spécialisation » productive efficace, en utilisant les droits de propriété privés comme méthode de contrôle et de coordination* » (Alchian, 1988 ; d'après Coriat et Weinstein, 1995).

Les problèmes de gouvernance ne sont cependant pas résolus pour la grande société par actions par l'application des principes de droits de propriété privés. Cette perspective n'envisage qu'une solution pour répondre aux questions soulevées par Berle et Means (1932) concernant les risques de divergence des intérêts entre actionnaires et managers. La réponse de la théorie des droits de propriété s'appuie principalement sur les capacités disciplinaires du marché à veiller sur la bonne gestion de la firme par les managers.

D'après Alchian et Demsetz (1972), les dirigeants n'ont pas intérêt à gérer la firme à l'encontre des intérêts des actionnaires car ils risquent d'être évincés et remplacés. Selon les termes d'Aglietta et Rébérioux (2004), « l*'idée est simple. Une gestion trop défavorable aux actionnaires sera sanctionnée sur le marché sous la forme d'un cours de bourse déprécié, qui fera peser sur les dirigeants la menace d'une prise de contrôle* » (*Ibid*., p.48). En effet, une mauvaise gestion de la firme par les managers peut conduire au recul de ses performances boursières par deux biais : la réalisation de mauvais résultats et la vente massive des titres par les actionnaires mécontents. La dépréciation des cours fragilise alors la position des managers en place et expose l'entreprise aux prises de contrôle hostiles. En conséquence, l'équipe dirigeante se retrouve sanctionnée en perdant définitivement sa place.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Malgré le rôle disciplinaire du marché, le risque que les managers agissent contre l'intérêt des actionnaires reste cependant réel. Il est d'autant plus probable que les managers sont en position de supériorité d'un point de vue informationnel par rapport aux actionnaires. Ces derniers n'étant pas aux commandes de la firme, ils sont forcément beaucoup moins informés que les managers et sont par conséquent incapables d'évaluer correctement les décisions prises par leurs mandataires et la qualité de la stratégie poursuivie par ces derniers.

Les problèmes de hasard moral des « moniteurs » de la firme et les problèmes d'asymétrie d'information entre ces derniers et les « créanciers résiduels » de la firme restent donc des facteurs de risque pour le bon fonctionnement de la firme managériale. Ces problèmes connus aujourd'hui sous le nom générique de « problèmes d'agence » constituent le point de départ de la théorie portant le même nom.

b. La théorie de l'agence

La théorie de l'agence a pour principal objet d'analyser et de répondre aux problèmes de gouvernance liés à la scission entre propriété et gestion caractérisant la grande firme moderne.

Contrairement à la théorie des droits de propriété, la théorie de l'agence n'attribue pas la propriété du capital aux actionnaires de la firme : « *Nous rejetons l'hypothèse usuelle selon laquelle l'entreprise a des propriétaires, dans quelque sens que ce soit* » (Fama, 1980 : 289). La suprématie des actionnaires de la firme par rapport aux autres parties prenantes dans sa gestion est justifiée dans la théorie de l'agence par une perspective différente : « *les actionnaires ne sont donc plus placés en surplomb des autres parties prenantes, mais identifiés aux services qu'ils rendent : la mise à disposition de liquidité et l'assomption du risque* » (Aglietta et Rébérioux, 2004 : 48).

Autrement dit, selon la théorie de l'agence, la firme doit être gérée dans l'intérêt des actionnaires parce qu'ils acceptent d'y placer leurs capitaux et de prendre les risques liés à ce placement, notamment celui de perdre entièrement leur mise ou de ne pas recevoir de rémunération correcte. En effet, les actionnaires sont toujours les derniers à être payés dans une entreprise puisque leur rémunération correspond à la somme qui reste à la fin de l'exercice une fois les droits des autres parties prenantes (fournisseurs, employés, créanciers, Etat) acquittés.

Selon Aglietta et Rébérioux (2004), la théorie de l'agence a constitué dans les années 1980 le socle théorique de l'approche défendant la valeur actionnariale. Parmi les promoteurs de cette

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

théorie, les figures marquantes sont Jensen, Meckling, Fama et Klein. La principale idée défendue par cette théorie est l'existence d'une « relation d'agence » entre les propriétaires de la firme et ses dirigeants.

Dans leur article fondateur, Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* ». Cette relation est étudiée dans le but de déterminer des solutions efficaces aux problèmes posés par la séparation entre la propriété et la gestion, à savoir : la divergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants ; et l'information imparfaite entre les deux parties. La théorie de l'agence cherche alors à élucider : 1) un système de surveillance et d'incitation qui empêche l'agent de se comporter contre l'intérêt du principal ; 2) un système d'agence qui garantisse, en contexte d'information imparfaite, l'efficience des mécanismes de marché décrite par la microéconomie standard (Coriat et Weinstein, 1995).

Il est important de préciser, à ce stade, que l'on distingue aujourd'hui deux branches de la théorie de l'agence : la théorie positive de l'agence (TPA) et la théorie normative de l'agence (TNA). C'est Jensen (1983) qui est à l'origine de cette différenciation entre la TPA et la TNA. Si les deux branches se rejoignent sur la volonté de concevoir un système efficace des rapports contractuels, la différence principale entre la TPA et la TNA se trouve au niveau de la formalisation de ce système. La TPA s'intéresse prioritairement à « *la compréhension de la structure et du fonctionnement des organisations et plus spécifiquement des sociétés par actions* » (*Ibid*., p.96), tandis que la TNA met davantage l'accent sur la question de la gouvernance d'entreprise à travers l'optimalité des contrats en situation d'asymétries informationnelles (Aglietta et Rébérioux, 2004 : 49).

Le principal apport de la TPA est la présentation de la firme comme nœud de contrats entre différents partenaires. Selon cette perspective, les firmes constituent des « *fictions légales qui servent de « noyau » à un ensemble de relations contractuelles entre des individus* » (Michael C. Jensen & Meckling, 1976). Ces relations contractuelles peuvent être établies entre les détenteurs de facteurs de production et les clients, les fournisseurs ou encore les salariés. Il s'agit pour chaque relation contractuelle de trouver la configuration optimale de fonctionnement, autrement dit celle qui minimise les coûts. C'est plutôt la TNA qui s'attache à déterminer le caractère optimal de ces relations en faisant usage notamment de la modélisation microéconomique.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

La relation contractuelle la plus étudiée dans cette littérature reste cependant la relation d'agence avec le principal objectif d'instaurer un système limitant la divergence des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Cet objectif peut être formalisé à travers le programme suivant (selon Aglietta et Rébérioux, 2004 : 50) :

$$\begin{cases} Max_w\, V(w) \\ s.c.\ U\,(w; e^+) \geq \overline{U} \\ U\,(w; e^+) \geq U(w; e^-) \end{cases}$$

Avec :

V la fonction d'utilité du groupe d'actionnaires (le cours boursier est souvent utilisé pour représenter V), U celle du manager, $\overline{U}$ son utilité de réserve, *w* son salaire et *e* (*w*) = $\{e^+; e^-\}$ son effort ($e^+ > e^-$).

La traduction économique de ce programme réduit l'objectif de la firme et par suite de ses dirigeants à la maximisation de l'utilité du groupe des actionnaires sous deux contraintes : la première est une contrainte de participation et la deuxième est une contrainte d'incitation (Aglietta et Rébérioux, 2004 : 50). Le principal doit alors trouver le moyen d'amener l'agent à effectuer au mieux sa mission et l'inciter à prendre des décisions qui maximisent l'utilité du groupe d'actionnaires qu'il représente.

La mise en place d'un système d'incitation et de surveillance visant à limiter les comportements opportunistes des dirigeants nécessite cependant des coûts dits « coûts d'agence ». Selon Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence recouvrent trois éléments :

- *« les dépenses de surveillance et d'incitation (par exemple, les systèmes d'intéressement) engagées par le principal pour orienter le comportement de l'agent ;*
- *les « coûts d'obligation », supportés par l'agent, c'est à dire les dépenses qu'il peut être amené à engager pour pouvoir garantir qu'il ne fera pas certaines actions lésant le principal ou pour pouvoir le dédommager le cas échéant (par exemple, le coût d'une assurance en responsabilité civile) ;*
- *et la «perte résiduelle » qui correspond à l'écart, inévitable entre le résultat de l'action de l'agent pour le principal et ce qu'aurait donné un comportement conduisant à une maximisation effective du bien être du principal. Ce dernier coût ne correspond pas à une dépense effective mais a le caractère d'un coût d'opportunité » (Coriat et Weinstein, 1995 : 95).*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Si la théorie de l'agence reconnaît, comme la théorie des droits de propriété, l'efficacité des mécanismes du marché comme instruments disciplinaires, elle les considère néanmoins insuffisants. L'information imparfaite peut en effet rendre difficile le contrôle par le marché des décisions prises à l'intérieur de l'entreprise. La théorie de l'agence prête alors une attention particulière aux mécanismes internes de gouvernance d'entreprise, en particulier au conseil d'administration (Aglietta et Rébérioux, 2004). Selon Fama et Jensen (1983) le conseil d'administration est une institution qui a pour rôle de réduire les coûts d'agence. Pour eux, le contrôle de ce conseil par les seuls apporteurs de fonds propres constitue la solution la plus efficace pour une gestion optimale de la firme managériale.

Pour Fama et Jensen (1983), les coûts d'agence, et notamment ceux dus aux organes de surveillance, ne doivent pas être perçus comme un inconvénient dans le cas des grandes firmes managériales. Dans ces firmes caractérisées par une complexité organisationnelle accrue, les connaissances ne peuvent pas être détenues par un faible nombre d'agents. Il serait dès lors plus couteux pour les détenteurs de fonds propres d'exercer eux-mêmes les décisions de contrôle. La solution la plus efficiente est de déléguer cette fonction. Cette organisation se caractérise par une efficience supérieure qui justifie d'ailleurs son succès.

L'analyse agentielle permet alors à la fois de justifier l'existence des grandes firmes modernes et leur système de gestion basé sur la séparation entre propriété et contrôle. Le système de contrats rend cette structure économiquement optimale et efficiente. Cependant, s'il est un message principal à retenir de cette analyse, c'est le suivant : les dirigeants sont les agents des actionnaires.

Ainsi, l'unique rôle des dirigeants des firmes managériales est de satisfaire les attentes des actionnaires en menant à bien les missions qui leur ont été déléguées. Pour s'en assurer les actionnaires disposent de mécanismes de contrôle qu'ils doivent mettre en œuvre pour faire converger les intérêts des dirigeants et leurs propres intérêts.

2.1.1.2 L'influence de l'approche libérale

La gestion de la firme managériale dans le seul intérêt des actionnaires est également défendue par l'approche économique libérale. La vision actionnariale trouve en effet d'autres types de justifications à travers cette approche. Ces justifications plus globales permettent alors de servir de cadre de référence aux théories qui défendent la suprématie de la valeur actionnariale. C'est probablement pour cette raison que les tenants de la vision actionnariale sont souvent associés d'office au courant de l'économie libérale.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

L'argument principal avancé par l'approche libérale pour que l'entreprise soit gérée dans l'unique intérêt de ses détenteurs de fonds propres repose sur le fameux concept de la main invisible d'Adam Smith. La principale idée défendue à travers ce concept est que la poursuite de l'intérêt individuel sur un marché libre mène à l'intérêt collectif.

Plusieurs économistes s'appuient sur cette idée pour justifier que : 1) l'entreprise doit être gérée dans l'intérêt des actionnaires et ; 2) la poursuite de buts sociétaux par les dirigeants des entreprises privées peut être dangereux à la fois pour les entreprises et pour la société.

Parmi les textes classiques en la matière figurent celui de Theodore Levitt (1958) intitulé « les dangers de la responsabilité sociale » (The Dangers of Social Responsibility) et celui de Milton Friedman (1970) intitulé «la responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits » (The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits).

Concernant le texte de Friedman, force est de constater qu'il est parmi les plus cités dans la littérature lorsqu'il s'agit de présenter la thèse s'opposant à la doctrine de la RSE. Dans ce texte, Friedman s'attache principalement à souligner le danger d'étendre les responsabilités des dirigeants de l'entreprise à un cercle qui dépasse ses actionnaires. Son argumentation a la force d'être très cohérente par rapport aux principes de l'approche libérale dans laquelle il s'inscrit.

Dès le départ, Friedman précise que l'on ne peut parler de responsabilité sociale de l'entreprise car celle-ci n'est pas une personne physique. Il rappelle que la responsabilité ne peut être attribuée qu'à des hommes et qu'en l'occurrence il ne peut s'agir que des dirigeants qui représentent l'entreprise. Il est donc important de clarifier envers qui ces derniers sont responsables et pourquoi.

Selon Friedman la question se pose surtout pour le cas de la firme managériale dans le sens où il y a une séparation entre sa propriété et son contrôle. Dans ce type de structure, les managers ne sont que des salariés, leur responsabilité est tournée vers leurs employeurs : les propriétaires de la firme. Les managers doivent dès lors agir pour satisfaire le but fixé par les actionnaires qui n'est, dans le cadre d'une organisation à but lucratif, que l'accroissement des profits. « *La situation du propriétaire individuel est plutôt différente. S'il réduit les résultats de son entreprise dans le but d'exercer sa « responsabilité sociale », il dépense son propre argent, pas l'argent de quelqu'un d'autre* ». En revanche, dans une firme managériale, l'accomplissement de services à but social par le dirigeant ne peut être envisagé que si le but

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

de l'organisation est de rendre ce type de services (par exemple s'il s'agit d'un hôpital ou d'une école).

En dehors de ce cas particulier, Friedman souligne que le manager ne peut pas prendre de décisions à buts sociaux, et ce pour deux principales raisons. La première s'appuie sur l'argument de la théorie de l'agence : le manager n'étant que l'agent du groupe d'actionnaires, il ne doit agir que dans le sens de leurs intérêts et n'a pas le droit de dépenser leur argent dans un but autre que celui qu'ils ont fixé. La deuxième s'appuie sur l'approche libérale selon laquelle il est inutile voire contreproductif que les managers prennent des décisions visant l'amélioration du bien commun. D'abord, car ce n'est tout simplement pas leur rôle : ils ne sont ni compétents ni légitimes pour prendre ce type de décisions. Ensuite, parce que leurs interventions ne peuvent que déséquilibrer le système économique. Les arguments de Friedman s'appuient sur des principes politiques et économiques de l'approche libérale. Il rappelle tout d'abord que les décisions prises par un manager dans un intérêt social ou environnemental pèsent nécessairement sur les résultats de l'entreprise et par conséquent sur le montant de ses impôts et taxes. « *En agissant de cette manière, d'un côté il impose les taxes et d'un autre il décide comment les recettes de la taxe doivent être dépensées*». Or, dans un système démocratique, ce type de décision est du ressort de l'Etat à travers le gouvernement élu. Un dirigeant d'entreprise privée n'est pas élu par le peuple et n'a donc pas la légitimité d'interférer dans les décisions d'allocation des ressources collectives. En jouant ce rôle, « *il devient un employé public, un fonctionnaire de l'Etat, alors qu'il reste un employé d'une entreprise privée* ».

Friedman rappelle par ailleurs que si les dirigeants sont compétents pour gérer une entreprise, ils ne sont pas experts des questions macroéconomiques. Ce n'est pas à eux de gérer les problèmes environnementaux ou sociaux même s'ils jugent leurs interventions dans ces domaines urgentes et importantes pour la société. De même, il n'est pas du ressort des dirigeants d'appeler l'Etat à intervenir dans ces domaines ; ils doivent se concentrer uniquement sur la performance de leur entreprise. En effet, moins il y a d'interventionnisme et meilleures sont les réponses apportées par les mécanismes du marché pour déterminer les solutions aux problèmes urgents et répartir les ressources de manière efficiente. Or, la doctrine de la RSE prône l'avis contraire : « *la doctrine de la « responsabilité sociale » implique l'adoption de la vision socialiste selon laquelle ce sont les mécanismes politiques, et non les mécanismes du marché, qui constituent le moyen approprié pour l'allocation des ressources rares pour les utilisations alternatives*». Friedman juge cette perspective

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

dangereuse et inefficace. D'après lui, il faut simplement laisser le marché libre de toute intervention risquant de le déséquilibrer.

C'est en focalisant leur attention sur le profit de leur entreprise et en laissant le marché jouer son rôle que les dirigeants participent le mieux à la promotion du bien commun. C'est le principal message de Friedman dans son texte de 1970, d'où son titre qui peut paraître provocateur : «*la responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits*». Cette perspective n'a pourtant rien de provocateur étant donné le cadre dans lequel elle s'inscrit. Le libéralisme ne nie pas l'importance de l'intérêt collectif. Il défend simplement l'idée selon laquelle l'intérêt collectif ne peut être atteint que sur un marché libre où chaque individu poursuit son propre intérêt. Cette approche reste fidèle à l'esprit d'Adam Smith, son principal promoteur, selon lequel « *chaque individu en poursuivant son intérêt est amené à remplir une fin qui n'entre nullement dans ses intentions*».

Le texte de Levitt (1958) qui s'inscrit dans la même perspective se différencie par deux aspects. Tout d'abord, contrairement à Friedman (1970), Levitt (1958) n'évoque pas l'argument de la structure de propriété de l'entreprise privée et de la relation d'agence. Ensuite ce texte est plus insistant sur les conséquences de la poursuite de buts sociétaux par les dirigeants sur la société dans un sens plus large. Ces conséquences ne peuvent selon lui être que désastreuses pour la communauté. En effet, selon Levitt (1958), la doctrine de la RSE constitue un retour en arrière pour la société[47] car elle met en danger les acquis de la démocratie et de la liberté. Pour lui, la RSE s'impose comme un mode de pensée unique et menace par conséquent le pluralisme et la liberté de pensée. Levitt rappelle que « *le capitalisme ne peut prospérer que dans un environnement de démocratie politique et de liberté personnelle* ». Or, cet environnement nécessite selon lui une « *société pluraliste dans laquelle il y a division, et non pas centralisation, du pouvoir ; une variété, et non pas unanimité, d'opinion ; et une séparation, et non pas unification, des fonctions politiques, sociales et spirituelles* » (*Ibid*., p.44). La prise en charge de projets sociaux, culturels ou de charité par les entreprises privées constitue selon levitt plusieurs dangers pour la société, principalement : celui de lui imposer une vision étroite des choses et une idéologie unique. Levitt n'hésite pas à comparer les entreprises privées qui s'investissent dans des projets philanthropiques et sociétaux aux églises médiévales.

[47] Dans son texte, Levitt (1958) parle spécifiquement du cas des Etats-Unis et de la société américaine.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ensuite, comme Friedman (1970), Levitt (1958) rappelle que le rôle de l'entreprise est de faire des profits, le maximum de profits, tandis que c'est le rôle de l'Etat de s'occuper du bien commun. Or, la doctrine de la RSE propose aux entreprises privées de se substituer à l'Etat, ce qui constitue selon l'auteur une nouvelle forme de féodalisme. Levitt insiste particulièrement sur l'importance des principes de la séparation des fonctions et du pluralisme qui sont, selon lui, les seuls garants de l'intérêt collectif. Il considère que chaque institution doit jouer son rôle, il faut donc laisser l'entreprise faire du profit, les syndicats de travailleurs défendre les conditions de travail des employés et l'Etat représenter le peuple. « *Le bien commun et la société ne sont pas l'affaire des entreprises. Leur rôle c'est de faire de l'argent, pas de la musique douce* » (Levitt, 1958 : 47). Pour atteindre leurs objectifs, les entreprises privées doivent donc se concentrer sur la maximisation des profits et laisser le gouvernement faire son travail. C'est de cette façon que l'entreprise peut contribuer au bien être collectif puisque « *dans un système de libre entreprise, le bien commun est supposé être automatique ; et lorsque ce n'est pas le cas, il devient l'affaire de l'Etat* » (*Ibid*., p.47).

La conclusion de Levitt, comme celle de Friedman est sans appel : l'entreprise privée a pour principal objectif de créer le maximum de profit et n'a pas vocation à prendre en compte les intérêts de parties prenantes autres que les actionnaires. L'avis contraire représente pour eux un danger pour l'entreprise elle-même et pour la société entière.

Cette perspective contribue ainsi à défendre la vision actionnariale de l'entreprise et à renforcer le message de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence selon lesquelles l'entreprise privée doit être gérée dans le seul intérêt de ses actionnaires. De l'autre côté, la vision partenariale de la firme défend le message contraire.

2.1.2 La vision partenariale de la firme

Par vision partenariale, nous désignons l'ensemble des approches selon lesquelles l'entreprise doit ou a intérêt à prendre en compte les attentes d'un ensemble de parties prenantes qui dépasse le cercle des actionnaires. Les parties prenantes désignent toute partie ayant un intérêt dans l'entreprise ou touchée par les activités de celle-ci. C'est la traduction du terme anglais « *stakeholder* » qui ressemble à quelques lettres près au terme « *stockholder* » ou encore à celui de « *shareholder* » désignant l'actionnaire. Cette ressemblance entre les deux termes n'est pas fortuite selon Goodpaster (1991) et Freeman (1999). En effet, le choix du terme *stakeholder* pour désigner les parties prenantes se serait fait précisément pour mettre l'accent sur le terme *stockholders* (Freeman, 1999). Le terme *stakeholder* aurait été inventé au début

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

des années 1960 délibérément pour jouer avec le terme *stockholder* dans le but d'indiquer qu'il y a d'autres parties qui ont un intérêt dans les décisions prises par les grandes entreprises modernes (Goodpaster, 1991).Il n'en reste pas moins que l'association des deux mots qui composent le terme *stakeholder* convient bien puisque *stake* signifie intérêt alors que *holder* peut être traduit par détenteur ou tenant. On pourrait ainsi traduire *stakeholder* par « partie intéressée » ou par « ayant droit » (Mercier, 2006). Cependant les traductions les plus fréquemment rencontrées du terme sont « parties prenantes » ou « partenaires » (Charreaux & Desbrières, 1998).

Il est important de noter qu'à l'intérieur même de ce que nous appelons « vision partenariale», il est possible de distinguer plusieurs approches allant de celles qui s'inscrivent dans une tradition éthique à celles qui s'inscrivent dans une tradition purement stratégique. Dans la tradition éthique, la prise en compte des intérêts des parties prenantes se fait dans une perspective désintéressée, elle relève simplement d'une obligation déontologique pour l'entreprise. Dans la tradition stratégique en revanche, la prise en compte des intérêts des parties prenantes relève d'une instrumentalisation, d'un calcul stratégique visant une meilleure performance de l'entreprise.

La définition des parties prenantes dont l'entreprise doit se préoccuper dépend donc fortement de l'approche adoptée. Nous pouvons distinguer des définitions larges des parties prenantes et d'autres plus étroites. Comme définition large, nous pouvons retenir la définition classique de Freeman (1984) selon lequel les parties prenantes désignent « *tout groupe ou individu qui peut affecter ou être affecté par l'accomplissement des objectifs de l'organisation* » (Freeman, 1984 : 46). En comparaison, la définition du Stanford Research Institute (1963) selon laquelle les parties prenantes sont « *ces groupes qui sont vitaux pour la survie et le succès de l'entreprise* » est beaucoup plus restrictive (SRI, 1963 ; cité dans Freeman, 1984).

Le concept de parties prenantes a donné son nom à la théorie portant le même nom. L'ouvrage de Freeman (1984) intitulé « *Strategic management : A Stakeholder Approach* » est considéré à l'origine de la diffusion de la théorie des parties prenantes (TPP) dans le domaine du management organisationnel. Donaldson et Preston (1995) ont recensé, à partir de la publication de ce livre, près d'une douzaine d'ouvrages et plus d'une centaine d'articles dont l'intérêt central se focalise sur le concept de parties prenantes (Donaldson et Preston, 1995 : 65).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cependant comme l'affirme Freeman (1999) lui-même, il n'est pas le premier à avoir utilisé le concept de parties prenantes dans l'analyse organisationnelle. Ce concept a en effet été évoqué dans des exposés plus anciens même si le terme utilisé différait de temps en temps du terme de *stakeholder* lui-même. Nous pouvons en effet retrouver des termes équivalents utilisés par d'autres auteurs comme Dodd (1932) qui parle de groupes autres que les actionnaires désignés par le terme « *constituencies* » ou encore Berle et Means (1932) qui parlent des autres individus pouvant être affectés par les activités de l'entreprise. La notion de parties prenantes est également présente chez Ansoff (1968) et Pfeffer et Salancik (1978) qui utilisent le terme « *interest groups* » pour désigner les partenaires dont l'entreprise dépend pour réaliser ses objectifs.

Comme nous l'avons mentionné plus haut, la vision partenariale a été approchée à partir de différents angles allant de l'éthique à l'instrumentalisation. Pour certains auteurs comme Goodpaster (1991) et Donaldson et Preston (1995), ce mélange de perspectives rend l'analyse partenariale et par conséquent la TPP floue et imprécise. Goodpaster (1991) est parmi les premiers auteurs à attirer l'attention sur les approches opposées que peut contenir le terme « *stakeholder analysis* ». Ce terme englobe à la fois « *l'approche stratégique* » qui « *prête attention aux parties prenantes qui peuvent affecter les intérêts économiques* » et « *l'approche multi-fiduciaire » qui « considère les parties prenantes séparément de leur influence instrumentale, économique et légale* » (Goodpaster, 1991 : 62). La première se concentre sur les affaires sans se préoccuper de l'éthique alors que la deuxième se focalise sur l'éthique et oublie les affaires. De leur côté, Donaldson et Preston (1995) distinguent trois utilisations de la TPP : descriptive/empirique, instrumentale et normative. Dans la perspective descriptive/empirique, « *la théorie est utilisée pour décrire, et parfois expliquer des comportements et des caractéristiques spécifiques de l'entreprise* ». Dans le volet instrumental, elle « *est utilisée pour identifier les rapports ou l'absence de rapport entre le management des parties prenantes et l'accomplissement des objectifs traditionnelles de l'entreprise (par exemple la profitabilité ou la croissance)*». Enfin, dans le volet normatif, « *la théorie est utilisée pour interpréter le rôle de l'entreprise, intégrant l'identification des directives morales et philosophiques pour conduire et gérer les entreprises* » (*Ibid*., p.70-71).

Dans les paragraphes suivants, nous nous intéressons particulièrement aux visions normative et instrumentale des parties prenantes. Ces deux visions débouchent en effet sur des justifications totalement différentes de la RSE. Tandis que la première encourage à la prise en compte de toutes les parties prenantes qui peuvent être affectées par l'entreprise, la deuxième

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

suggère de ne se préoccuper que de celles qui peuvent potentiellement impacter les intérêts de l'entreprise et de ses actionnaires.

2.1.2.1 La vision partenariale normative

La vision normative des parties prenantes repose généralement sur des arguments d'ordre moral et philosophique. Elle s'oppose nettement à la vision actionnariale à l'égard à la primauté des actionnaires dans la gestion de l'entreprise privée. Elle s'oppose également à la vision partenariale instrumentale dans le sens où la justification de la prise en compte des intérêts des parties prenantes ne repose pas sur l'amélioration de la performance de l'entreprise. La vision normative suggère que l'entreprise sert les intérêts de toutes les parties prenantes sans exception ni contrepartie. Les principaux ancrages idéologiques de cette vision sont empruntés à la théorie du contrat social et à la théorie de la justice. D'autres approches s'appuient sur un raisonnement juridique.

Certains défenseurs de la vision normative évoquent en effet l'argument de l'existence d'un contrat social pour justifier l'obligation des dirigeants envers les différentes parties prenantes de l'entreprise. Dans une conférence à la Harvard Business School en 1969, Henry Ford fait allusion à ce contrat qui lie les hommes d'affaires aux membres de la société : « *les termes du contrat entre l'entreprise et la société sont en train de changer […] Aujourd'hui, on nous demande de servir un champ plus large de valeurs humaines et d'accepter un engagement envers des membres du public avec lesquels nous n'avons pas de transactions commerciales* » (cité dans Donaldson, 1982 : 36). Le concept de contrat social est emprunté à la théorie politique du contrat social promue par des philosophes comme Thomas Hobbes, John Locke et Jean-Jacques Rousseau.

Ces philosophes ont tenté d'imaginer la vie sociale en l'absence d'un Etat et quelles conditions seraient posées par les citoyens pour accepter de former un gouvernement. La théorie du contrat social apporte ainsi une réponse à ces questions et permet de justifier l'existence de l'Etat. Elle permet de comprendre pourquoi un peuple préfère vivre sous le contrôle d'un gouvernement qui leur impose des impôts et qui les oblige de se soumettre à ses lois. Le concept de contrat social désigne un accord implicite entre la société et l'Etat à travers lequel la société s'engage à reconnaître l'existence de l'Etat et à accepter son autorité à condition que ses représentants servent les intérêts de la société. Ce contrat donne lieu à des obligations réciproques entre les membres de la société et l'Etat. Il permet donc à l'Etat de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

punir un citoyen qui ne respecte pas les lois et au peuple de renverser un gouvernement qui piétine ses droits ou qui agit négativement sur le bien-être social.

Ce concept constitue une piste pour analyser le rapport entre la société et l'entreprise : « *Si le contrat politique sert pour justifier l'existence de l'Etat, alors le contrat d'entreprise doit, par équivalence dans le raisonnement, servir pour justifier l'existence de la firme* » (Donaldson, 1982 : 37).

Pour Donaldson (1982) l'argument libéral qui justifie l'existence de l'entreprise par la production de biens et services utiles aux citoyens et par sa contribution à la richesse de la nation n'est pas suffisant. La création de richesse ne doit pas faire oublier d'examiner le processus à travers lequel cette richesse est créée ni les externalités négatives engendrées. Pour étayer son argument Donaldson prend l'exemple d'un réacteur d'énergie nucléaire : le fait qu'il génère de l'électricité est quelque chose de tout à fait positif, cependant cela ne doit pas faire oublier la possibilité d'accidents graves, les problèmes de stockage des déchets nucléaires ainsi que tous les effets négatifs qui y sont liés (T Donaldson, 1982). De même pour l'entreprise, pour justifier son existence, il convient de prendre une image globale de ses effets. *« Nous ne devons pas considérer juste sa capacité à produire de la richesse, mais plutôt tout l'éventail de ses effets sur la société : ses tendances à polluer ou à causer des dommages aux employés, ou alternativement, ses tendances à aider les employés en leur offrant du travail et à créer d'autres bénéfices pour la société* » (Donaldson, 1982: 38).

L'éthique des affaires emprunte alors la théorie du contrat social pour construire une approche justifiant la prise en compte des parties prenantes par l'entreprise. De même que les philosophes politiques, les tenants de l'approche partenariale normative imaginent une société où il n'existe que des entreprises individuelles. Les membres de cette société commencent à s'interroger sur les conditions acceptables pour autoriser la création d'une grande entreprise. La solution consiste en un contrat implicite entre les membres de la société et l'entreprise qui accorde à celle-ci le droit d'exister en échange d'un certain nombre de bénéfices pour la société. C'est donc à travers ce contrat social que les entreprises ont des obligations éthiques envers les membres de la société. Donaldson (1982) précise que ce contrat « *ne représente pas un ensemble d'obligations formellement spécifiées, mais plutôt un ensemble d'engagements abstraits. Un contrat social pour l'entreprise, s'il existe, n'est pas un contrat écrit dans le monde réel, mais une abstraction métaphysique* » (*Ibid*., p.36).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

En garantissant à l'entreprise la possibilité d'exister, les membres de la société l'autorisent à utiliser les ressources naturelles et de recruter parmi eux des employés. Les membres de la société devraient au minimum demander en échange que les bénéfices résultant de cette autorisation excèdent les préjudices (Donaldson, 1982 : 44). L'entreprise devrait alors améliorer le bien-être de la société en augmentant les avantages et en diminuant les inconvénients. En outre, elle doit veiller à rester « *dans les limites des canons généraux de la justice* » (*Ibid*., p.53). Le contrat social oblige alors l'entreprise à agir de telle manière qu'elle améliore le bien-être social tout en respectant les normes de la justice. Cela implique au minimum selon Donaldson d'« *éviter la fraude et la tromperie […], de respecter les employés comme être vivants […], et d'éviter toute pratique qui détériore la situation d'un groupe donné de la société* » (*Ibid*., p.53).

Cette approche permet ainsi de justifier la doctrine de la RSE qui encourage les dirigeants d'entreprise à contribuer au bien commun, à respecter l'environnement écologique et à bien traiter leurs salariés, leurs fournisseurs, leurs clients ainsi que tout groupe pouvant être touché de près ou de loin par les activités de l'entreprise. A travers cette approche la liste des parties prenantes légitimes s'allonge pour atteindre même les générations futures. Toutes ces parties prenantes ont un droit à être écoutées et respectées par l'entreprise privée qui repose sur les concepts de justice et de contrat social.

La gestion de l'entreprise dans l'intérêt de multiples parties prenantes est également défendue selon une logique juridique. Il s'agit principalement de l'approche représentée par Berle et Means (1932) et Dodd (1932 ; 1935).

L'analyse de la grande firme moderne amène ces auteurs à se poser des questions sur la légitimité de la gestion de celle-ci selon les seuls intérêts de ses actionnaires. Leurs exposés s'appuient en particulier sur deux points : la remise en cause de la qualité de propriétaire pour les actionnaires des firmes managériales et les effets engendrés par l'entreprise sur son environnement.

Après avoir décortiqué les attributs et les caractéristiques des grandes firmes modernes dans les trois premiers livres, Berle et Means (1932) commencent le quatrième avec la question suivante : « *dans quels intérêts la grande société anonyme (qui représente aujourd'hui une large proportion de la richesse industrielle) doit-elle être gérée ?* » (*Ibid.*, p.293). Pour Berle et Means, la vision traditionnelle qui consiste à dire que l'entreprise doit être conduite dans l'intérêt de ses actionnaires et que c'est à eux que revient tout le profit réalisé n'est pas

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

satisfaisante. Ils expliquent que cette vision qui repose sur la logique traditionnelle de la propriété convient aux anciennes formes d'entreprise mais ne peut plus s'appliquer au cas de la firme managériale. Pour eux, « *l'argument légal est largement historique* » et n'a pas su évoluer avec les changements qui ont accompagné la naissance de la firme managériale (*Ibid*., p.294). Cette conception provient, selon Berle et Means, des protections légales qui permettent à tout propriétaire d'un bien d'en avoir la pleine utilisation et de disposer de tout profit ou plus-value qu'il génère. Ainsi, le propriétaire d'une entreprise est considéré propriétaire à la fois de l'entreprise, de ses actifs et des profits qu'elle génère. Le raisonnement a été prolongé au cas des entreprises gérées par plusieurs associés et par la suite au cas de la firme managériale.

Ce raisonnement ne tient cependant plus, selon Berle et Means, pour les grandes firmes modernes caractérisées par un capital dispersé entre les mains d'un grand nombre d'investisseurs qui n'exercent pas eux-mêmes de contrôle sur l'entreprise. Pour eux, l'approche traditionnelle de la propriété de l'entreprise de l'ancienne époque repose sur deux justifications: 1) la prise de risque pour la richesse précédemment accumulée ; 2) la gestion individuelle et la responsabilité de l'entreprise. « *Cependant dans les firmes modernes, ces deux propriétés ne sont plus liées au même individu ou groupe* » (*Ibid*., p.297). L'actionnaire est devenu un « *fournisseur de capital* », un « *pur et simple preneur de risque* » pendant que les responsabilités et autorité sont exercées par les managers. Berle et Means s'interrogent alors : « *Ne devons-nous pas par conséquent reconnaître qu'il ne s'agit plus de propriété selon le sens ancien du terme ? Est-ce que la logique traditionnelle de la propriété s'applique toujours ?[…]*». Pour eux, l'abandon du contrôle de la firme par ses actionnaires change toute la donne par rapport au cas des entreprises traditionnelles.

Il existe deux formes de propriété selon Berle et Means : une propriété active et une propriété passive. La propriété active consiste en l'exercice du pouvoir dans une entreprise par un individu ou un groupe qui assume des responsabilités. La propriété passive consiste pour un individu à avoir des droits sur une entreprise sans avoir pour autant de responsabilité et de pouvoir effectif. Dans les anciennes entreprises, les deux formes de propriété étaient liées et l'on pouvait alors parler de propriété privée. Pour les entreprises modernes, la forme de la propriété a changé en devenant une propriété passive uniquement (*Ibid*., p.305).

Ce changement ne prive néanmoins pas les actionnaires de tous leurs droits. Berle et Means reconnaissent que les actionnaires jouent un rôle important et qu'ils doivent donc être compensés pour leur fonction de « *fournisseur de capital* » et de « *preneur de risque* ».

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cependant, ils ne devraient pas pour autant disposer de tout le profit de l'entreprise, ils devraient juste être payés suffisamment pour compenser leur prise de risque et pouvoir compter sur eux en cas d'augmentation du capital. La logique est la même que pour les employés qui doivent être assez payés pour le risque qu'ils encourent et pour s'assurer qu'ils continuent à travailler. Berle et Means considèrent que les actionnaires doivent être rétribués juste à hauteur de leur risque : « *seul un rendement sur capital équitable doit être distribué aux 'propriétaires'* » (*Ibid*., p.302). Cependant, la solution consistant à distribuer le reste à ceux qui exercent le contrôle ne leur paraît pas non plus la meilleure, elle est considérée « *également suspecte* ». Les dirigeants n'ont pas non plus la légitimité de s'attribuer les surprofits réalisés.

Berle et Means finissent par dire qu'ils rejoignent la thèse défendue par Walter Rathenau qu'ils citent dans l'introduction de leur dernier chapitre intitulé « *le nouveau concept de la firme* ». Cette thèse soutient que les firmes modernes sont devenues des institutions qui jouent un rôle semblable à celui de l'Eglise à l'époque médiévale ou à celui de l'Etat dans la société contemporaine. La dispersion du capital entre les mains de milliers d'actionnaires, la dépersonnalisation de la propriété et la concentration du pouvoir économique ont transformé selon eux la nature de la firme. Elle est devenue une institution qui demande à être analysée « *non pas comme une entreprise mais comme une organisation sociale* » (*Ibid*., p.309). Une telle organisation caractérisée par autant de pouvoir et autant d'intérêts divers pose selon eux la question de la régulation de ce pouvoir et de la protection des différents intérêts. Ce pouvoir devrait donc être exercé dans l'intérêt des individus qu'il affecte (Berle & Means, 1932). Ainsi, Berles et Means présagent « *le développement d'une pression sociale demandant que le pouvoir soit utilisé au profit de tout concerné* » (Berle & Means, 1932 : 309). Ils reconnaissent néanmoins que la conciliation entre une multitude de groupes d'intérêts n'est pas facile, les cours de justice devront selon eux faire des choix entre les différentes théories légales mais elles doivent savoir les justifier. Dans leur perspective, il est alors concevable que « *le 'contrôle' des grandes firmes conduise au développement d'une technocratie neutre équilibrant les revendications des différents groupes de la communauté et attribuant à chacun une portion des bénéfices sur la base d'une politique publique plutôt que de la cupidité privée* » (*Ibid*., p.312-313).

Sans utiliser les termes de parties prenantes ou de responsabilité sociale, Berle et Means (1932) proposent une analyse profonde des enjeux liés à la doctrine de la RSE et de la

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

gouvernance des parties prenantes de la firme. Cette analyse n'est cependant pas celle qui a fait la célébrité de leur ouvrage.

L'exposé de Dodd (1932) s'appuie également sur les transformations caractérisant les firmes managériales et leurs impacts sur la notion traditionnelle de propriété. Bien qu'écrit à la même époque que le texte de Berle et Means, celui de Dodd utilise le terme de responsabilité sociale pour désigner la conduite de l'entreprise dans les intérêts de groupes autres que les actionnaires (qu'il désigne par le terme « *constituencies* »). Dodd (1932) souligne que l'évolution des formes d'entreprise a largement modifié les principes selon lesquels l'entreprise était considérée comme la propriété de ses investisseurs. Pourtant, les règles légales n'ont pas évolué et continuent à défendre que la firme doit être gérée dans l'intérêt de ses actionnaires. Pour lui, le principe de propriété qui motive cette vision actionnariale n'est plus adapté car il n'a plus le même sens qu'à l'époque où toutes les entreprises étaient gérées par ses propriétaires (Dodd, 1932 : 1149). « *Notre système économique actuel, dans lequel nos entreprises les plus importantes sont détenues par des investisseurs qui ne prennent pas part dans leur gestion- les propriétaires absents qui dans la plupart des cas n'ont jamais vu la propriété de laquelle ils tirent leurs profits- transforme matériellement la situation* » (*Ibid*., p.1153). Ces « *propriétaires absents* » qui n'ont plus aucun contact avec l'entreprise et dont le seul intérêt est de percevoir un dividende ne peuvent pas être considérés comme propriétaires selon le sens traditionnel du terme (Dodd, 1932).

L'auteur constate qu'il y a une demande sociale pour redéfinir le rôle de l'entreprise dans la société : « *nous sommes en train de vivre un changement substantiel dans notre opinion publique concernant les obligations de l'entreprise envers la communauté* » (*Ibid*., p.1153). Ce changement vient selon lui des hommes d'affaires eux-mêmes qui se posent des questions sur leur rôle ; il cite l'exemple d'Owen D. Young, un ancien juriste devenu par la suite le dirigeant de General Electric. Ce dernier affirme que « *les managers ne sont plus les avocats des actionnaires ; ils sont devenus les représentants d'une institution* ». Young distingue trois groupes de personnes qui ont un intérêt dans cette institution : les actionnaires, les salariés et les clients ainsi que le public de manière générale.

Cependant, selon Dodd (1932), même si les managers des grandes firmes managériales décident d'« *adopter et de diffuser l'opinion selon laquelle ils sont les gardiens de tous les intérêts que l'entreprise affecte et pas simplement les serviteurs de ses propriétaires absents* », ils risquent de se heurter à des oppositions (*Ibid*., p.1157). Tant que la loi continue à considérer que les dirigeants sont les agents des actionnaires et que l'entreprise a pour but

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

de maximiser leur profit, les pratiques ne pourront pas évoluer. Dodd (1932) fait référence au procès ayant opposé les frères Dodge à Henry Ford en 1919[48]. A l'origine de ce procès, se trouve la décision de Henry Ford à la suite de la réalisation de profits très importants par l'entreprise Ford de ne pas tout distribuer sous forme de dividende. Son souhait était de partager les bénéfices avec le plus grand nombre possible de personnes principalement par la baisse des prix de vente des véhicules, la réinjection d'une partie des profits dans l'entreprise et le recrutement d'un plus grand nombre d'employés. N'ayant pas approuvé cette décision, les frères Dodge, actionnaires de l'entreprise à hauteur de 10% du capital, avaient saisi la justice qui avait fini par leur donner raison. La Cour avait statué que l'entreprise devait être conduite dans le profit de ses actionnaires.

Dodd considère que la situation légale ne correspond pas au changement du contexte des affaires et aux demandes de l'opinion publique. Or, l'évolution de la loi est nécessaire si l'on souhaite protéger les intérêts des différents groupes affectés par l'entreprise. Dans son texte de 1935, Dodd aborde plus clairement la question de la nécessité d'une régulation plus adéquate pour encadrer les grandes entreprises. Le système capitaliste caractérisé par l'accroissement du pouvoir et la concentration de la richesse entre les grandes firmes privées pose un problème majeur, celui de la protection de la communauté. La question se pose selon lui surtout pour les « *tranches de la communauté composées de personnes autres que les capitalistes de base* », c'est à dire pour les travailleurs et les consommateurs (Dodd, 1935 : 194). Une régulation lui paraît importante dans la mesure où les pouvoirs entre les groupes d'intérêt sont déséquilibrés. En conséquence, la loi devrait selon Dodd aider les plus faibles d'entre eux qui sont généralement les employés et les consommateurs.

Ainsi, la justice reste le principal argument de l'approche partenariale normative. Pour équilibrer les intérêts des différents groupes, les managers des entreprises modernes devraient, selon cette approche, être les agents de toutes les parties prenantes affectées par son fonctionnement et non pas les seuls agents des actionnaires. Certains auteurs comme Hill et Jones (1992) parlent alors de la théorie de l'agence élargie ou étendue. Cependant, contrairement aux défenseurs de l'approche partenariale normative, Hill et Jones (1992) proposent d'étendre la liste des ayant-droits uniquement aux membres de la société qui ont une relation d'échange avec l'entreprise. Cela place, par conséquent, cette perspective plutôt du côté de l'approche partenariale instrumentale.

[48] L'article de Mercier (2006) revient avec plus de détails sur cette affaire.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.1.2.2 La vision partenariale instrumentale

La vision instrumentale des parties prenantes a émergé bien avant la parution du livre de Freeman (1984) considéré comme fondateur de la théorie des parties prenantes. Le concept de parties prenantes a en effet été d'abord souligné en management stratégique. Le premier auteur en gestion à intégrer les parties prenantes dans sa définition des objectifs organisationnels serait en effet Ansoff en 1968 (Mercier, 2006). Son analyse encourage à identifier les parties prenantes en lien direct avec l'entreprise et à les prendre en compte dans les réponses stratégiques de l'entreprise, le but étant d'arriver à concilier et à satisfaire les intérêts contradictoires qui peuvent en émaner. Une dizaine d'années plus tard, c'est au tour de Pfeffer et Salancik (1978) de souligner l'importance d'intégrer les parties prenantes dans la réflexion stratégique. Selon eux, l'importance des parties prenantes est liée à leur pouvoir de contrôler les ressources stratégiques nécessaires aux organisations. Ces ressources peuvent représenter aussi bien des ressources physiques ou financières que des ressources intangibles comme l'information ou la légitimité sociale. Pfeffer et Salancik expliquent qu'une organisation peut être amenée à répondre aux attentes de ses parties prenantes externes dans la mesure où « *pour continuer à fournir à l'entreprise ce dont elle a besoin, les groupes ou organisations externes peuvent lui demander en contrepartie certaines actions*» (Pfeffer et Salancik, 1978 : 44).

Selon la perspective stratégique, les parties prenantes sont donc plutôt perçues comme des contraintes qu'il faut gérer pour atteindre les objectifs de l'entreprise. Il s'agit néanmoins d'une avancée dans la conception de la firme dans le sens où le nombre de parties prenantes prises en compte dans les décisions augmente. Cette évolution découle en particulier de la prise de conscience de l'effet que peuvent avoir certaines parties prenantes sur l'entreprise.

En effet, avec l'évolution du contexte économique et organisationnel, la conception de l'entreprise et de son environnement a changé. La stratégie de l'entreprise ne peut plus être envisagée sans faire référence aux parties prenantes. Dans un premier temps, l'attention se focalise principalement sur les investisseurs, les fournisseurs, les employés et les clients. De simples facteurs de production dans la conception classique *input-output* de l'entreprise (figure 21), ces derniers ont gagné le statut de parties prenantes (Donaldson & Preston, 1995). Cette évolution correspond à l'attribution d'un sens double aux relations qu'entretiennent ces parties prenantes avec la firme (schématisées par les flèches doubles dans la figure (22). Dans un second temps, le nombre de parties prenantes a augmenté, ces dernières correspondent alors à « *toutes les personnes ou groupes ayant des intérêts légitimes dans l'entreprise* »

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

(Donaldon et Preston, 1995 : 68). Ces dernières peuvent être représentées par les gouvernements, les groupes politiques, les communautés ou encore les associations commerciales (Figure (22). Pour Freeman (1984), les parties prenantes de l'entreprise incluent : « *les fournisseurs, les clients, les employés, les actionnaires, la communauté, aussi bien que les dirigeants en tant que agents pour tous ces groupes* ».

Figure 21: Le modèle « input-output » de la firme (d'après Donaldson et Preston, 1995)

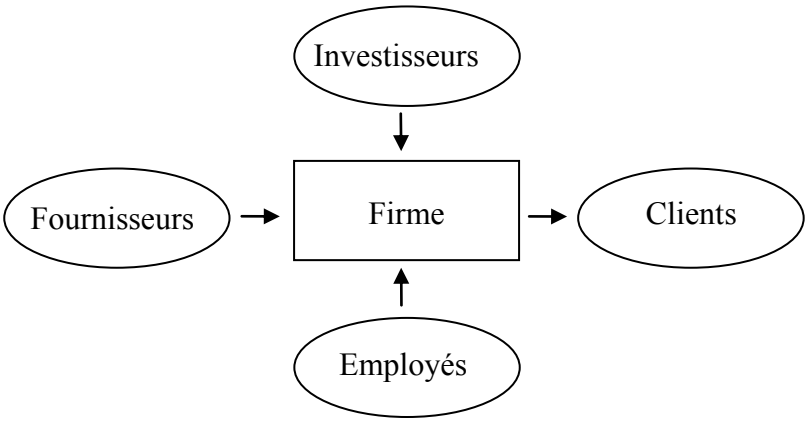
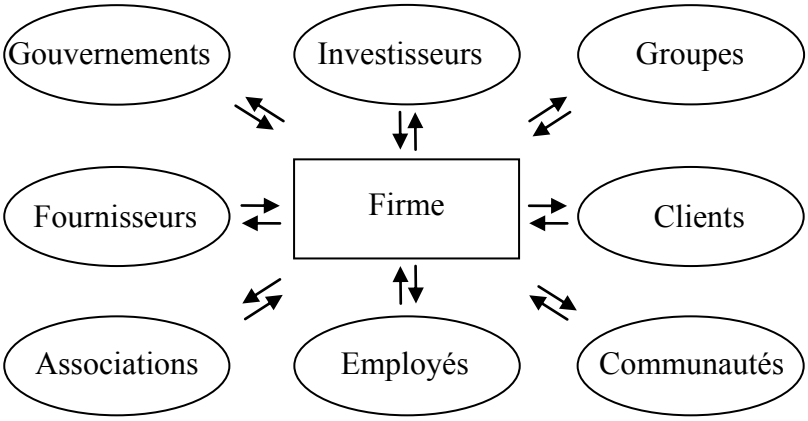


Figure 22: Le modèle parties prenantes de la firme (d'après Donaldson et Preston, 1995)



Le concept de parties prenantes est aujourd'hui un concept clé dans l'analyse stratégique. Les managers apprennent dès les bancs de l'école l'importance d'identifier les parties prenantes et leurs attentes afin de déterminer et d'évaluer la stratégie de l'entreprise. Comme nous pouvons le lire dans le manuel de management stratégique de Johnson, Scholes et Fréry

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(2002), « *peu d'individus détiennent assez de pouvoir pour déterminer la stratégie d'une organisation de manière unilatérale. Cependant, chacun partage le plus souvent un certain nombre d'attentes avec d'autres acteurs. […]. Cela concerne également des acteurs externes – banquiers, investisseurs institutionnels, clients, fournisseurs, actionnaires, syndicats, etc. – qui généralement cherchent à influencer la stratégie de l'organisation par l'intermédiaire des parties prenantes internes*» (*Ibid*., p.259).

Accorder de l'intérêt aux parties prenantes influentes sur l'entreprise devient dès lors une question de bon sens pour un gérant d'entreprise. Il n'est donc pas étonnant de voir les dirigeants d'entreprises managériales enclins à satisfaire les attentes de parties prenantes autres que les actionnaires. De plus, en veillant à répondre à ces attentes, ils ne font que jouer leur rôle de parfait « agent » cherchant à accroître les performances de la firme. A partir de là, que cela s'appelle « responsabilité sociétale», « de la philanthropie » ou autre chose, les managers n'ont plus de souci à avoir vis-à-vis de leurs mandataires.

L'idée de l'instrumentalisation de la responsabilité sociétale remonte d'ailleurs à une époque encore plus ancienne que les premiers textes en stratégie sur les parties prenantes. Comme nous pouvons le lire dans Heald (1970) ou Dodd (1932), la conduite d'une politique sociale par les chefs d'entreprises américains du début du siècle XXe était encouragée pour les effets positifs qu'elle peut avoir sur la performance économique de la firme. Ainsi, Heald (1970) explique que la religion et la philanthropie n'étaient pas les seules motivations des dirigeants américains à l'amélioration des conditions sociales au début du XXe siècle. D'autres considérations se cachaient derrière les politiques sociales mises en place comme par exemple : la volonté d'attirer des employés, ou encore celle de résister à l'intrusion des syndicats, ou encore celle de prévenir les mouvements sociaux. Selon Heald, il est évident qu'à cette époque « *un grand nombre d'employeurs croyaient que des communautés et des conditions de travail saines étaient économiquement, aussi bien que moralement souhaitables* » (Heald, 1970 : 16).

De même, Dodd (1932) affirme qu'à son époque l'idée d'améliorer les conditions sociales des employés n'était pas partagée uniquement par les opposants au système capitaliste mais également par plusieurs conservateurs et défenseurs du capitalisme. En effet, certains d'entre eux, pensaient de même que se préoccuper de la sécurité des employés est une condition nécessaire pour que le capitalisme survive et atteigne ses objectifs. Dodd souligne que beaucoup d'entre eux considèrent en effet que « *des salaires élevés et une sécurité économique pour les employés ont surtout tendance à augmenter les profits des actionnaires,*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

dans la mesure où ils tendent à augmenter la consommation des choses que les entreprises produisent » (Dodd, 1932 : 1152).

Les travaux en management stratégique sur les parties prenantes sont par la suite venus structurer ce type de réflexion et leur donner un cadre d'analyse. Les travaux en théorie des parties prenantes instrumentale ont surtout tenté de fournir des méthodes pour identifier les parties prenantes de l'entreprise et les hiérarchiser afin de faciliter leur analyse (Carroll & Buchholtz, 2000 ; Clarkson, 1995 ; Freeman, 1984 ; Weiss, 1994). Leur principal objectif est de cerner les attentes des parties prenantes et de mesurer leurs impacts sur l'entreprise afin de décider de la stratégie optimale à l'égard de chacune d'entre elles.

Parmi les typologies des parties prenantes proposées dans la littérature, celle de Clarkson (1995) est considérée parmi les plus pertinentes ; elle a par ailleurs été reprise par plusieurs autres auteurs (Freeman, Harrison, & Wicks, 2007 ; Kochan & Rubinstein, 2000 ; Mitchell, Agle, & Wood, 1997). Clarkson (1995) propose de classifier les parties prenantes qui ont des intérêts, des droits ou des revendications similaires dans les mêmes groupes et de distinguer ensuite entre les parties prenantes primaires et secondaires. Un groupe de parties prenantes primaires est un groupe « *sans la continuité de la participation duquel, l'entreprise ne peut pas survivre normalement* ». Il s'agit des actionnaires, des employés, des clients, des fournisseurs et des pouvoirs publics. (Clarkson, 1995 : 106). Les groupes de parties prenantes secondaires sont ceux qui « *influencent ou affectent, ou qui sont influencés ou affectés par, l'entreprise sans être engagés dans des transactions avec l'entreprise et ne sont pas essentiels à sa survie* » (Idem. : 107). L'exemple donné par Clarkson est celui des médias. Ces derniers ont une influence importante sur l'entreprise dans le sens où ils ont la capacité de mobiliser l'opinion publique en sa faveur ou contre elle. Cependant, ils n'ont pas de relation de transaction et ne sont pas essentiels à la survie de l'entreprise. Clarkson rappelle ainsi que les parties prenantes secondaires peuvent causer des dommages à l'entreprise.

Clarkson (1995) recommande que l'entreprise fasse en sorte que toutes ses parties prenantes primaires soient satisfaites de manière à s'assurer de les maintenir dans le « *système des parties prenantes de l'entreprise* » (Idem. : 109). Ce faisant, ils assurent également la continuité du fonctionnement de l'entreprise en réduisant les risques pour l'avenir.

La satisfaction des parties prenantes exprime, selon Clakson (1995), le degré de responsabilité des managers envers elles et permet ainsi d'évaluer la posture stratégique de l'entreprise envers les parties prenantes. Clarkson (1995) fait en effet un lien direct entre la notion de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

responsabilité sociale et la notion de parties prenantes. Plus précisément, il considère la relation avec les parties prenantes comme la traduction concrète de la notion de performance sociale de l'entreprise dont les définitions originelles sont insatisfaisantes. Pour Clarkson (1995), les notions de « *PSE, RSE1 et RSE2 n'ont pas de sens clair et restent des construits insaisissables* » (Idem. : 92). Plus loin, il ajoute que la confusion des définitions de ces notions résulte directement de l'imprécision de l'adjectif « social » associé aux termes performance ou responsabilité. Le terme responsabilité sociale de l'entreprise englobe alors tout et rien en même temps et n'exprime pas envers qui l'entreprise est responsable (Idem. : 102). Cette ambigüité compte, selon Clarkson, parmi les raisons qui amènent Friedman (1970) à dire : « *les débats autour de la responsabilité sociale de l'entreprise sont célèbres pour leur faiblesse analytique et leur manque de rigueur […]. La première étape vers plus de clarté dans l'examen de la doctrine de la responsabilité sociale de l'entreprise est de demander précisément ce que cela implique et pour qui ?*».

Clarkson (1995) suggère que c'est la théorie des parties prenantes qui fournit la réponse : l'entreprise ou plutôt ses managers reçoivent des demandes sociales qui émanent des parties prenantes. Il précise cependant qu'aucune entreprise ne peut être responsable de s'occuper de toutes les questions sociales ce qui rend nécessaire dans un premier temps de clarifier son périmètre d'action. Selon les termes de Clarkson : « *avant d'attribuer les responsabilités et avant de tenir les entreprises et leurs managers responsables des résultats de leurs actions, il est nécessaire de développer une méthode systématique permettant de déterminer ce qui constitue et ce qui ne constitue pas une question sociale pour l'entreprise* » (*Idem.*, p.103). En effet, d'après Clarkson, la plupart des questions ne correspondent pas à des questions sociales dans la mesure où elles ne concernent pas toute la société mais un ou quelques groupes de parties prenantes seulement. Pour lui, on ne peut parler d'enjeux sociaux que lorsqu'il existe une régulation ou une loi qui les encadre. En revanche, lorsque le problème concerne l'entreprise et un groupe particulier il s'agit d'un enjeu partenarial (*Idem.*, p.103).

Ainsi, il est plus judicieux, selon Clarkson, de parler d'enjeux partenariaux que d'enjeux sociaux lorsqu'il s'agit du comportement de l'entreprise envers ses parties prenantes. L'auteur propose d'ailleurs une liste de ce qu'il appelle « *les enjeux partenariaux typiques de l'entreprise* ». La liste est organisée en six principaux items correspondants aux cinq parties prenantes primaires auxquelles il ajoute l'entreprise. Pour chaque item, il propose un nombre d'enjeux ou de problèmes qui le concernent (voir tableau 16 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

L'auteur précise que sans être exhaustive cette liste d'enjeux est représentative des principaux problèmes identifiés par les entreprises étudiées. Ces enjeux sont déterminés pour leur capacité à affecter la performance de l'entreprise. C'est uniquement dans cette mesure qu'ils doivent être pris sérieusement en compte par les managers.

En effet, Clarkson considère que les enjeux éthiques, moraux ou déontologiques n'ont pas leur place dans l'évaluation des décisions des managers pour deux raisons. La première est que les décisions concernant les parties prenantes doivent être prises dans le but d'améliorer la performance de l'entreprise et non pas parce qu'elles sont socialement souhaitables. Selon lui, seuls comptent pour les managers la performance et le résultat de l'entreprise. La deuxième raison est que les motivations réelles des dirigeants ne peuvent pas être saisies à travers les études empiriques : « *que les décisions des dirigeants soient motivées par de l'intérêt personnel, du bon sens, ou de nobles normes de comportement éthique ne peut pas être déterminé par les méthodologies empiriques disponibles aujourd'hui* » (Idem. : 105).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 16: Les enjeux partenariaux de l'entreprise

(D'après Clarkson, 1995 : 101-102)

L'entreprise	***Les actionnaires***
- *histoire de l'entreprise* - *contexte industriel* - *structure organisationnelle* - *performance économique* - *environnement concurrentiel* - *mission ou objectif* - *codes de l'entreprise* - *systèmes de management des enjeux partenariaux et sociaux*	- *politique générale* - *communication et réclamations* - *défense des actionnaires* - *droits des actionnaires* - *autres questions liées aux actionnaires*
Les salariés	***Les consommateurs***
- *politique générale* - *bénéfices* - *compensations et récompenses* - *formation et développement* - *gestion de carrière* - *programmes d'assistance aux employés* - *programme de santé* - *absentéisme et rotation* - *congés et absences* - *relations avec les syndicats* - *démission* - *résiliations, licenciements et chômage* - *retraite* - *équité et discrimination* - *femmes au management et au conseil d'administration* - *prévoyance santé et logement* - *communication* - *médecine du travail et sécurité* - *mi-temps et intérim* - *autres questions liées aux ressources humaines*	- *politique générale* - *communication* - *défenses des consommateurs* - *réclamations des consommateurs* - *services spéciaux* - *autres questions liées aux consommateurs*
	Les fournisseurs
	- *politique générale* - *pouvoirs relatifs* - *autres questions liées aux fournisseurs*
	Le public
	- *santé publique, sécurité et protection* - *maîtrise de l'énergie et des matériaux* - *évaluation environnementale des projets importants* - *autres questions environnementales* - *implication dans la politique publique* - *relations avec la communauté* - *investissements sociaux et mécénat*

En revanche, les dirigeants doivent être évalués en fonction de leur posture stratégique vis-à-vis des parties prenantes primaires. Pour mesurer cette posture, Clarkson (1995) propose une échelle à quatre niveaux qu'il dénomme l'échelle RDAP (*Reactive Defensive Accomadative Proactive (RADP) Scale*) : R (ou niveau 1) correspond à « réactif » (*reactive*), D (ou niveau 2) correspond à « défensif » (*defensive*), A (ou niveau 3) correspond à « adaptatif » (*accomodative*) et P (ou niveau 4) correspond à « proactif » (*proactive*) (*Idem*., p.109).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Selon Clarkson, la posture permet d'évaluer le niveau de responsabilité de l'entreprise vis-à-vis de ses parties prenantes. Elle permet donc de définir et de mesurer la performance sociale de l'entreprise de manière plus claire (voir tableau 17).

Tableau 17 : l'échelle RADP (Réactif, Défensif, Adaptatif, Proactif)

(d'après Clarkson, 1995)

Niveau (*rating*)	Posture ou stratégie	Performance
Réactif	Nier la responsabilité	Faire moins que le nécessaire
Défensif	Admettre la responsabilité mais lutter contre	Faire le minimum nécessaire
Adaptatif	Accepter la responsabilité	Faire tout le nécessaire
Proactif	Anticiper la responsabilité	Faire plus que nécessaire

Cette évaluation permet de situer le niveau de risque de l'entreprise par rapport à l'insatisfaction et au retrait de l'une de ses parties prenantes primaires. Or, « *la survie et la profitabilité durable de l'entreprise dépendent de sa capacité à satisfaire ses objectifs économiques et sociaux* » (*Ibid*., p.19).

Cette perspective instrumentale des parties prenantes a donné lieu à une évolution de l'approche de la gouvernance d'entreprise traditionnelle centrée sur l'actionnaire. Partant des ancrages de la théorie positive de l'agence et de la théorie des parties prenantes Hill et Jones (1992) proposent un « *paradigme* » permettant d'analyser les nouveaux enjeux de l'organisation. L'analyse offerte par la TPA est, selon eux, obsolète car elle n'arrive pas à expliquer certains aspects du comportement stratégique de l'entreprise et plus particulièrement « *la nature des relations contractuelles implicites et explicites qui existent entre la firme et ses parties prenantes* » (Hill et Jones, 1992 : 131). Ils suggèrent alors d'élargir la théorie de l'agence de manière à concevoir la firme comme un nœud de contrats entre les dirigeants et toutes les parties prenantes et non plus comme un contrat unique entre les dirigeants et les actionnaires. Il ne s'agit pas selon eux de dénaturer l'œuvre des fondateurs de la TPA mais de la développer. Ils affirment par ailleurs que Jensen et Meckling (1976) eux-mêmes reconnaissent que, bien que principalement appliquée à la relation dirigeants-actionnaires, la théorie de l'agence peut être élargie à d'autres relations : « *la théorie de l'agence va mener à une théorie des organisations riche, qui manque aujourd'hui en économie et en théorie des sciences sociales de manière générale* » (Jensen et Meckling,

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1976 : 309). Hill et Jones (1992) se proposent ainsi de combler ce manque en élargissant le spectre de la TPA aux autres parties prenantes de la firme.

Il est important de noter que par parties prenantes, Hill et Jones n'entendent pas tous les individus et groupes qui peuvent affecter ou être affectés par l'entreprise comme le suggère la définition des parties prenantes de Freeman (1984). Pour Hill et Jones (1992), le terme parties prenantes renvoie aux groupes qui ont « *une demande légitime* » (*legimate claim*). « *Cette légitimité est fondée sur l'existence d'une relation d'échange* » (*Idem.,* p.133). Ces parties prenantes légitimes sont les actionnaires, les créanciers, les managers, les employés, les clients, les fournisseurs, les communautés locales et le grand public. Ce qui caractérise ces groupes c'est que chacun d'eux peut être considéré comme « *fournissant l'entreprise avec des ressources critiques (contributions) en s'attendant en échange à voir ses intérêts satisfaits* ».

Le tableau suivant résume les contributions et les attentes de chacune de ces parties prenantes telles que décrites par les auteurs.

Tableau 18 : Les contributions et les attentes des parties prenantes de la firme selon la théorie de l'agence élargie

(D'après Hill et Jones, 1992)

Partie prenante	Contribution à l'entreprise	Attentes vis-à-vis de l'entreprise
Les actionnaires	le capital	Maximiser la rentabilité ajustée au risque des investissements
Les créanciers	Les prêts	Rembourser les prêts selon l'échéancier prévu
Les manager et les employés	Le temps, les compétences, capital humain	Avoir un revenu et des conditions de travail satisfaisantes
Les clients	Les revenus	Avoir un rapport qualité-prix correct
Les fournisseurs	Les inputs	Avoir des prix décents et un acheteur fiable
Les communautés locales	Les locations de locaux, les infrastructures et éventuellement une fiscalité favorable	Avoir affaire à une entreprise citoyenne qui améliore et/ou ne détériore pas la qualité de vie
Le grand public	L'infrastructure nationale via les impôts et taxes	Avoir affaire à une entreprise citoyenne qui améliore et/ou ne détériore pas la qualité de vie et qui ne viole pas les règles et les lois

Il y a donc une relation donnant-donnant entre l'entreprise et toutes ses parties prenantes « *légitimes* ». Cependant, chaque partie prenante diffère selon l'importance de son intérêt dans l'entreprise, ou plus exactement de la spécificité de sa contribution. En effet, les auteurs

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

affirment, en se référant à Williamson (1984), que l'importance de l'intérêt d'un acteur individuel est fonction du degré de spécificité des actifs sur lesquels se base la relation d'échange entre la firme et lui. Plus cet actif est spécifique et plus l'intérêt de la partie prenante est important. Par actifs spécifiques, Hill et Jones (1992) « *entendent les actifs qui ne peuvent pas être redéployés à une utilisation alternative sans une perte de valeur*» (Hill et Jones, 1992 : 133, d'après la définition de Williamson, 1984, 1985). Par exemple, les employés qui ont des connaissances et des compétences générales peuvent quitter la firme et être remplacés sans engendrer de perte de productivité pour eux et pour la firme (en supposant un marché de travail efficient). Leur intérêt dans la firme est donc considéré comme faible. En revanche, les employés qui ont des compétences adaptées uniquement aux besoins de l'entreprise ne peuvent pas partir sans supporter des coûts de sortie importants dus au niveau de rémunération plus faible qu'ils risquent d'avoir chez leur prochain employeur. Leur intérêt dans la firme est donc considéré comme élevé. Cette distinction est importante car « *les acteurs qui ont un intérêt plus important dans la firme vont demander des mécanismes d'incitations plus importants et des structures de gouvernance dans le but de protéger leurs investissements en actifs spécifiques dans l'entreprise* » (*Ibid*., p.134).

Ceci étant, les managers ont un rôle à jouer avec chaque groupe de parties prenantes car « *quelque soit l'importance de son intérêt, chaque partie prenante fait partie d'un nœud de contrats implicites et explicites qui constituent la firme* » (*Ibid*., p.134). Dans ce nœud de contrats, les managers ont une position unique car ils se retrouvent en son centre, « les managers sont le seul groupe qui a une relation contractuelle avec toutes les autres parties prenantes » (*Ibid*., p.134). C'est donc aux managers que revient la responsabilité de prendre les décisions stratégiques et d'allouer les ressources de la manière la plus appropriée par rapport aux demandes des autres groupes.

Ainsi, les managers se retrouvent responsables non plus seulement envers les actionnaires mais envers toutes les parties prenantes légitimes. Par conséquent, leur rôle dans l'entreprise change par rapport à la vision actionnariale. Selon la vision de Hill et Jones (1993), ils sont considérés comme les agents de tous ces groupes : « *l'unique rôle des managers suggère qu'ils peuvent être considérés comme les agents des autres parties prenantes ; d'où le terme 'stakeholder-agency theory'. Il serait incorrect, cependant, de suggérer que tous les autres groupes de parties prenantes peuvent être considérés par conséquent comme les principaux selon le sens supposé par la théorie de l'agence* » (*Ibid*., p.134). La relation d'agence qui lie les managers aux actionnaires reste ainsi particulière par rapport aux relations des managers

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

avec les autres parties prenantes. Ceci est expliqué par le fait que « *les principaux recrutent des agents pour accomplir certains services en leur nom* ». Or, a priori, le seul groupe qui participe au recrutement des managers est celui des actionnaires. Selon Hill et Jones, cette différence entre les actionnaires et les autres parties prenantes, n'empêche pas d'élargir la théorie de l'agence aux autres agents. En effet, « *les relations partie prenante-agent et principal-agent impliquent toutes les deux un contrat implicite ou explicite […]. En plus, les deux relations sont pilotées par des structures de gouvernance. En outre, beaucoup de concepts et une grande partie du langage de la théorie de l'agence peuvent être appliqués aux relations partie prenante-agent* » (*Ibid*., p.134).

En plus d'avoir un intérêt plus ou moins important dans l'entreprise, les différentes parties prenantes ont aussi un pouvoir variable sur elle. Ce pouvoir est fonction du degré de concentration de la ressource détenue par la partie prenante. Par exemple, un fournisseur a plus de pouvoir par rapport à une entreprise lorsque l'*input* qu'il lui propose est difficile à trouver sur le marché. Cette situation rend l'entreprise plus dépendante vis-à-vis de lui. Pour diminuer le pouvoir de négociation de son fournisseur, l'entreprise a dans ce cas tout intérêt à chercher à diluer ce pouvoir en trouvant d'autres alternatives d'approvisionnement pour cet *input*. De même, pour les clients « *le management peut diminuer le pouvoir du client en développant une base de clients plus variée à travers la diversification des produits et des marchés* » (*Ibid*., p.147).

La relation d'agence entre les parties prenantes et les managers se trouve donc justifiée par deux arguments majeurs : l'intérêt des parties prenantes dans l'entreprise et le pouvoir qu'ils ont sur elle. Hill et Jones (1992) rappellent cependant que si la satisfaction des intérêts des parties prenantes peut amener des coûts supplémentaires elle peut aussi aider l'entreprise à atteindre ses propres objectifs : « *par exemple, les demandes des employés pour des salaires plus élevés et de meilleures conditions de travail peuvent améliorer la productivité des employés et fournir ainsi des ressources plus importantes pour le management* » (*Ibid*., p.138).

Ainsi, cette perspective peut amener à affirmer que la satisfaction des demandes des parties prenantes, et par conséquent la RSE, est un ingrédient de succès pour l'entreprise. Certains pousseront cette logique encore plus loin en affirmant qu'une meilleure performance sociétale de l'entreprise permet d'obtenir une meilleure performance financière. D'autres, au contraire, voient en la responsabilité sociétale une source de perte de performance économique et

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

financière pour l'entreprise. Ces liens positifs et négatifs entre la PSE et la PFE sont par ailleurs argumentés de différentes façons dans la littérature.

2.2 Exploration des arguments conceptuels sur les liens entre la PFE et la PSE

Différentes positions existent dans la littérature sur le lien entre la PSE et la PFE. Plusieurs cadres théoriques et différents types de justification sont mobilisés pour justifier et argumenter ce lien et sa nature.

Nous distinguons dans la littérature conceptuelle deux principales hypothèses concernant la nature de la relation entre la PFE et la PSE : l'hypothèse d'un lien négatif et l'hypothèse d'un lien positif. Notre investigation suit alors un schéma en deux temps étudiant successivement les analyses défendant un lien négatif et celles défendant un lien positif entre la PFE et la PSE.

Il est cependant important de noter que plusieurs nuances existent dans la littérature sur le lien entre PFE et PSE. Ces nuances tiennent compte de la nature de cette relation (positive, négative ou neutre), son sens de causalité (c'est la PSE qui influence la PFE ou le contraire) et de sa forme (linéaire, en U, etc.).

Ainsi, on peut distinguer jusqu'à huit cas de figure de formes possibles de la relation entre PFE et PSE. La revue de la littérature de Preston et O'Bannon (1997) fait ressortir six hypothèses portant sur la forme de ce lien. Le travail de Gond (2001, 2006) rajoute ensuite deux autres hypothèses portant le nombre final de formes de liens possible entre la PFE et la PSE à huit (voir tableau ci-dessous). Ces hypothèses sont issues à la fois de travaux conceptuels et de résultats d'études empiriques.

La première hypothèse (H1) du tableau 19 ci-dessous est issue principalement de l'approche partenariale instrumentale développée précédemment (2.1.2.2). Elle considère que la prise en compte des parties prenantes aide l'entreprise à atteindre ses objectifs (Clarkson, 1995 ; Donaldson & Preston, 1995 ; Freeman, 1984 ; Pfeffer & Salancik, 1978). Les apports d'autres travaux (Cornell & Shapiro, 1987 ; Porter et van der Linde, 1995a, b ; Deephouse, 2000) défendent également l'idée de retombées positives liées à une bonne gestion des parties prenantes. Ces retombées se justifient par de nombreux arguments (création d'avantages concurrentiels, bonne réputation, attractivité de l'entreprise, etc.) que nous analysons dans le paragraphe (2.2.2).

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 19 : Les principales hypothèses citées dans la littérature sur les relations entre PSE et PFE

(D'après Gond, 2006)

Relation de causalité	Nature et existence du lien entre les deux concepts (signe)	
	Positif	**Négatif**
PSE ⇨PFE	**H1** : Hypothèse de l'impact social positif ou du « bon management » *La PSE influence positivement la PFE* Exp. Cornell & Shapiro (1987), Freeman (1984)	**H4** : Hypothèse de l'arbitrage *La PSE influence négativement la PFE* Aupperle, Carroll & Hatfield (1985)
PFE ⇨PSE	**H2** : Hypothèse des fonds disponibles ou du « *slack organisationnel* » *La PFE influence positivement la PSE* Exp. McGuire et al. (1988)	**H5** : Hypothèse de l'opportunisme *La PFE influence négativement la PSE* Proposée par Preston & O'Bannon (1997) d'aprèsWilliamson (1985)
PSE⇔ PFE	**H3** : Hypothèse de la synergie positive *Il existe un cercle vertueux reliant positivement la PSE et la PFE* Exp. Waddock & Graves (1997a)	**H6** : Hypothèse de la synergie négative *Il existe un cercle vicieux reliant négativement la PSE et la PFE* Preston & O'Bannon (1997)
PSE ∅ PFE	**Neutre**	
	H7 : Hypothèse de l'absence de relations entre les deux entités *La relation entre la PFE et la PSE est neutre* Ex. McWilliams et Siegel (2000)	
PSE≈ PFE	**Complexe**	
	H8 : Hypothèse de l'existence d'une relation plus complexe qu'une relation linéaire *La relation entre la PFE et la PSE existe, mais elle est plus complexe qu'une relation linéaire* Exp. Barnett & Salomon (2002), Bowman & Haire (1975), Moore (2001)	

L'hypothèse (H2) de l' « excédent de ressources » ou du « slack organisationnel », émise par McGuire, Sundgren et Schneeweis (1988), s'inscrit aussi dans la perspective de l'existence d'un lien entre la PSE et la PFE. Cependant, dans H2 c'est la PFE qui influence la PSE. Autrement dit, H2 soutient que c'est l'existence de ressources financières excédentaire est une condition nécessaire à la mise en place d'actions sociétales dans l'entreprise. Ainsi, c'est

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

l'existence préalable d'une bonne performance financière qui entraîne une amélioration de la performance sociétale et non pas le contraire.

L'hypothèse H3, défendue par Waddock et Graves (1997a), est obtenue en croisant les deux hypothèses précédentes. H3 consiste à dire que la PFE et la PSE sont liées par une synergie positive qui les amène à se renforcer mutuellement. Autrement dit ces deux variables s'influencent positivement dans le sens où : « la performance financière rendant possible le déploiement d'actions socialement responsables propres à renforcer la satisfaction des parties prenantes qui faciliteront ultérieurement l'obtention de performance financière » (Gond, 2006 : 351). Notons, cependant, que cette hypothèse n'indique laquelle des deux variables constitue l'élément déclencheur de cette relation positive.

L'hypothèse H4 est fondée sur l'approche actionnariale (Friedman , 1970 ; Jensen, 2001 ; Tirole, 2001) qui considère que l'augmentation de la PFE induit des coûts supplémentaires liés à l'affaiblissement des systèmes de contrôle de l'entreprise et à la mise en place d'actions sociétales. Ces coûts se traduisent alors par une diminution de la compétitivité de l'entreprise qui tente d'améliorer sa performance sociétale par rapport à ses concurrents qui se concentrent sur l'amélioration de leur performance financière. L'ensemble des arguments avancés par les tenants de cette approche sont analysés plus loin dans le texte (paragraphe 2.2.1).

L'hypothèse de l'opportunisme (H5), formulée par Preston et O'Bannon (1997), considère que de même que les actionnaires, les autres parties prenantes peuvent être lésées par le comportement opportuniste des managers. Ainsi, l'augmentation de la PFE peut être utilisée par les managers pour des projets qui servent uniquement ses intérêts au détriment de ceux des actionnaires et des autres parties prenantes. Inversement, la dégradation des résultats financiers incitent les managers à mettre en place des projets sociétaux afin de se dédouaner et d'expliquer la baisse de la performance financière.

De même que l'hypothèse H3, H6 est obtenue en croisant les deux hypothèses qui la précèdent (H4 et H5). Preston et O'Bannon (1997) suggèrent à travers cette hypothèse qu'il est possible d'observer un cercle vicieux entre la PSE et PFE qui s'influencent négativement. La détérioration de la performance sociétale pousse les managers opportunistes à multiplier les projets sociétaux qui, à leur tour, détériorent encore plus la PFE à cause des coûts supplémentaires engagés dans la réalisation des projets.

Contrairement à toutes les hypothèses précédentes, l'hypothèse H7, avancée par McWilliams et Siegel (2001), considère qu'il n'y a aucune relation entre la PSE et la PFE. Leur explication

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

de l'absence de relation repose sur un modèle économique d'offre et de demande. Dans ce modèle la RSE est assimilé à attribut des produits ou services offerts par les entreprises (l'offre de l'attribut RSE augmente les coûts de production des biens) aux consommateurs (supposés prêts à payer plus cher pour des produits/services ayant l'attribut RSE et/ou qui deviennent plus nombreux si l'offre de l'attribut RSE augmente). L'offre de la RSE par les entreprises est liée à un arbitrage entre les coûts additionnels et le supplément de bénéfice engendrés. McWilliams et Siegel (2001) montrent que sur ce marché, à l'équilibre, le positionnement choisi par l'entreprise n'affecte plus leur profitabilité.

Enfin, l'hypothèse H8 est issue principalement issue de travaux empiriques sur le lien entre PFE et PSE montrant que la relation entre ces deux variables est plus complexe qu'une relation linéaire. La forme d'interaction la plus défendue dans les travaux empiriques (Barnett & Salomon, 2002 ; Bowman & Haire, 1975 ; Moore, 2001) est celle d'un U inversé (∩). Cette relation comporte trois phases : la première est caractérisée par une croissance de la PFE sous l'effet de l'augmentation de la PSE, durant la deuxième, la PFE reste à un niveau stable alors que la PSE augmente, enfin la troisième phase correspond à une chute du niveau de la PFE sous l'effet de l'augmentation de la PSE. Gond (2006), suggère que ce phénomène peut s'expliquer d'un point de vue théorique en croisant les fondements des hypothèses 1 et 4. Autrement dit, la prise en compte des parties prenantes génère une amélioration des performances financières (phase 1) jusqu'à un certain point où les bénéfices financiers supplémentaires résultant d'une telle stratégie se stabilisent plus par rapport aux coûts additionnels engendrés (phase 2). Ce point dépassé, les bénéfices supplémentaires ne couvrent plus les coûts supplémentaires liés à l'amélioration de la PSE.

Comme nous pouvons le constater, les huit hypothèses présentées ci-dessus reposent principalement sur les deux hypothèses d'un lien positif et d'un lien négatif entre la PFE et la PSE. Nous proposons donc d'analyser les principaux arguments discutés dans la littérature conceptuelle concernant ces deux hypothèses.

Une tentative de catégorisation hâtive pourrait associer d'emblée l'hypothèse d'un lien négatif à la vision actionnariale et l'hypothèse d'un lien positif à la vision partenariale. Néanmoins, les choses sont un peu plus complexes en réalité. En effet, il est vrai que les défenseurs de la vision actionnariale ont tendance à suggérer que l'extension des responsabilités de l'entreprise à d'autres parties prenantes que les actionnaires nuit à la performance de la firme. Il est également vrai que la plupart des tenants de la vision actionnariale défendent l'hypothèse d'un impact positif de la performance sociétale sur la performance financière. Cependant, les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

uns comme les autres ne se limitent pas toujours à un avis totalement tranché. En outre, il est important de rappeler par exemple que les tenants de l'approche partenariale normative ne s'appuient pas sur l'argument de la performance de l'entreprise pour justifier l'importance d'améliorer la performance sociale.

Dans les paragraphes suivants, les arguments conceptuels concernant l'impact de la PSE sur la PFE sont regroupés selon la nature (négative ou positive) suggérée de cet impact.

2.2.1 Les arguments en faveur d'un impact négatif de la PSE sur la PFE

En général, la vision actionnariale favorise l'hypothèse d'un lien négatif entre la poursuite de buts sociétaux par les dirigeants des entreprises et l'évolution de la PFE. Nous disons bien en général car les tenants de cette approche, notamment Friedman (1970) et Jensen (2001), n'écartent pas totalement la possibilité d'un effet positif de la prise en compte des attentes des parties prenantes de la firme. Cette possibilité se limite cependant au cas où la satisfaction des parties prenantes fait partie d'une stratégie visant l'amélioration des performances de l'entreprise et ne perdant pas de vue l'objectif unique de maximisation des profits. Certains auteurs comme Friedman (1970) soulignent cependant l'importance de distinguer RSE et gestion avisée de la firme. Pour lui, si la prise en compte des parties prenantes se fait dans le but précis d'améliorer les performances de l'entreprise, il est tout simplement hypocrite de parler de gestion responsable. En effet, selon lui, la RSE ne peut être que désintéressée. Dans le cas contraire, c'est une simple stratégie pour atteindre les objectifs financiers de l'entreprise que certains dirigeants utilisent pour embellir leur image personnelle ou celle de l'entreprise.

Ces auteurs restent cependant convaincus que les conséquences d'une stratégie de RSE désintéressée, visant la satisfaction de toutes les parties prenantes, ne peuvent être que néfastes, aussi bien pour l'entreprise que pour la société. Les justifications classiques de cette hypothèse s'appuient généralement sur les arguments suivants :

- la perte de performance et de compétitivité pour l'entreprise due à la dispersion des objectifs du manager ;
- l'affaiblissement des systèmes de contrôle dans la firme ;
- les coûts supplémentaires de la conduite de projets sociétaux.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.2.1.1 La dispersion des objectifs des managers

Le premier tort d'une politique de RSE pour les tenants de l'approche actionnariale est celui de disperser les objectifs des managers. En effet, selon cette vision, la RSE signifie la satisfaction de toutes les parties prenantes de l'entreprise et implique donc de demander aux managers de poursuivre plusieurs buts simultanément. Jensen (2001) propose un examen critique de la multiplication des missions des managers, principale conséquence selon lui de l'approche proposée par la théorie des parties prenantes (TPP). Il s'attache à pointer du doigt les nombreux inconvénients de l'extension des responsabilités des managers à plusieurs parties prenantes et à rappeler les avantages de l'approche actionnariale qui évite aux agents de s'éparpiller autour de plusieurs objectifs.

Les principaux avantages de fixer un but unique sont : 1) la focalisation sur ce but qui augmente les chances de l'atteindre ; et 2) la possibilité de mesurer sans confusion le degré de sa réalisation par les managers.

Tout d'abord, pour Jensen, des objectifs multiples équivalent tout simplement à l'absence d'objectif car « *il est logiquement impossible de maximiser plus d'une dimension, un comportement déterminé nécessite une seule fonction d'objectif estimée* » (Jensen, 2001 : 297). Par conséquent, demander à un manager de maximiser plusieurs dimensions c'est le mettre dans l'incapacité de prendre une décision raisonnée et « *le résultat sera confusion et absence d'objectif, ce qui va complètement handicaper l'entreprise dans sa compétition pour survivre* » (*Ibid*., p.301).

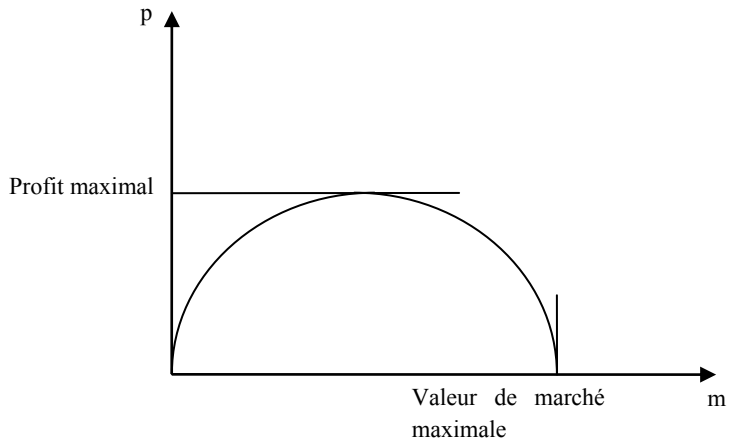
Ensuite, il est difficile voire impossible, selon Jensen, d'évaluer l'accomplissement de plusieurs objectifs fixés simultanément car il y a toujours des compromis à faire entre les différentes dimensions. Ceci est particulièrement vrai pour des buts contradictoires comme ceux des parties prenantes. Pour illustrer ses propos, Jensen (2001) donne un exemple simplifié qui s'appuie sur deux dimensions à maximiser : le profit annuel (p) et la valeur de l'entreprise sur le marché (m). Il explique qu'il n'est pas possible de demander aux managers de maximiser les deux dimensions conjointement car, comme l'indique le graphique 23 ci-dessous, les deux n'évoluent pas de la même manière.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 23: L'impossibilité de maximiser deux dimensions simultanément

(D'après Jensen, 2001)



Dans un premier temps, la valeur de marché et les profits augmentent simultanément mais arrivés au niveau maximal des profits, la maximisation de la valeur de marché amène une baisse du profit annuel. Ce déclin s'explique par exemple par l'augmentation des dépenses en recherche et développement et en publicité qui diminuent systématiquement le profit économique mais qui sont valorisées par le marché financier. Dans ce cas, il n'est pas possible de demander à un manager de maximiser les deux dimensions car il est obligé de faire des compromis. Selon Jensen, la solution pour résoudre cette ambiguïté est de spécifier les compromis à faire entre les différentes dimensions. Cela suppose de déterminer une fonction d'objectif global qui intègre les effets des décisions pouvant affecter la firme négativement ou positivement via le risque, les cash flows, etc. La meilleure fonction d'objectif est, selon lui, la valeur de l'entreprise car elle englobe les effets de différentes dimensions, la valeur de l'entreprise étant définie comme la valeur de marché des flux de profits futurs. En effet, fidèle à la tradition libérale, Jensen rappelle que la maximisation du profit de l'entreprise rime avec la maximisation du bien-être social.

Ainsi, la fixation d'un seul objectif ne signifie pas que les autres dimensions seront négligées puisque lorsque cet objectif est correctement défini, il englobe plusieurs dimensions à la fois et permet de trouver les meilleurs compromis à faire. En effet, « *la maximisation de la valeur dit aux participants dans une organisation comment ils vont évaluer leur succès dans la réalisation d'une vision ou dans la mise en place d'une stratégie. Cependant, la maximisation de la valeur ne dit rien sur la façon de créer une vision ou une stratégie supérieure […]. Elle nous dit uniquement comment nous allons mesurer le succès dans l'activité* » (*Ibid*., p.308). En outre, la fixation d'un objectif unique est le moyen le plus efficace pour responsabiliser les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

managers et évaluer leurs décisions. En revanche, la TPP multiplie les objectifs sans fournir de critère d'évaluation des performances des managers. Or, « *sans critères de performances, les managers ne peuvent pas être évalués de manière objective* » (*Ibid*., p.305). Par conséquent, Jensen suggère que les firmes qui suivent les préconisations de la TPP risquent d'échouer si elles sont en compétition avec des firmes qui ont pour but de maximiser la valeur.

Cette analyse est également partagée par Tirole (2001) qui juge la multiplication des missions des managers contre-productive pour l'entreprise pour deux raisons. D'abord, elle affaiblit l'efficacité des managers dont « *l'absence de concentration sur une tâche spécifique* » engendre des coûts importants. Ensuite, la multiplication des missions mène à la confusion. Ne sachant pas quel but il doit atteindre, « *le manager ne sait par conséquent pas par rapport à quels principes il sera évalué. Cette incertitude peut mener à réduire la motivation de l'agent*» (Tirole, 2001 :27).

Enfin, la définition d'un objectif unique permet d'éviter beaucoup d'ambiguïtés et de problèmes potentiels. Paradoxalement, fixer plusieurs objectifs aux managers revient à les décharger de toute responsabilité. C'est le principal reproche adressé par Jensen (2001) à la TPP : « *Sans fixer de critère pour compter les points, la théorie des parties prenantes rend les managers non responsables de leurs actions* ». (*Ibid*., p.297). Cela conduit à accorder plus de latitude aux managers et à affaiblir par conséquent les systèmes de contrôle dans la firme (Jensen, 2001 ; Tirole, 2001).

2.2.1.2 L'affaiblissement des systèmes de contrôle

En plus de l'élargissement des missions des managers, l'approche « parties prenantes » se traduit, selon Tirole (2001) par une autre caractéristique importante, à savoir : le partage du contrôle de la firme par l'ensemble des parties prenantes.

Tirole (2001) propose alors une analyse des conséquences de l'extension du contrôle de la firme aux parties prenantes autres que les actionnaires. Selon cet auteur, ce mode de contrôle, encouragé par les défenseurs de la doctrine de la « *responsabilité sociale de la firme » et de la vision « société des parties prenantes* », conduit inéluctablement à des problèmes de gouvernance. Tirole ne nie pas pour autant l'existence d'externalités négatives des activités de la firme sur ses parties prenantes. Cependant, il considère que l'élargissement du contrôle de l'entreprise à toutes ses parties prenantes n'est pas la solution optimale pour les protéger. Il fait une distinction entre « *les parties prenantes naturelles* » (*natural stakeholders*),

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

représentées par toutes les parties prenantes autres que les actionnaires, et «*les parties prenantes par conception* » (*stakeholder by design*), représentées par les actionnaires. Pour lui, seul le second groupe doit contrôler la firme et ce pour le bien de l'ensemble des tous les groupes. Pour expliquer sa position, il s'appuie sur deux principaux arguments : l'affaiblissement des systèmes de contrôle et la difficulté de concilier les objectifs souvent divergents des différentes parties prenantes.

Dans son analyse des conséquences d'un système de contrôle élargi à l'ensemble des parties prenantes, Tirole (2001) insiste particulièrement sur les brèches que ce mode de contrôle peut laisser pour le développement des comportements opportunistes des managers. En se référant à Berle et Means (1932) et Jensen et Meckling (1976), Tirole rappelle que les comportements opportunistes constituent déjà un problème dans l'approche classique de la gouvernance d'entreprise. La divergence des objectifs des managers de ceux des actionnaires étant possible, les premiers peuvent avoir tendance à agir contre l'intérêt des seconds. La principale solution proposée par les systèmes de gouvernance classiques est la mise en place de méthodes d'incitations pour amener les agents à poursuivre les intérêts de leurs mandants plutôt que leurs propres intérêts. Les méthodes d'incitations les plus courantes sont les bonus et les stock-options qui « *encouragent le management à dévouer le plus possible ses efforts pour accroître la rentabilité et pour favoriser cet objectif en cas d'arbitrages entre les coûts et les bénéfices de décisions alternatives* » (Tirole, 2001 : 25). Il est possible d'envisager de manière similaire que l'approche parties prenantes envisage également un système de récompenses sur la base de « *certaines mesures du bien-être global des parties prenantes (y compris les actionnaires)* » (*Ibid*., p.25). Néanmoins, le problème, selon Tirole, est de trouver dans ce cas un moyen de mesurer le bien-être global. L'auteur précise en effet qu'il est « *plus difficile de mesurer la contribution de la firme au bien-être des employés, des fournisseurs, ou des clients que de mesurer sa rentabilité* » (*Ibid*., p.26). Cette difficulté est liée à deux facteurs : d'un côté, « *il n'y a pas de mesures comptables de ce bien-être, même si dans certains exemples on peut trouver des proxys imparfaits comme le nombre de licenciements* » ; d'un autre côté, « *il n'y a pas de contrepartie pour le titre du marché pour mesurer la valeur des actifs en place puisque, contrairement aux relations avec les actionnaires, les relations avec les employés, les fournisseurs ou les autres relations ne sont pas négociées sur un marché liquide*» (*Ibid*., p.26).

En outre, étant donné les difficultés rencontrées dans le cadre classique de gouvernance pour mettre en place le concept de la « *responsabilité fiduciaire* » du manager envers l'actionnaire,

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

il est facile d'imaginer les difficultés qui peuvent se présenter dans le cadre d'une « *responsabilité fiduciaire élargie*» à de multiples parties prenantes. « *En un mot, le management peut presque toujours rationaliser n'importe quelle action en invoquant son impact sur le bien-être de certaines parties prenantes* » (*Ibid*., p.26). Plusieurs dérives peuvent par ailleurs découler de l'élargissement de la responsabilité des managers. Tirole (2001) propose quelques illustrations de ces dérives comme le cas d'un manager qui justifie une acquisition coûteuse par le fait de sauver deux emplois dans la firme acquise ou celui d'un manager qui choisit un parent comme fournisseur en justifiant sa décision par le système de production écologique de ce fournisseur. En résumé, l'extension du contrôle à d'autres parties prenantes que les actionnaires équivaut pour l'auteur à donner un « *chèque en blanc* » aux managers pour appliquer n'importe quelle stratégie qui leur plaît. D'ailleurs, tout comme Jensen (2001), Tirole (2001) trouve suspicieux le soutien porté par certains managers à l'approche des parties prenantes. Jensen (2001) n'hésite pas à expliquer le succès de l'adoption de l'approche par un grand nombre de managers par la liberté qu'elle leur donne pour conduire la firme dans leurs intérêts personnels. Jensen considère en effet qu'en multipliant les objectifs sans fixer de critères d'évaluation des performances, la TPP permet aux managers d'agir à leur convenance (Jensen, 2001 : 305).

Le partage du contrôle de la firme par plusieurs parties prenantes se heurte pour Tirole (2001) à une autre difficulté liée à la divergence des différents intérêts. Pour illustrer cette difficulté, Tirole s'appuie sur une analogie entre une structure de contrôle basée sur une codétermination généralisée et les organisations sous forme de joint-venture ou d'alliance. Selon lui, « *les joint-ventures, les partenariats et les associations peuvent être considérées comme des cas de sociétés de parties prenantes dans la mesure où des acteurs ayant des intérêts contradictoires partagent le pouvoir* » (Tirole, 2001 : 29). Cependant, le partage des pouvoirs dans ce type d'organisation peut conduire à des lenteurs et blocages dans les prises de décision. Pour étayer son argument, Tirole (2001) renvoie au travail de Hansmann (1996) montrant que l'hétérogénéité des intérêts parmi les partenaires d'une joint-venture, bloque sérieusement l'efficacité de cette structure. Ainsi, conclut Tirole, il est très probable que les conflits d'intérêts parmi les différentes parties prenantes de l'entreprise conduisent de même à « *des impasses dans la prise de décision* » (*Ibid*., p.29). Ces impasses ne peuvent évidemment que nuire à l'ensemble de parties prenantes au lieu de protéger leurs intérêts comme le supposent les défenseurs de la TPP.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Par conséquent, le meilleur système de gouvernance de la firme reste pour Tirole celui qui favorise la valeur actionnariale. Ce système a en effet trois principaux avantages qui disparaissent dans le cas d'un contrôle élargi aux autres parties prenantes, à savoir : il garantit un meilleur revenu espéré ; il offre aux managers une concentration et des incitations plus importantes ; enfin, il prévient les impasses et les blocages dans la prise de décision. Tirole admet, toutefois, que le contrôle par un seul groupe de parties prenantes peut entraîner des biais et des externalités négatives sur les autres groupes non représentés aux organes de contrôle. Cependant pour résoudre ce problème, il suggère que la meilleure solution est « *d'utiliser l'appareil contractuel dans le but de réduire les externalités imposées par les choix des parties prenantes au contrôle* » (*Ibid*., p.30). Et lorsqu'il n'existe pas de contrats exprès, comme dans le cas de la pollution, c'est la loi et l'environnement règlementaire qui se substituent aux contrats manquants (*Ibid*., p.31). Ainsi, jusqu'à cette dernière remarque rappelant l'importance de la séparation entre le rôle de l'Etat et celui de l'entreprise privée, Tirole (2001) reste cohérent avec les principes de l'approche libérale pour expliquer ses réticences à l'adoption de l'approche des parties prenantes.

2.2.1.3 L'accroissement des coûts de l'entreprise

Le dernier groupe d'arguments contre l'extension de la responsabilité de l'entreprise à l'ensemble de ses parties prenantes concerne le coût de cette politique. L'argument de l'accroissement des coûts de l'entreprise découle de deux principales sources : 1) les conséquences de l'ensemble des problèmes évoqués précédemment ; et 2) les ressources supplémentaires engagées pour satisfaire les attentes des différentes parties prenantes et les standards d'une politique socialement responsable.

En effet, l'ensemble de problèmes liés à la gouvernance et au manque d'efficacité dans les entreprises au contrôle élargi se traduisent naturellement par des coûts. Ces coûts se présentent sous forme de temps perdu (exemples : le manque de concentration des managers sur un but précis ; les blocages rencontrés dans la prise de décision) ou de coûts d'agence (manque d'incitation des managers pour accomplir les objectifs fixés ; comportements opportunistes, etc.).

D'après Jensen (2001), par la liberté qu'elle offre aux managers, la TPP les déresponsabilise au point de ne plus pouvoir leur demander de comptes ou de justifications. Selon ses termes, « *elle permet aux managers et directeurs d'investir dans leurs projets favoris quels qu'ils soient (environnement, art, villes, recherche médicale) et de détruire la valeur de la firme*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

sans avoir à justifier de cette destruction de valeur » (Jensen, 2001 : 305). Les coûts des projets d'obédience sociétale étant liés, selon Jensen, à des problèmes de gouvernance et à un système de contrôle défaillant, ils sont considérés comme un coût d'agence. Ainsi, Jensen (2001) fait un lien direct entre la mise en place d'une approche partenariale et l'augmentation des coûts d'agence. « *En élargissant le pouvoir des managers de cette façon improductive, la théorie des parties prenantes accroît par conséquent les coûts d'agence dans le système économique* » (*Ibid*., p.305).

Au-delà des coûts liés aux problèmes de gouvernance et à l'opportunisme des managers, la mise en place d'une stratégie partenariale ou de RSE engendre souvent des dépenses supplémentaires. En effet, la plupart des efforts liés à une stratégie de RSE comme par exemple la mise en place d'un programme de dépollution, d'aide aux communautés ou encore de promotion de l'égalité homme-femme parmi les employés, nécessitent pour l'entreprise concernée de mobiliser des ressources. Du point de vue de l'approche actionnariale, ces ressources engagées à des fins sociales n'apportent rien à l'entreprise. Au contraire, elles viennent diminuer les flux de trésorerie pouvant être consacrés à des investissements rentables. Ces ressources dépensées correspondent donc à un coût supplémentaire dans le sens où elles ne sont pas liées à l'activité normale de l'entreprise. C'est pour cette raison que les entreprises qui poursuivent une stratégie de responsabilité sociale sont considérées comme étant moins compétitives lorsqu'elles sont en concurrence avec des entreprises qui se focalisent uniquement sur la maximisation de la rentabilité (Jensen, 2001).

En conséquence, Friedman (1970) considère que les managers qui acceptent de financer des projets sociaux « *dépensent l'argent des autres pour l'intérêt général de la société* ». En effet, partant du principe que la responsabilité sociale ne peut être qu'individuelle, Friedman considère le manager qui engage les ressources de l'entreprise à des fins sociétales comme se servant de l'argent des actionnaires pour exercer sa propre responsabilité sociale.

Il est cependant important de noter que, parmi les partisans de l'approche partenariale, certains reconnaissent également que la satisfaction d'un ensemble large de parties prenantes nécessite de dépenser des ressources supplémentaires et diminue ainsi le montant des investissements rentables. Cette idée est en effet exprimée par Hill et Jones (1992) comme suit : « *la satisfaction des demandes des employés pour des salaires plus élevés, les demandes des consommateurs pour une qualité supérieure et/ou des prix plus bas, les demandes des fournisseurs pour des prix plus élevés et des commandes plus stables et les demandes des communautés locales et du grand public pour moins de pollution et une meilleure qualité de*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

vie, tout ça implique l'utilisation de ressources qui, autrement, pourraient être investies par les managers dans la maximisation de la croissance du rendement de la firme » (*Ibid*., p.138). Cependant, bien que reconnaissant ce détournement dans l'utilisation des ressources, ces auteurs considèrent que, dans plusieurs cas, ces ressources dépensées peuvent épargner à l'entreprise des dépenses plus élevées ou leur permettre de gagner en productivité. Plusieurs arguments sont proposés pour justifier cette idée.

2.2.2 Les arguments en faveur d'un impact positif de la PSE sur la PFE

A côté de cet ensemble d'arguments favorisant l'hypothèse d'un impact négatif de la PSE sur la PFE, un autre bloc d'arguments tente de justifier la position inverse. En majorité, ces derniers sont défendus par les tenants de l'approche partenariale instrumentale et les partisans de la doctrine de la RSE.

Les justifications d'un impact positif de la PSE sur la PFE sont diverses et variées. Certaines mobilisent les concepts de la RSE ou de la PSE de manière globale, tandis que d'autres s'appuient sur les différentes composantes et traductions de ces concepts comme la performance environnementale, la bonne réputation de l'entreprise, les bonnes relations avec les employés, etc. Cette variété de justifications s'accompagne d'une diversité dans les champs de recherche mobilisés. Il est ainsi possible de trouver des arguments pour la RSE aussi bien dans le domaine du marketing que celui des ressources humaines, de la stratégie, de la logistique et même de la finance.

Le point commun entre les différents arguments présentés est celui de considérer que la responsabilité sociale relève des principes d'une bonne gestion de l'entreprise. Dans cette perspective, les managers qui pratiquent une gestion responsable ne sont pas vus comme des agents peu scrupuleux et malhonnêtes mais plutôt comme des agents clairvoyants et sensibles aux enjeux de leur environnement.

Nous allons donc ici tenter de structurer les principales thèses en faveur d'une gestion responsable ou d'une approche partenariale de la gestion de l'entreprise. Ces dernières peuvent être regroupées autour de deux thèmes : le contrôle des demandes implicites et l'acquisition d'avantages compétitifs.

2.2.2.1 Le contrôle des demandes implicites

La notion de demande implicite découle de la conception de la firme comme un nœud de contrats explicites et implicites qui la lient à ses parties prenantes. La notion de demande

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

implicite désigne en effet les demandes qui émanent des parties prenantes liées à la firme par un contrat implicite (Hill & Jones, 1992).

Les contrats explicites sont des contrats exprès consentis entre les parties impliquées. Les contrats implicites, en revanche, sont tacites dans la mesure où ils ne sont pas formellement établis et signés par les parties, leur existence s'appuie plus sur une question de norme que sur un écrit vérifiable. La définition proposée par Favereau et Picard (1996) permet de mieux comprendre à quoi réfèrent les notions de contrats explicites et implicites en économie des contrats : « *Nous définissons un contrat comme un accord qui détermine les actions à effectuer par les deux parties [...] pendant une certaine période de temps, en fonction de signaux vérifiables et de messages transmis. Sont dites vérifiables, des variables observables par le principal, par l'agent et aussi par une tierce partie, ce qui permet éventuellement de faire appel aux tribunaux pour faire respecter les clauses de l'accord. La théorie des contrats retient parfois une simple condition d'observabilité au lieu de la vérifiabilité, en s'appuyant sur des mécanismes de formation de réputation pour assurer qu'il est dans l'intérêt des parties de respecter leurs engagements. On parle alors de contrat implicite* » (Favereau et Picard, 1996 : 444).

Cette définition explique l'utilité de la notion de contrat implicite pour les défenseurs de l'approche partenariale. Elle permet en effet de justifier la prise en compte des demandes d'un ensemble élargi de parties prenantes au nom de l'intérêt qu'a l'entreprise à le faire (Cornell & Shapiro, 1987 ; Hill & Jones, 1992).

Cornell et Shapiro (1987) rappellent que la théorie moderne de la firme considère l'entreprise comme un ensemble de contrats entre différents fournisseurs d'inputs et d'acheteurs d'outputs. Grâce à cette perspective, alimentée notamment par les travaux de Coase (1937), Williamson (1975) et Jensen et Meckling (1976), les parties prenantes de la firme dépassent le cercle des actionnaires et des prêteurs de capitaux pour comprendre les clients, les fournisseurs de biens et services, les distributeurs et les employés. Cette vision contractuelle de la firme n'est néanmoins plus suffisante pour appréhender l'environnement complexe et changeant de l'entreprise (Cornell & Shapiro, 1987). Le nouveau contexte de la firme exige d'inclure d'autres parties prenantes : celles qui ont des demandes implicites (*Ibid*., p.5). Cornell et Shapiro distinguent entre les demandes explicites liées à des contrats concrets -les contrats avec les salariés et les fournisseurs par exemple- et les demandes implicites qui sont « *trop nébuleuses et contingentes à des situations pour être formalisées par des écrits à un coût raisonnable* » (*Ibid*., p.6). Les demandes implicites ont donc peu de valeur juridique.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Pourtant, elles méritent, selon les auteurs, d'être considérées sérieusement par les managers et ce pour deux principales raisons : la première est qu'elles peuvent se transformer en demandes explicites ; et la seconde est qu'elles peuvent influencer la valeur de l'entreprise sur le marché. Dans les deux cas, elles peuvent donc impacter la performance financière de l'entreprise.

Pour expliquer l'effet potentiel des demandes implicites sur la performance financière, Cornell et Shapiro s'appuient essentiellement sur l'exemple des consommateurs. Selon ces auteurs, tout produit vendu à un consommateur est accompagné d'une promesse de la part de l'entreprise. Une promesse qui peut porter par exemple sur la qualité du produit, sur la continuité de sa commercialisation ou encore sur le lancement de produits annexes pouvant augmenter l'utilité et la durée de vie du produit initial. Bien que ces promesses ne soient pas formalisées par des contrats, elles ont une valeur sur le marché. Cette valeur provient du prix que le consommateur accepte de payer pour se procurer ce produit plutôt qu'un autre. En effet, une promesse de continuité de commercialisation du produit laisse sous-entendre à un acheteur de voiture la possibilité de trouver des pièces de rechange dans les années suivant son achat. De même, une signalisation de la qualité d'un matériel informatique ou électronique indique à l'acheteur qu'il a de faibles chances d'avoir des soucis techniques avec ce produit. Au-delà d'être un argument de vente, ces promesses justifient le prix d'un produit et entraînent par la suite une attente particulière chez le client. Cette promesse crée donc une demande implicite chez l'acheteur.

Les promesses donnant lieu à des demandes implicites peuvent concerner d'autres parties prenantes comme les employés ou les partenaires commerciaux. Par exemple, en plus des clauses spécifiées dans le contrat de travail portant sur le salaire et la nature du travail, les employés se voient souvent promettre un bon environnement de travail, une sécurité de l'emploi ou la possibilité de progresser et d'avoir des promotions. De même, un détaillant qui accepte de commercialiser un produit peut recevoir des promesses de la part de l'entreprise sur les efforts en publicité ou sur l'assistance technique.

Le point commun de toutes ces promesses et demandes implicites est qu'elles pèsent sur la valeur de l'entreprise à travers : 1) le « *capital organisationnel* » ; et 2) les cash-flows futurs de l'entreprise. Cornell et Shapiro considèrent que la qualité des relations avec les parties prenantes ayant des demandes implicites affecte directement « *le capital organisationnel* ». Cette notion renvoit à la partie de la valeur de l'entreprise qui excède sa valeur comptable ou liquidative appelée également *goodwill* en langage comptable. Selon les auteurs, « *le capital*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

organisationnel est égal à la valeur actuelle du marché de toutes les demandes implicites » (*Ibid*., p.8). En face du capital organisationnel, l'entreprise a une partie de son passif qui correspond aux « *dettes organisationnelles* ». Ces dernières correspondent aux « *coûts, évalués par l'entreprise, pour honorer les demandes implicites présentes et futures*». Ces dettes organisationnelles ne figurent pas sur les comptes de l'entreprise. Cornell et Shapiro suggèrent cependant aux entreprises de les évaluer afin de mieux les contrôler. La première règle d'équilibre est de vérifier de ne pas vendre une promesse à un prix inférieur au coût potentiel de la demande implicite. En outre, il est important de maîtriser la valorisation du capital et des dettes organisationnelles par les actionnaires car la valeur de l'entreprise en dépend.

Cornell et Shapiro supposent donc que la valorisation de l'entreprise sur le marché dépend des demandes implicites. Plus particulièrement, ils supposent que les actionnaires sont sensibles aux informations qui ont un lien avec les demandes implicites des parties prenantes. En effet, sachant que les annonces liées à la firme (notamment les annonces de dividende, de division du nominal, de changement de notation et autres) fournissent des éléments d'information à l'ensemble de son environnement, les actionnaires peuvent anticiper les effets qu'elles peuvent engendrer sur le comportement des parties prenantes. Selon les termes de Cornell et Shapiro : « *si les investisseurs sont rationnels, la réponse des prix des titres à ces informations devrait refléter l'évaluation des investisseurs de la réaction des autres parties prenantes à l'information* » (*Ibid*., p.10). La manière avec laquelle les prix des titres répondent aux nouvelles informations dépend de deux facteurs : le montant du capital organisationnel et la valeur informative de ces signaux aux parties prenantes. Les auteurs soulignent par ailleurs, que la même annonce peut constituer une information pour certaines parties prenantes et pas pour les investisseurs. Par exemple, une annonce de dégradation de la note d'une entreprise peut être plus informative pour certaines parties prenantes (comme les clients ou les fournisseurs) alors que pour les investisseurs elle n'apporte pas d'élément nouveau. En effet, ces derniers sont généralement bien informés ce qui suppose qu'ils ont accès aux mêmes informations qui ont permis à l'agence de notation de dégrader la note. Cette dégradation ne fait que confirmer ce qu'ils savaient déjà contrairement à d'autres parties prenantes qui, moins bien informées, n'apprennent les difficultés financières de l'entreprise qu'au moment de l'annonce de l'agence (*Ibid*., p.10). Ce type d'annonce peut donc être interprété par les parties prenantes comme un risque que l'entreprise ne puisse pas honorer ses promesses vis-à-vis d'elles. Selon la nature de l'entreprise et des parties prenantes, ces

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

craintes peuvent concerner un retard de livraison, un arrêt de la production du bien, une rupture de l'assistance concernant ce produit, etc.

Selon Cornell et Shapiro, ces problèmes potentiels peuvent impacter négativement la valeur de l'entreprise de deux manières. La première est liée à la diminution du capital organisationnel à cause de l'anticipation de la part des actionnaires des conséquences éventuelles. La deuxième est liée à la baisse des *cash-flows* futurs à cause de la diminution du prix que le consommateur accepte de payer et la baisse de la demande pour les produits de l'entreprise. Cette diminution des *cash-flows* est rapidement détectée et répercutée sur les prix des titres par les actionnaires.

Cette analyse basée sur la théorie des parties prenantes explique, selon Cornell et Shapiro, pourquoi certains événements qui touchent les parties prenantes engendrent des baisses très importantes des cours de bourse des entreprises concernées : « *la théorie des parties prenantes implique que des chocs comme les rappels de produits, les retards de production, les litiges et autres, ont un impact négatif plus important sur la valeur de la firme que celui des cash-flows engagés*» (*Ibid*., p.13). Ceci justifie pourquoi les managers doivent prendre en compte les attentes et demandes des parties prenantes de l'entreprise. Une bonne gestion des parties prenantes permet de mieux maîtriser ce type de risques.

Par ailleurs, il est toujours plus prudent pour l'entreprise de gérer les demandes implicites et d'y répondre volontairement. Car si elles ne sont pas satisfaites, les parties prenantes peuvent exiger de remplacer les promesses tacites par des contrats explicites plus coûteux pour l'entreprise. En outre, les demandes implicites insatisfaites peuvent également conduire à des conflits pouvant se transformer en poursuites judiciaires. Dans tous les cas, il est moins coûteux de traiter les demandes implicites convenablement que de les voir se transformer en contrats ou en litiges.

Dans la même veine, Hill et Jones (1992) suggèrent que la non-satisfaction des demandes implicites des parties prenantes peut conduire celles-ci à mettre en place des structures organisées pour intenter des actions collectives. De cette manière, des parties prenantes éparses et à faible pouvoir de négociation augmentent leur pouvoir vis-à-vis de la firme pour la contraindre à les écouter. Les exemples les plus significatifs de ces rassemblements sont les syndicats d'employés et les associations de consommateur. Ainsi, une mauvaise image de l'entreprise du point de vue sociétal peut amener les clients à boycotter ses produits et un mauvais climat social dans l'entreprise peut engendrer des grèves. Dans les deux cas, les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

coûts de ces actions collectives peuvent être plus importants que le prix de la satisfaction volontaire des demandes de ces parties prenantes.

L'argument du contrôle de l'évolution des demandes implicites est également évoqué comme moyen efficace pour éviter la parution de nouvelles lois et réglementations ou le durcissement de celles qui existent. L'idée est de se conformer à une autorégulation afin d'éviter de nouvelles contraintes explicites. Cette idée n'est pas nouvelle, elle fait partie des principales motivations des dirigeants pour pratiquer une gestion « responsable ». La négligence des demandes implicites des parties prenantes peut en effet conduire l'Etat à intervenir pour les protéger. Davis (1960) parle d'« érosion du pouvoir social » : « *la fuite de la responsabilité sociale amène à une érosion graduelle du pouvoir social* » (Idem, 73). Il explique que si les dirigeants n'acceptent pas la responsabilité sociale et ne voient pas les opportunités qu'elle peut créer, d'autres groupes vont se charger d'assumer ces responsabilités. Autrement dit, la liberté d'action des hommes d'affaires dans la société est subordonnée à leur degré d'acceptation des responsabilités sociales. Cette idée est également suggérée par Bowen (1953) : « *il est devenu de plus en plus clair que la liberté de choix et la délégation d'un pouvoir comme celles exercées par les hommes d'affaires peuvent difficilement être autorisées à perdurer sans une certaine prise en charge de responsabilité sociale* » (Bowen, 1953, cité dans Davis, 1960 : 73).

Pour asseoir cette idée, Davis (1960) cite l'exemple des entreprises américaines qui, bien qu'habituées à accorder une attention mineure à la sécurité au travail durant le XIXe siècle, ont accepté dès le début du XXe siècle de prendre la question de la sécurité plus sérieusement. Depuis, voyant que les entreprises agissaient de manière responsable en matière de sécurité, peu de restrictions ont été émises par les différents gouvernements concernant ce domaine. En revanche, selon Davis (1960), les entreprises américaines n'ont fait aucun effort durant le premier quart du XXe siècle concernant les licenciements qui ont parfois été massifs. Par conséquent, elles se sont vues imposer de payer des compensations financières pour le chômage par le gouvernement. (*Idem*., p.73).

En conclusion, une entreprise a plutôt intérêt à montrer « patte blanche » pour se voir éviter des restrictions et des coûts supplémentaires. En assumant volontairement sa responsabilité vis-à-vis de ses parties prenantes, elle dépense certainement des ressources, mais ces dépenses restent beaucoup moins importantes que celles qu'elle pourrait subir en fuyant ses responsabilités.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.2.2.2 L'acquisition d'avantages compétitifs

Le deuxième groupe d'arguments en faveur d'un impact positif de la performance sociale sur la performance financière de l'entreprise s'appuie sur les opportunités que confère une gestion « responsable » en termes d'acquisition d'avantages compétitifs. Ces avantages peuvent se matérialiser sous différentes formes, dont principalement : l'amélioration de la réputation de l'entreprise, le développement de l'innovation et de la créativité, l'amélioration des ventes et de la capacité à fidéliser ses clients, la hausse de la productivité de ses salariés, ou encore l'accès à des opportunités pour le développement des affaires de l'entreprise.

Il est intéressant de constater que s'il est un paramètre qui intervient dans l'acquisition de ces avantages, c'est la réputation de l'entreprise. L'amélioration de l'image et de la réputation de l'entreprise représente d'ailleurs l'argument le plus cité pour justifier l'impact positif de la RSE sur la performance de l'entreprise. Et pour cause, la réputation intervient dans plusieurs domaines : la vente, le recrutement, les partenariats, etc. En effet, une bonne réputation augmente l'attractivité de l'entreprise auprès de ses principaux partenaires qu'ils soient employés, consommateurs, fournisseurs, pouvoirs publics ou autres. Nous proposons donc de commencer par présenter la notion de réputation et ses enjeux de manière globale avant d'exposer les principaux domaines cités dans la littérature (les consommateurs, les ressources humaines, l'environnement écologique, et la légitimité organisationnelle) à travers lesquels l'entreprise peut gagner des avantages compétitifs grâce à une bonne performance sociétale.

a. Les avantages liés à l'amélioration de la réputation de l'entreprise

La réputation est généralement définie en termes d'opinion des parties prenantes sur la firme (Roberts, 2003). Deephouse (2000) définit la réputation comme « *l'évaluation d'une firme par ses parties prenantes du point de vue de leur affect, estime et connaissance* ». D'après Waddock et Graves (1997b), la réputation est un signal de la qualité du management de l'entreprise car elle indique l'habileté des managers à dialoguer avec les parties prenantes et à maintenir de bonnes relations avec eux. Enfin, selon les termes de Fombrun et Shanley (1990) « *la réputation reflète le succès relatif de la firme dans la réalisation des attentes de multiples parties prenantes* ». Le point commun de toutes ces définitions est le lien qu'elles font entre la réputation d'une entreprise et la qualité de ses relations avec ses parties prenantes. En répondant à leurs demandes et attentes, elle améliore son image auprès d'eux. Ainsi, le premier avantage que l'entreprise peut acquérir à travers l'amélioration de sa performance sociétale est la construction d'une bonne réputation.

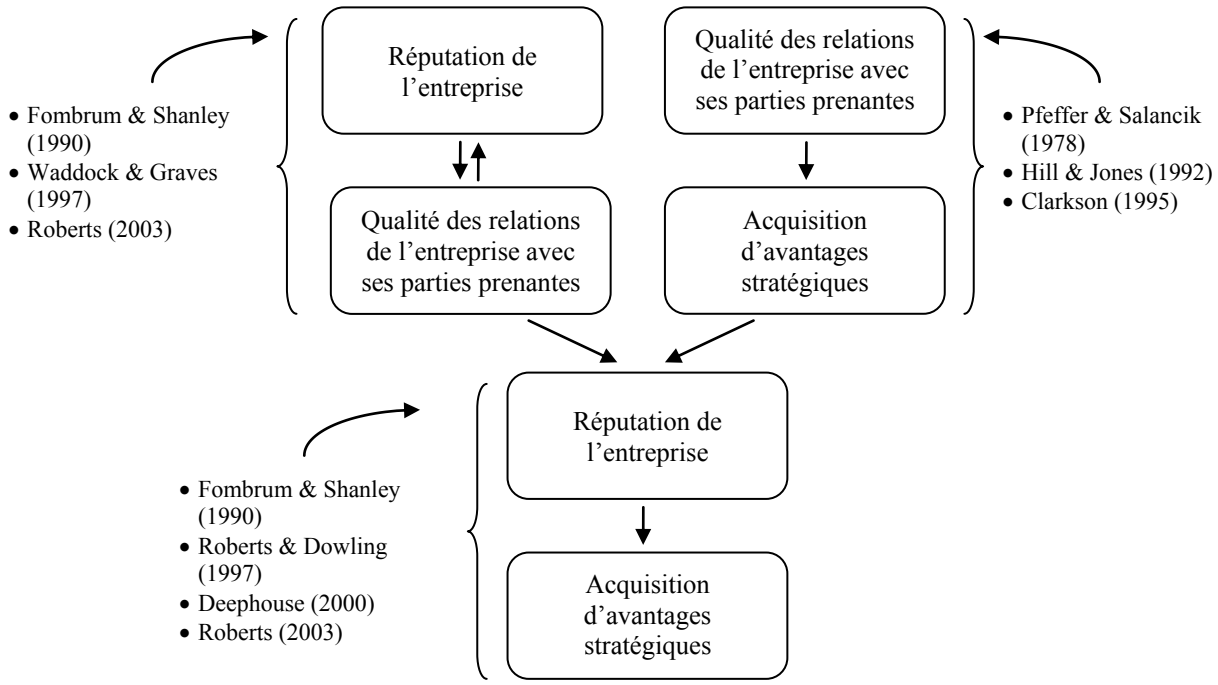
© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Par ailleurs, plusieurs autres avantages peuvent découler de l'amélioration de la réputation de organisationnelle auprès de ses partenaires, et plus particulièrement ceux considérés comme primaires selon la classification de Clakson (1995). En effet, comme l'explique le paragraphe 2.1.2.2, ces derniers peuvent avoir une capacité importante à contrôler une ou plusieurs ressources nécessaires à l'organisation (Pfeffer & Salancik, 1978). Autrement dit, ils peuvent être la source d'avantages stratégiques pour l'entreprise.

Comme le résume la figure 24 ci-dessous, le lien entre réputation et qualité des relations avec les parties prenantes, d'un côté, et qualité des relations avec les parties prenantes et création d'avantages stratégiques, de l'autre côté, amène plusieurs auteurs à adopter un raccourci qui consiste à considérer la réputation comme un moyen pour créer un avantage compétitif (Deephouse, 2000 ; Fombrun & Shanley, 1990 ; Roberts & Dowling, 1997 ; Roberts, 2003).

Figure 24 : Réputation de l'entreprise et acquisition d'avantages stratégiques



La capacité de la réputation à conduire à des avantages stratégiques et à accroître la compétitivité de l'entreprise fait d'elle un actif valorisé en termes comptable et financier. En effet, la réputation est considérée comme une ressource intangible faisant partie du capital immatériel de l'entreprise et à même d'influencer la valorisation de la firme par le biais du goodwill (Ang & Wight, 2009 ; McMillan & Joshi, 1997 ; Murray & Vogel, 1997 ; Shapiro,

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

1983). D'après Shapiro (1983) « *Il est reconnu depuis longtemps qu'une firme qui a une bonne réputation possède un actif de valeur. Celui-ci est souvent désigné par la valeur du 'goodwill' […]* » (Shapiro, 1983 : 659). Ainsi, bien que reconnu et perçu depuis longtemps, l'actif que représente la réputation ne figure pas en tant que tel dans le bilan comptable d'une entreprise. Il apparaît uniquement à travers la valeur du goodwill attribuée par les évaluateurs d'une entreprise à une date donnée.

Le concept de goodwill désigne la partie de la valeur de l'entreprise qui dépasse la valeur comptable de l'ensemble de ses actifs. Degos et Hirigoyen (1988) définissent le goodwill comme « *l'excédent de la valeur globale d'une entreprise à une date donnée sur la juste valeur attribuée aux éléments identifiables de son actif à cette date. Cet excédent est un élément d'actif incorporel qui tire sa source des bonnes relations de l'entreprise avec ses clients, de ses ressources humaines, d'un emplacement favorable, de sa réputation et de nombreux autres facteurs qui permettent à l'entreprise de réaliser des bénéfices supérieurs à la normale* ». Le goodwill représente donc la valeur de tous les actifs incorporels non inscrits dans la comptabilité d'une entreprise. Parmi ces actifs, nous retrouvons la qualité des relations de l'entreprise avec ses parties prenantes.

La valorisation du goodwill se fait principalement à l'occasion de rachat d'entreprise. En effet, c'est le goodwill qui justifie le surprix payé par l'acquéreur par rapport à la valeur de l'actif net de l'entreprise rachetée. Ce surprix ou survaleur correspond à la valeur des éléments non comptabilisés de l'entreprise et qui possèdent une valeur reconnue. Le goodwill est également pris en compte dans la valorisation des titres de l'entreprise sur le marché. C'est la valeur des actifs incorporels correspondant au goodwill qui explique l'écart entre la valeur boursière de l'entreprise et sa valeur nette comptable. Le ratio classique utilisé pour évaluer la part des actifs incorporels d'une société cotée dans sa valeur globale est le ratio « *book to market* ». Comme son nom l'indique, ce ratio correspond à la valeur comptable de la firme (*Book Value*) divisée par sa valeur boursière ou de marché (*Market Value*). En analyse financière, ce ratio indique la valeur attribuée par le marché aux actifs incorporels ou intangibles de l'entreprise qui ne figurent pas dans son bilan.

En effet, les investisseurs sont supposés prendre en compte les éléments incorporels pour évaluer la valeur globale de l'entreprise. Pour cela, ils doivent chercher l'information pertinente sur ces éléments. D'après Amir, Lev et Sougiannis (2003), ne trouvant pas tous les renseignements sur les actifs intangibles dans les documents comptables, les analystes financiers complètent leur information par d'autres sources comme le rapport annuel ou les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

réunions avec les dirigeants et partenaires de l'entreprise. Autrement dit, même s'ils ne font pas partie des supports classiques de la communication financière, les éléments intangibles peuvent être repérés par les analystes et les investisseurs. En revanche, ces éléments ne sont susceptibles d'impacter la valorisation de l'entreprise que s'ils sont identifiés et perçus comme source potentielle de création de valeur. Pour avoir une bonne évaluation du goodwill de l'entreprise, les dirigeants doivent donc : 1) comprendre quels sont les aspects incorporels les plus pertinents et les plus valorisés sur le marché et 2) souligner ces aspects incorporels dans leur communication.

Selon Murray et Vogel (1997), la formation d'un goodwill lié aux relations avec l'environnement social de la firme dépend en grande partie des efforts fournis par les managers. Plus précisément, Murray et Vogel (1997) suggèrent que la mise en place d'une stratégie efficace de management du goodwill comporte trois phases : 1) la compréhension par les managers de l'importance d'être sensible à l'environnement social ; 2) l'identification et le développement de stratégies d'action susceptibles de sensibiliser les interlocuteurs clés de la firme ; et 3) la mesure de l'efficacité des programmes sociaux mis en place (Murray et Vogel, 1997 : 142). Ainsi, il ne suffit pas que l'entreprise soit socialement sensible ou responsable pour bâtir des actifs incorporels valorisés. En effet, elle doit s'assurer que ses efforts fournis pour répondre aux demandes sociales soient perçus et appréciés par ses parties prenantes.

En conclusion, il est possible de dire qu'en tant qu'actif incorporel, la réputation peut influencer l'évaluation de l'entreprise. La valeur de la réputation provient essentiellement des avantages stratégiques qu'elle permet à l'entreprise d'atteindre. La formation d'une réputation est liée à la performance sociale de l'entreprise dans la mesure où la réputation se forge à travers la qualité des relations de l'entreprise avec ses parties prenantes. Ces dernières attribuent en effet une meilleure image à une entreprise sensible à leurs demandes. Les paragraphes suivants expliquent en quoi la satisfaction des attentes sociétales peut être source d'avantages concurrentiels pour l'entreprise.

b. Les avantages liés aux relations avec les consommateurs

Les clients ou plus généralement les consommateurs comptent parmi les parties prenantes les plus importantes pour une entreprise. En effet, c'est leur demande et leurs choix de consommation qui conditionnent l'existence et le succès d'une entreprise. Ainsi, l'importance de la réputation de l'entreprise auprès de ses consommateurs représente unanimement un

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

enjeu important. En revanche, les éléments qui entrent en compte dans la formation de la réputation de l'entreprise peuvent différer selon les perspectives. Selon Shapiro (1983), ce sont principalement le prix et la qualité du produit qui déterminent la réputation d'une entreprise auprès des consommateurs. Cette vision réductrice est cependant contestée par plusieurs travaux qui suggèrent que d'autres facteurs entrent en compte dans les relations entre l'entreprise et le consommateur (Bhattacharya & Sen, 2003 ; Dutton & Dukerich, 1991 ; Pratt, 2000). Ce dernier peut par exemple être sensible aux valeurs de l'entreprise et à son comportement d'un point de vue éthique ou sociétal (Bhattacharya & Sen, 2004). Les paragraphes suivants détaillent ces différentes perspectives.

D'après Shapiro (1983), la réputation de l'entreprise auprès des consommateurs est un actif stratégique dont la formation nécessite du temps et de l'investissement de la part de l'entreprise. Le temps et les coûts nécessaires à la constitution d'une réputation sur le marché dépendent du secteur d'activité de l'entreprise et du produit fabriqué. Par exemple, la durée et les moyens nécessaires à un restaurateur pour bâtir une réputation parmi les clients sont beaucoup moins importants que ceux nécessaires à un promoteur immobilier. En effet, le coût de la préparation d'un plat et le temps nécessaire pour apprécier sa qualité sont nettement plus réduits que le coût de la construction d'un immeuble et le temps moyen permettant d'évaluer sa qualité. Ce dernier pouvant s'étaler sur plusieurs années à partir de la date de la fin des travaux.

Dans le modèle de Shapiro (1983), les investissements dans la réputation proviennent principalement de la vente du produit à un prix plus bas que son coût de revient durant la phase de démarrage. Cette phase est nécessaire selon l'auteur pour convaincre les consommateurs d'essayer le produit. En effet, les clients se basent sur la qualité des produits acquis dans le passé pour juger celle des produits présents. Selon les termes de Shapiro, « *la formation de la réputation est une forme de signalement pour une activité : la qualité des articles produits à des périodes précédentes sert comme un signal pour la qualité de ceux produits durant la période présente*». (*Ibid*., p.660- 661). Ainsi, pour bâtir une réputation, une entreprise doit arriver à faire parvenir un signal positif aux consommateurs par rapport à la qualité de son produit. Ce signal a cependant un coût entraîné par la vente à bas prix lors de la phase de lancement du produit. Ces concessions de départ sur le prix sont encore plus importantes lorsque la marque lancée se trouve en concurrence avec des marques dont la notoriété est déjà établie. Si au bout de la période de lancement, la nouvelle marque réussit à gagner la reconnaissance des clients, l'entreprise peut rajouter une prime de qualité à son prix

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

de vente. En effet, selon Shapiro (1983) la réputation permet à l'entreprise de bénéficier d'une prime de prix que le client est prêt à payer pour obtenir ses produits ou services. D'après l'auteur, « *cette prime peut être vue comme un retour sur l'investissement en réputation ou comme une motivation pour l'entreprise pour l'inciter à maintenir le niveau de qualité* » (*Ibid*., p.661). Autrement dit, c'est un surplus que le client accepte de payer par rapport à un produit équivalent moins réputé pour rémunérer les efforts passés et présents de l'entreprise.

La réputation permet donc à l'entreprise d'acquérir un avantage concurrentiel représenté par un positionnement sur le marché qui lui permet de vendre ses produits avec une marge confortable. Cet avantage n'est néanmoins jamais définitif et ne permet pas toujours de bloquer l'entrée aux concurrents potentiels. En effet, selon Shapiro (1983), « *la réputation constitue un coût d'entrée mais pas nécessairement une barrière à l'entrée* » (*Ibid*., p.661). Autrement dit, toute entreprise pouvant faire face aux coûts nécessaires à la construction d'une réputation peut potentiellement convaincre les clients et pénétrer le marché avec un positionnement similaire.

Le prix et la qualité ne constituent cependant pas les seuls paramètres qui entrent en jeu dans la formation de la réputation et dans la construction d'une relation durable entre l'entreprise et les consommateurs. En effet, plusieurs travaux dans le champ du marketing relationnel suggèrent que les consommateurs attachent une grande importance à l'identité de l'entreprise (Bhattacharya & Sen, 2003 ; Dutton & Dukerich, 1991 ; Pratt, 2000). Selon ces auteurs, l'identité sociale d'une entreprise joue un rôle important dans l'attractivité de ses marques et produits sur le marché. D'après Bhattacharya et Sen (2003), l'identité sociale est composée de plusieurs facteurs comme sa position concurrentielle, sa taille, sa localisation, ou encore la perception qu'ont les consommateurs de ses valeurs, de sa mission ou de sa culture (Bhattacharya & Sen, 2003 : 77-78). Ces auteurs précisent par ailleurs que ces facteurs ne sont pas toujours pris en compte simultanément par un consommateur pour attribuer une identité à une entreprise. Selon les contextes et les profils des consommateurs, les facteurs retenus pour attribuer une identité à l'entreprise peuvent différer.

En s'appuyant sur la théorie de l'identité sociale (Brewer, 1991 ; Tajfel & Turner, 1985), Bhattacharya et Sen (2003) expliquent que pour effectuer leurs choix de consommation, les consommateurs ont souvent besoin de s'identifier à l'entreprise. La théorie de l'identité sociale suggère que dans leur construction du sens du soi, les individus vont au-delà de leur identité individuelle et tentent de développer une identité sociale. Autrement dit, ils s'identifient à une ou plusieurs catégories sociales (genre, ethnie, occupation, équipe de sport,

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

etc.) ou se classent en tant que membres de ces dernières (Bhattacharya & Sen, 2003 : 77). Selon Bhattacharya et Sen (2003), la relation entre l'entreprise et le consommateur repose sur le concept d'identification à l'organisation ou d'« identification consommateur-entreprise ou identification C-E » (en anglais *Consumer-Company identification* ou *C-C identification*). Ainsi, les consommateurs sont susceptibles d'être attirés par l'identité d'une entreprise qui les aide à satisfaire au moins un de leurs trois besoins fondamentaux : le besoin d'auto-continuité (*self-continuity*), le besoin d'auto-singularité (*self-distinctiveness*) et le besoin d'auto-valorisation (*self-enhancement*) (Bhattacharya & Sen, 2003 : 79). Autrement dit, le consommateur est généralement attiré par l'identité d'une entreprise qu'il perçoit similaire à sa propre identité, singulière ou encore prestigieuse.

La perception d'auto-continuité ou de similitude de l'identité est un levier important dans le choix des organisations par les individus car elle leur permet de construire une identité sociale cohérente (Bhattacharya & Sen, 2003 : 80). En d'autres termes, les consommateurs préfèrent les organisations dont l'identité correspond à leur personnalité et à travers lesquelles ils peuvent mieux exprimer leur authenticité et leurs valeurs (Pratt, 2000). Ainsi, un consommateur concerné par les droits des animaux est plus attiré par une entreprise qui s'engage pour cette cause (par exemple une entreprise qui s'engage à ne pas effectuer de tests sur les animaux) que par une autre qui se distingue par son engagement dans le domaine artistique (Bhattacharya & Sen, 2003 : 80).

D'après Tajfel et Tuner (1985), la recherche de la singularité correspond au besoin des individus de se distinguer des autres dans les contextes sociaux. En effet, les individus essayent de résoudre une tension fondamentale entre leur besoin d'être similaire aux autres et celui d'être unique (Brewer, 1991). Ainsi, un consommateur peut rechercher les organisations qui lui semblent se distinguer par rapport à ses concurrents par certains aspects. Tel est le cas par exemple d'une entreprise qui se différencie de ses concurrents par des procédés de fabrication moins nocifs pour l'environnement.

L'attrait des consommateurs pour les entreprises perçues comme prestigieuses répond selon Bhattacharya & Sen (2003) au besoin d'avoir une bonne image de soi. D'après ces auteurs, le besoin d'auto-continuité est souvent couplé au besoin d'auto-valorisation. Autrement dit, en plus de leur besoin de se sentir cohérents, les individus ont également besoin d'avoir une bonne image d'eux-mêmes. En effet, d'après Dutton & Dukerich (1991), le choix d'organisations prestigieuses leur permet d'avoir une meilleure estime de soi. Par exemple, le

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

consommateur peut ressentir une certaine fierté à acheter les produits d'une entreprise reconnue pour sa générosité et ses œuvres de charité.

Cette analyse du comportement du consommateur permet de comprendre en quoi la performance sociétale de l'entreprise peut constituer un avantage concurrentiel. En effet, l'engagement sociétal d'une entreprise peut attirer les consommateurs à travers le mécanisme d'identification à l'organisation. L'attrait des entreprises socialement responsables n'est pas un phénomène marginal, il concerne un nombre croissant de consommateurs. En effet, ces derniers sont devenus de plus en plus nombreux à prendre en compte dans leurs décisions d'achat des critères sociétaux comme l'impact écologique du produit ou de son processus de production (Boyer & Poisson, 1992) et le respect des droits de l'homme (Vogel, 2005).

Selon Louppe & Rocaboy (1994), l'impact sur l'environnement écologique compte parmi les principaux domaines de la RSE qui touchent les consommateurs. La prise de conscience écologique dès la fin des années 1960 a en effet conduit à la création d'un « consumérisme vert » qui s'est propagé progressivement parmi un nombre croissant de consommateurs (Louppe & Rocaboy, 1994).

De même, le respect des droits de l'homme et des travailleurs est un sujet qui concerne de plus en plus de consommateurs particulièrement dans le secteur du textile (Vogel, 2005). En effet, depuis les scandales relayés par les médias sur des enseignes comme Nike, les consommateurs s'inquiètent plus des conditions de travail dans les usines des sous-traitants des grandes entreprises de produits textiles (Vogel, 2005).

Outre les critères cités, d'autres critères sociétaux peuvent être pris en compte dans les choix de consommation comme les droits des animaux, le mécénat, la discrimination raciale, etc. Comme l'expliquent Bhattacharya & Sen (2003), l'attirance d'un individu pour une organisation dépend en grande partie de sa sensibilité aux valeurs qui la distinguent. D'un point de vue instrumental, une entreprise doit donc s'assurer que les valeurs qui caractérisent son identité auprès du grand public touchent un nombre important de consommateurs.

Répondre aux attentes sociétales des clients peut permettre à l'entreprise de gagner leur confiance, de les fidéliser et d'en recruter de nouveaux. Ces derniers peuvent en effet être attirés par les valeurs dégagées par l'engagement sociétal de l'entreprise à travers le mécanisme d' « identification consommateur-entreprise » (Bhattacharya & Sen, 2003, 2004). En outre, l'entreprise peut bénéficier d'une prime de prix sur la vente de ses produits ou services grâce à sa réputation acquise à travers la satisfaction des attentes des consommateurs

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

(Shapiro, 1983). Il est ainsi possible d'envisager que la performance sociétale de l'entreprise peut impacter sa performance financière via l'amélioration de ses ventes en quantité et en valeur.

c. Les avantages liés aux relations avec les salariés

Les salariés représentent une partie prenante qui prend une importance croissante pour les entreprises. D'après Pfeffer (1994), les employés et la manière dont ils sont gérés deviennent de plus en plus importants pour le succès des organisations car plusieurs autres sources d'avantages compétitifs sont moins puissantes qu'elles ne l'étaient une vingtaine d'années plus tôt (Pfeffer, 1994 : 10). Selon lui, les sources de succès traditionnels comme la technologie, les marchés protégés par la réglementation, l'accès aux ressources financières et les économies d'échelle, fournissent toujours des avantages compétitifs aux organisations mais à un degré moins important que dans le passé. Selon Pfeffer (1994), la culture organisationnelle et les compétences provenant de la gestion des ressources humaines sont devenues comparativement plus décisives (*Ibid*., p.11).

En effet, les sources d'avantages concurrentiels traditionnels sont soit en train de disparaître (le protectionnisme par la régulation) soit en train de devenir plus facilement accessibles. En d'autres termes, ces sources ne garantissent plus d'avantage durable notamment à cause du phénomène d'imitation (technologies, produits, processus de fabrication et de distribution, etc.), de la disponibilité plus importante de certaines ressources (capital et ressources financières) et du raccourcissement des cycles de vie des produits (qui limite la possibilité de faire des économies d'échelle) (*Ibid*., p.12-16). Selon Pfeffer (1994), les éléments différentiateurs sont à chercher désormais plus dans l'organisation, les employés et leur façon de travailler (*Ibid*., p.16-17).

Par ailleurs, plusieurs auteurs suggèrent qu'une gestion responsable de l'entreprise a des conséquences positives sur la performance des ressources humaines (Greening & Turban, 2000 ; Hill & Jones, 1992 ; Margolis & Walsh, 2003 ; Waddock & Graves, 1997b). Cet effet positif peut résulter d'une manière directe, c'est-à-dire à travers une bonne gestion des employés qui consiste à être attentif à leurs attentes implicites. Mais il peut aussi résulter d'une manière indirecte, c'est-à-dire d'une bonne performance sociale qui améliore l'image de l'entreprise auprès de ses employés.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

D'après Hill et Jones (1992), la satisfaction des employés améliore leur motivation et par la suite leurs performances. Selon les termes des auteurs, « *la satisfaction des demandes des employés pour des salaires plus élevés et de meilleures conditions de travail peut améliorer la productivité des employés et fournir ainsi au management des ressources plus importantes* » (*Ibid*., p.138). Dans le même esprit, Freeman (1984) suggère que des relations de travail positives peuvent déboucher sur une croissance de la productivité, une baisse du taux de rotation des employés ainsi qu'une baisse du nombre de grèves. Cette idée fait écho à l'argument du contrôle des demandes implicites qui permet de minimiser les coûts liés aux conflits ouverts telles que les grèves (Cornell & Shapiro, 1987 ; Hill & Jones, 1992).

Cependant, les employés ne sont pas uniquement sensibles au comportement de l'entreprise envers eux-mêmes mais aussi envers la société en général. Une bonne performance sociale de l'entreprise permet en effet d'améliorer l'image et la réputation de l'entreprise vis-à-vis de l'extérieur aussi bien que de l'intérieur (Fombrun & Shanley, 1990 ; Freeman et al., 2007). Cette image positive peut avoir pour conséquence de fidéliser les employés présents dans l'entreprise et d'attirer un nombre plus important de futurs candidats, ce qui facilite le recrutement de bons profils (Bauer & Aiman-Smith, 1996 ; Fombrun & Shanley, 1990 ; Turban & Greening, 1997). En effet, les candidats potentiels sont sensibles aux signaux positifs sur la firme dans laquelle ils se projettent. Ceci peut s'expliquer selon Bauer et Aiman-Smith (1996) par l'asymétrie de l'information concernant l'entreprise entre un demandeur et un offreur d'emploi poussant les employés à accorder de l'importance aux signaux portant sur « *les caractéristiques inobservables de l'organisation* » (*Ibid*., p.448).

En outre, lorsqu'un employé fait partie d'une organisation, il se sent plus à l'aise à l'idée de travailler pour une entreprise qui projette une image positive. Vogel (2005) cite l'exemple des employés de Nike après la compagne médiatique à propos du mauvais traitement des ouvriers dans les usines des sous-traitants. D'après lui, certains employés de Nike aux Etats-Unis ont fait part de leur embarras de travailler pour une entreprise qui a une mauvaise image auprès du public. D'après l'un des responsables de l'entreprise à l'époque du scandale, il était probable que cet épisode ait pesé sur le choix d'anciens employés de quitter l'entreprise ainsi que sur celui de potentiels candidats de ne pas postuler chez Nike (Vogel, 2005 : 59).

L'importance de l'image de l'entreprise pour les employés s'explique aussi par la quête du sens qui caractérise les êtres humains (Gorz, 1988). Les employés sont en effet souvent concernés par la différence qu'ils peuvent causer sur la vie d'autrui (Grant, 2007). Plus spécifiquement, Grant (2007) utilise le concept de la « *différence pro-sociale* » qui renvoie

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

aux effets de l'activité d'une personne ou d'une entité sur la vie des autres. Son analyse s'appuie sur les travaux sur la motivation en ressources humaines et en psychologie. Selon Grant (2007), « *la motivation de faire une différence pro-sociale émerge à travers deux états psychologiques : l'impact perçu sur autrui (conscience que les actions de l'un affectent les autres personnes) ; et l'engagement affectif vis-à-vis des personnes touchées (préoccupation pour le bien-être de ces personnes)* » (*Ibid*., p.399). Selon l'auteur, que la motivation provienne du premier état ou du deuxième, le désir de réaliser une « différence pro-sociale » peut être décisif pour diriger, dynamiser et maintenir la motivation pour une activité.

Le concept de la « différence pro-sociale » permet d'expliquer d'un côté l'attirance des employés pour une entreprise « socialement responsable » et d'un autre les conséquences positives d'une politique de RSE sur la productivité des salariés. En effet, en s'appuyant sur les travaux de Bandura (1977, 1997) sur l'impact des paramètres psychologiques sur l'efficacité, Grant (2007) suggère que « *lorsque les employés s'aperçoivent que leurs actions ont un impact sur autrui, ils sont susceptibles de s'engager dans la poursuite de la réalisation d'une différence positive sur les vies de ces gens (Bandura, 1977, 1997), ils se sentent capables de faire une différence pro-sociale*» (Grant, 2007 : 403). Selon Grant, les conséquences de cet engagement sur le comportement des employés est bénéfique à l'entreprise dans le sens où : « *la motivation pour réaliser une différence pro-sociale est susceptible d'accroître l'effort, la persistance et le comportement d'aide* » (*Ibid*., p.404). L'auteur explique que le fait d'être conscient des résultats de son comportement et de les apprécier, amène l'employé à s'investir plus et à persister dans la mission qui lui est confiée. Cela explique pourquoi certains managers choisissent l'argument de la RSE ou du développement durable comme thème fédérateur pour l'ensemble des employés. En effet plusieurs auteurs constatent que la description des objectifs des employés en termes de réalisation de différence positive dans la vie des autres est un moyen utilisé par les employeurs pour motiver les salariés (Collins & Porras, 1994, 1996 ; Margolis & Walsh, 2003).

Dans le même esprit, la théorie de l'identité sociale suggère que l'image qu'ont les employés d'eux-mêmes est influencée par l'image et la réputation de leur employeur (Greening & Turban, 2000). En effet, Bhattacharya et Sen (2003) suggèrent que le mécanisme d'identification (développé plus haut) n'est pas valable uniquement pour les individus en tant que consommateurs mais également en tant que salariés. En effet, les individus ont également tendance à s'identifier à l'organisation dans laquelle ils travaillent ou

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

se voient travailler. Par conséquent, un employé est plus attaché et plus fidèle à son entreprise lorsque celle-ci répond mieux à ses besoins fondamentaux de similitude, de singularité et de prestige. De même, un candidat potentiel est plus attiré par une entreprise dont l'identité correspond plus à ses besoins et attentes (Greening & Turban, 2000). Le mécanisme d'identification apporte donc un éclairage supplémentaire sur le lien entre la satisfaction des attentes sociétales des employés et leur compétitivité.

d. Les avantages liés à l'amélioration de la performance environnementale

L'environnement écologique figure parmi les domaines qui touchent toutes les parties prenantes sans exception. Les dénonciations et les constats des dégradations écologiques à partir des années 1960 ont éveillé la conscience du grand public à ce sujet. L'environnement a pris une importance telle que certains auteurs comme Starik & Rands (1995) suggèrent de le considérer comme partie prenante à part entière. Ces auteurs expliquent cette suggestion par plusieurs raisons. D'abord, l'environnement écologique peut être influencé par les activités de l'entreprise. Ensuite, c'est un sujet dont plusieurs parties prenantes légitimes peuvent s'emparer et créer ainsi des contraintes et des problèmes potentiels à l'organisation. Enfin, il remplit plusieurs critères retenus par la TPP pour définir les parties prenantes comme les critères éthiques, sociaux, légaux et physiques.

Néanmoins, qu'il soit considéré comme partie prenante ou pas, l'environnement constitue un enjeu de plus en plus important pour l'entreprise car il est susceptible d'impacter sa performance (Hart, 1995 ; Porter & van der Linde, 1995a, 1995b ; Starik & Rands, 1995). Plus particulièrement ces auteurs considèrent que la bonne performance environnementale est une source potentielle d'avantages compétitifs pour l'entreprise. Le développement de l'innovation et la diminution des coûts comptent parmi les principaux avantages qu'une organisation peut obtenir à travers ses efforts pour améliorer la performance environnementale. Ces deux avantages sont généralement liés dans la mesure où l'innovation dans la conception des produits et dans les processus de fabrication débouche souvent sur des coûts de production plus compétitifs (Hart, 1995 ; Porter & van der Linde, 1995a, 1995b).

Plusieurs auteurs comme Hart (1995) et Porter et van der Linde (1995a, b) suggèrent que les contraintes environnementales jouent souvent le rôle d'activateur de créativité pour les entreprises. Les sources de pressions sur l'entreprise pour améliorer sa performance environnementale sont multiples ; elles peuvent provenir par exemple, de concurrents performants, de clients exigeants ou encore d'une augmentation des prix de matières

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

premières (Michael E. Porter & van der Linde, 1995b). Cependant, selon ces auteurs, la source de contrainte la plus significative provient généralement des régulations.

Selon Porter & van der Linde (1995b), les règlementations visant la diminution de l'impact écologique ne doivent pas toujours être considérées de manière négative par les entreprises. Les auteurs expliquent que dans un contexte statique où la problématique principale des firmes est de réduire leurs coûts, une nouvelle règlementation peut être considérée comme une source de coûts supplémentaires. Cependant, selon eux, les entreprises évoluent désormais dans un « *nouveau paradigme de la compétitivité internationale* » caractérisé par le dynamisme. Dans ce nouveau paradigme, la problématique centrale des firmes est l'innovation (*Ibid*., p.97). Or, « *lorsqu'elles sont fixées correctement, les normes environnementales peuvent déclencher l'innovation qui peut compenser, partiellement ou totalement les coûts qu'elle nécessite* » (*Ibid*., p.98). Autrement dit, dans le domaine environnemental en particulier, il existe toujours la possiblité de compenser les coûts de l'innovation. D'après Porter & van der Linde (1995b), l'innovation peut porter sur la conception du produit ou du service, sur la détermination du segment pour l'écouler, de la manière de le produire ou de le commercialiser ou encore de le financer.

Porter et van der Linde (1995b) expliquent que lorsqu'une entreprise est confrontée à une contrainte règlementaire qui l'oblige à diminuer son niveau de pollution, elle se retrouve obligée de consacrer des ressources pour réfléchir aux possibilités techniques qui peuvent lui permettre d'atteindre l'objectif requis. Les coûts engendrés peuvent cependant être compensées car « *la réduction de la pollution coïncide souvent avec l'amélioration de la productivité de l'utilisation des ressources* » (*Ibid*., p.98). En effet, qu'elle porte sur le produit lui-même ou sur son processus de production, la réponse à une contrainte environnementale conduit à une utilisation plus optimale des ressources. Ainsi, dans les deux cas il peut résulter un effet positif pour l'entreprise sous forme de « *compensations des produits* » ou « *compensations des processus* ». Selon les termes de Porter & van der Linde (1995b), « *les compensations des produits se produisent lorsque la régulation environnementale n'aboutit pas seulement à moins de pollution mais crée aussi des produits plus performants ou de plus grande qualité, des produits plus sûrs, des produits à moindre coûts (grâce à une substitution des matières ou à moins d'emballage), de produits ayant une valeur de revente plus élevée (grâce à une facilité de recyclage ou de démantèlement) ou des coûts plus faibles d'acheminement des produits aux consommateurs* ». De même, « *les compensations des processus se produisent lorsque la régulation environnementale n'aboutit pas seulement à*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

moins de pollution mais amène aussi à une productivité plus élevée des ressources à travers des rendements plus élevés des processus, moins de temps d'arrêt grâce à un contrôle et une maintenance plus soignés, des économies de matières (dues à la substitution, la réutilisation ou le recyclage des inputs de production), une meilleure utilisation des produits dérivés, une réduction de l'énergie consommée durant le processus de production, une baisse des coûts de stockage, une transformation des déchets à des formes plus valorisées, une baisse des coûts des déchets éliminés ou des conditions de travail plus sures » (*Ibid*., p.101). Les auteurs suggèrent donc aux entreprises de faire en sorte que la recherche des opportunités de réduction de coûts dans le cadre d'une contrainte environnementale ne soit pas une exception mais une règle. Pour y arriver, les entreprises doivent concentrer leurs efforts sur l'innovation et la créativité.

Par ailleurs, Hart (1995) suggère que la pollution provient souvent d'une utilisation non efficiente des matériaux et des ressources humaines (Hart, 1995 : 992). En effet, dans plusieurs cas, les grandes quantités de rejets et de déchêts sont dus soit à l'utilisation d'une matière non adéquate (possibilité de la remplacer par une autre matière qui engendre moins de résidus), soit à une organisation non optimale des processus de conception, de fabrication et de distribution des produits (possibilité d'éviter la multiplication des déplacements ou de mettre en place une logistique plus efficiente). Selon Hart (1995), la prévention de la pollution est un moyen efficace pour limiter le gaspillage dans une entreprise. Hart évoque trois principales raisons. Tout d'abord, la prévention peut permettre de limiter les installations et les dispositifs de fin de processus visant à minimiser l'impact environnemental de l'entreprise sur son entourage (exemple : dépollution des sols et des eaux, retraitement et recyclage des déchêts, etc.). Ensuite, la prévention aide à faire diminuer les rejets et les déchets à travers une meilleure utilisation des inputs par l'entreprise. Selon Hart, les efforts entrepris par certaines entreprises pour prévenir la pollution leur ont permis de trouver des matières premières de substitution moins couteuses ou d'inventer des processus plus efficients de transformation et d'acheminement des matériaux. Enfin, la prévention de la pollution permet à l'entreprise de diminuer ses émissions et de limiter par conséquent les coûts potentiels dus aux litiges et aux amendes. En effet, les parties prenantes touchées par la pollution peuvent porter plainte contre l'entreprise et demander des dédommagements. En outre les lois sont susceptibles d'évoluer pour imposer moins de pollution et forcer ainsi les entreprises à se conformer aux nouvelles normes. Dans ce cas, les entreprises qui ont de l'avance sur leurs concurrents dans ce domaine

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

sont plus avantagées dans la mesure où les coûts de mise en conformité ont été effectués et ptobablement amortis durant les exercices précédents.

Outre les avantages en termes d'innovation et de réduction des coûts, la recherche de l'amélioration de la performance environnementale des produits et des processus peut aboutir à d'autres opportunités stratégiques. Par exemple, elle peut amener à la conception de produits plus attrayants, à la création d'une prime de prix liée à des produits « verts » ou respectueux de l'environnement, ou encore à conquérir ou donner naissance à de nouveaux segments de marchés (Porter & van der Linde, 1995b : 104). D'après les auteurs, la demande mondiale est en train de se diriger vers la valorisation des produits peu polluants et peu consommateurs d'énergie. Cette proposition confirme les suggestions des travaux présentés plus haut sur le comportement des consommateurs.

Hart (1995) ajoute que même si dans un secteur la demande pour les produits « verts » est encore limitée ou que les concurrents n'adoptent pas de stratégie écologique, la recherche d'une meilleure performance environnementale par une entreprise pionnière peut lui réserver des avantages à long terme. Tout d'abord, lorsqu'une entreprise fait des efforts visibles pour diminuer l'impact environnemental de ses activités ou de ses produits elle acquière une réputation durable. Selon Hart, plusieurs années plus tard, cette entreprise reste toujours identifiée comme précurseur en matière de prévention de l'environnement et d'experte en produits écologiques. Ensuite, les efforts de cette entreprise peuvent élever les barrières à l'entrée et le niveau d'exigence des régulateurs en matière d'environnement. Hart (1995) donne l'exemple de BMW qui était le premier constructeur automobile en 1990 à proposer à ses clients de les débarrasser de leurs voitures usagées sans frais. Trois années plus tard, le gouvernement allemand a imposé cette pratique à tous les constructeurs automobiles. Ces derniers étaient alors moins avantagés par rapport à BMW qui s'est préparé depuis plusieurs années à cette mesure qu'elle a elle-même lancée. Par exemple, les voitures BMW étaient conçues depuis plusieurs années de façon à être démantelées et recyclées plus facilement à moindre coût. En plus, les processus de reprise et de transformation des voitures étaient déjà bien rodés pour BMW contraiement à ses concurrents. Selon Hart, cette politique a permis à BMW d'être en avance par rapport à ses concurrents et de construire une bonne réputation parmi les consommateurs (Hart, 1995 : 994-995).

Une bonne performance environnementale peut ainsi se traduire en plusieurs avantages. Particulièrement, elle peut encourager l'innovation et la créativité dans l'entreprise, lui permettre d'être plus appréciée par les parties prenantes sensibles à la cause

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

environnementale, rendre ses produits plus attrayants, diminuer ses coûts de production et la pousser à être proactive par rapport aux nouveaux défis tels que le durcissement de la réglementation.

e. Les avantages liés à l'acquisition d'une plus grande légitimité organisationnelle

La légitimité organisationnelle est définie comme un statut conféré par les acteurs sociaux (Ashforth & Gibbs, 1990 ; Deephouse, 1996 ; Pfeffer & Salancik, 1978). D'après ces auteurs, une organisation est considérée légitime lorsque ses buts et actions sont perçus conformes aux attentes et valeurs des acteurs sociaux. Plus particulièrement, selon Baum et Oliver (1991), la légitimité organisationnelle dépend essentiellement de deux acteurs clés : les représentants des gouvernements qui ont de l'autorité sur l'organisation à travers les régulations et l'opinion publique qui joue un rôle primordial dans la mise en place et le maintien des normes dans une société. Cette perspective défendue par Baum et Oliver (1991) est également partagée par Deephouse (1996) pour qui une organisation est dite légitime lorsque son statut est accepté par les régulateurs et le grand public (désormais appelés parties prenantes clés).

Suchman (1995) identifie l'existence de trois types de légitimités : pragmatique, morale et cognitive. La légitimité pragmatique repose sur un calcul d'intérêts effectué par les parties prenantes qui évaluent les activités de l'entreprise. Ce type de légitimité implique que le soutien apporté par les parties prenantes à l'organisation se fonde sur un bénéfice ou un service direct que celle-ci leur procure en échange (Suchman, 1995 : 578). La légitimité morale repose sur une évaluation normative ou positive de l'organisation et de ses activités. Ce type de légitimité ne s'appuie donc pas sur les bénéfices directs que les parties prenantes peuvent en tirer. La légitimité morale est basée sur l'évaluation des impacts des activités de l'entreprise sur le bien-être sociétal (*societal welfare*) et de leur adéquation avec les valeurs acceptées dans la société (*Ibid*., p.579). Enfin, la légitimité cognitive ne repose pas sur une évaluation des retombées directes procurées par l'organisation (comme dans la légitimité pragmatique) ou sur un jugement de ses activités au regard du système de valeurs défini dans une société (comme dans la légitimité morale). La légitimité cognitive correspond à une acceptation de l'organisation comme nécessaire et inévitable. Elle ne s'appuie pas sur un processus d'évaluation, c'est une légitimité qui est soit basée sur des raisons culturelles soit considérée simplement comme naturelle ou acquise (*taken-for-granted legitimacy*) sans explication particulière (*Ibid*., p.582-583).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

La légitimé organisationnelle est importante pour une entreprise tout d'abord car elle conditionne son acceptation par les parties prenantes clés et ensuite parce qu'elle peut lui procurer plusieurs avantages concurrentiels. En effet, les parties prenantes clés peuvent avoir un impact considérable sur l'activité de l'entreprise, principalement à travers la règlementation et la fiscalité. Plusieurs décisions peuvent favoriser ou freiner le développement d'une entreprise comme les autorisations nécessaires à une entreprise pour s'implanter, pour écouler ses produits sur le marché ou encore pour utiliser des ressources (naturelles, humaines, financières, etc.) et émettre des résidus (bruits, émissions, etc.).

Une bonne performance sociétale peut peser sur la légitimité morale dans la mesure où elle peut contribuer à un jugement positif de l'entreprise par ses parties prenantes. En effet, la perception d'une organisation et de ses activités comme étant socialement responsable la positionne favorablement par rapport au système de valeurs d'une société. Plus exactement, une bonne performance sociétale peut amener les parties prenantes clés d'une entreprise à la considérer plus proche des valeurs et attentes partagées dans la société et à lui accorder ainsi une légitimité. En effet, selon Baum et Oliver (1991), une organisation est d'autant plus légitime au regard des membres de la société que ses valeurs et actions sont compatibles avec leurs propres valeurs légitimité morale. De même, d'après Ashforth & Gibbs (1990), les acteurs sociaux sont plus susceptibles d'accepter et d'appuyer une organisation lorsqu'ils considèrent que ses méthodes et objectifs sont raisonnables, convenables et éthiques.

Ainsi, son l'image et la qualité de ses relations avec les parties prenantes clés peuvent être un atout ou un handicap lorsque l'entreprise a besoin de leur soutien pour la réussite d'un projet. Plus particulièrement, la perception d'une entreprise comme responsable ou citoyenne peut lui faciliter l'obtention de ce que certains auteurs appellent « *license to operate* » (Elington, 1997 ; Porter & Kramer, 2006 ; Post, Preston, & Sachs, 2002). Selon Porter et Kramer (2006), «*la notion de 'licence to operate' provient du fait que chaque entreprise a besoin d'une permission implicite ou explicite des gouvernements, communautés et plusieurs autres parties prenantes pour exercer ses activités* » (Porter & Kramer, 2006 : 81). En d'autres termes, cette notion que l'on peut traduire par « permis d'opérer » désigne l'ensemble des accords implicites ou explicites délivrés par les parties prenantes clés à une organisation pour exister et se développer. D'après Porter et Kramer (2006), la « licence to operate » compte parmi les avantages les plus pragmatiques que la RSE peut accorder aux organisations.

Afin de tirer profit de leur réputation sociétale, les entreprises doivent adopter une « licence to operate approach » (*Ibid*., p.82). Cette approche consiste dans un premier temps à identifier

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

les attentes sociales de leurs parties prenantes afin de définir les actions les plus importantes à mettre en œuvre par l'entreprise pour les satisfaire. Les managers doivent ensuite nouer un dialogue constructif avec les parties prenantes influentes comme les régulateurs, les communautés locales, les activistes, etc. Selon le secteur d'activité, l'interlocuteur et les enjeux, l'entreprise doit souligner les arguments qui peuvent lui faciliter l'obtention des autorisations nécessaires. D'après Porter et Kramer, il est par exemple important d'évoquer les conséquences économiques, sociales et environnementales d'un projet et d'insister sur la création de valeur à long terme. Les décideurs ont souvent besoin d'avoir une idée précise sur ce que peut apporter une entreprise à leur communauté pour évaluer ses demandes.

De même, Post et al. (2002) suggèrent que la réputation sociétale des entreprises peut être une source d'avantage concurrentiel dans la mesure où elle peut conditionner l'obtention des autorisations nécessaires à son développement. Selon eux, cela concerne particulièrement les entreprises multinationales dont la réputation représente un facteur très important dans les négociations avec les gouvernements des pays où elles cherchent à s'implanter ou se développer. D'après Post et al. (2002), la connaissance et la satisfaction des parties prenantes permettent à une multinationale de construire des relations sociales et politiques favorables qui lui donnent des avantages par rapport à ses concurrents. Plus particulièrement, cela lui permet d'un côté d'anticiper les événements qui peuvent impacter son développement (les règlementations par exemple) et d'un autre d'obtenir et de maintenir les autorisations nécessaires à l'exercice de son activité.

En résumé, nous pouvons dire que la satisfaction des attentes sociétales des parties prenantes joue un rôle important dans la légitimité qu'elles accordent à une entreprise dans la mesure où celle-ci est jugée par rapport aux normes acceptées dans une société. L'acquisition de cette légitimité peut être source de plusieurs avantages stratégiques pour l'entreprise. En particulier, elle peut lui faciliter le dialogue et la négociation avec les parties prenantes influentes et par conséquent l'accès à des opportunités d'affaires et l'obtention des autorisations nécessaires.

A travers la section suivante, nous essayons de faire le lien entre les différents apports conceptuels sur la relation entre la PFE et la PSE présentés ci-dessus et les développements de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. L'objectif est de déduire des propositions

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

théoriques nous permettant de traiter la problématique de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres.

Synthèse de section

Il existe plusieurs justifications conceptuelles de l'impact financier d'une gestion de l'entreprise tournée vers la satisfaction de diverses parties prenantes. Ces justifications diffèrent selon la vision de la firme dans laquelle s'inscrit l'analyse. Nous distinguons principalement deux visions : la vision actionnariale et la vision partenariale. La première considère que les managers doivent conduire l'entreprise dans le seul intérêt des actionnaires. La seconde estime que la gestion de l'entreprise doit satisfaire des demandes plus larges que celles des actionnaires. Tandis que l'approche partenariale normative élargit les responsabilités des managers à toutes les parties prenantes de l'entreprise, l'approche partenariale instrumentale suggère de prendre en compte en priorité les demandes des parties prenantes primaires (qui ont le pouvoir de contrôler les ressources stratégiques nécessaires aux organisations) sans pour autant négliger les parties prenantes secondaires à cause de leur potentiel pouvoir de nuisance (médias, associations de consommateurs, etc.).

Les justifications conceptuelles du lien entre PSE et PFE sont issues essentiellement de la vision actionnariale et de la vision partenariale instrumentale. En effet, contrairement à ces deux dernières, la vision partenariale normative ne justifie pas sa position concernant les parties prenantes à prendre en compte dans la gestion de l'entreprise par l'impact que cela peut produire sur la PFE. En revanche, les tenants de la vision actionnariale défendent la suprématie des intérêts des actionnaires par les dangers résultant de l'élargissement des responsabilités des managers vers d'autres parties prenantes. Dans le même esprit, les tenants de l'approche partenariale instrumentale justifient leur vision par les nombreux avantages que peut procurer à l'entreprise une gestion qui prend en compte les demandes des parties prenantes de l'entreprise.

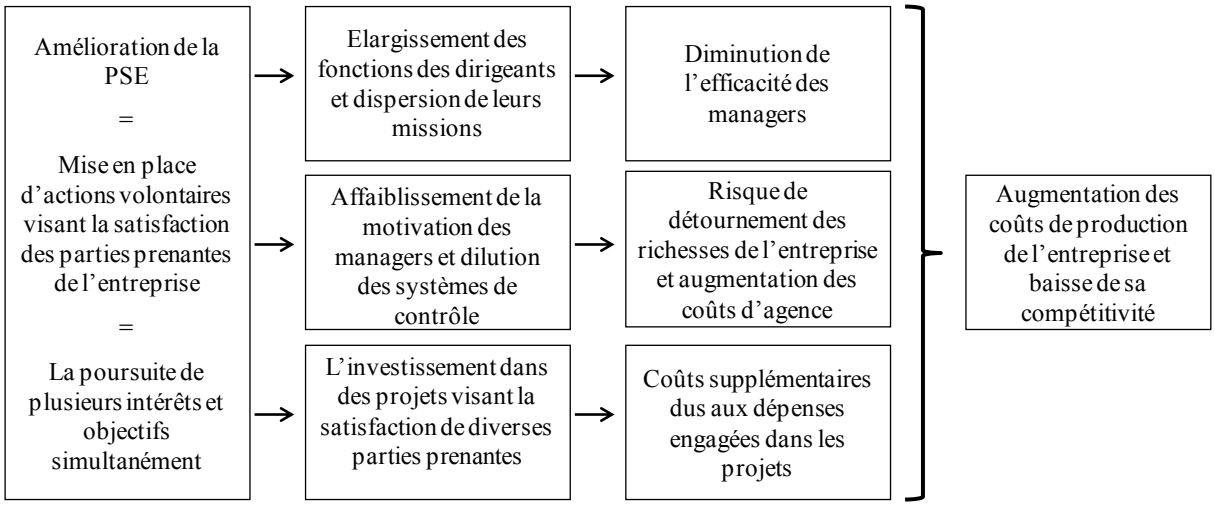
Il en résulte deux grands groupes d'arguments : le premier apporté par les tenants de la vision actionnariale défend un lien négatif entre la PSE et la PFE ; et le second, fourni par les tenants de l'approche partenariale instrumentale, défend un ensemble d'arguments justifiant un lien positif entre la PSE et la PFE.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

L'explication de l'impact négatif de la PSE sur la PFE s'appuie sur trois principaux arguments défendus principalement par Jensen (2001), Friedman (1970) et Tirole (2001). Nous proposons de les résumer à travers la figure 25 ci-dessous.

Figure 25 : Les principaux arguments en faveur d'un impact négatif de la PSE sur la PFE (D'après Jensen, 2001 ; Friedman , 1970 et Tirole, 2001)



Les analyses développées par Friedman (1970), Jensen (2001) et Tirole (2001) sont relativement simples à résumer dans la mesure où elles se fondent toutes sur une relation d'agence bipartite. Bien qu'admettant une certaine complexité dans les relations de l'entreprise avec ses parties prenantes, ces analyses se concentrent essentiellement sur la relation entre managers et actionnaires. Le rôle et l'influence des autres partenaires sont considérés comme négligeables et, par conséquent, mis de côté dans les démonstrations avancées. Ainsi, la prise en compte des intérêts d'autres parties prenantes que les actionnaires présentent les inconvénients suivants :

- l'élargissement des fonctions des dirigeants et la multiplication de leurs objectifs mettent en péril l'efficacité organisationnelle. En effet, selon Jensen (2001), il est impossible de maximiser plus d'un objectif à la fois. Par ailleurs, Tirole (2001) explique que la multiplication des missions peut conduire à des blocages dans les prises de décision et des inefficiences dans les réponses apportées aux problèmes.
- l'affaiblissement des systèmes de contrôle et d'incitation conduit à d'importantes latitudes dans les prises de décision par les managers. Ces derniers peuvent alors se détourner de leur objectif principal (la maximisation de la richesse des actionnaires) et

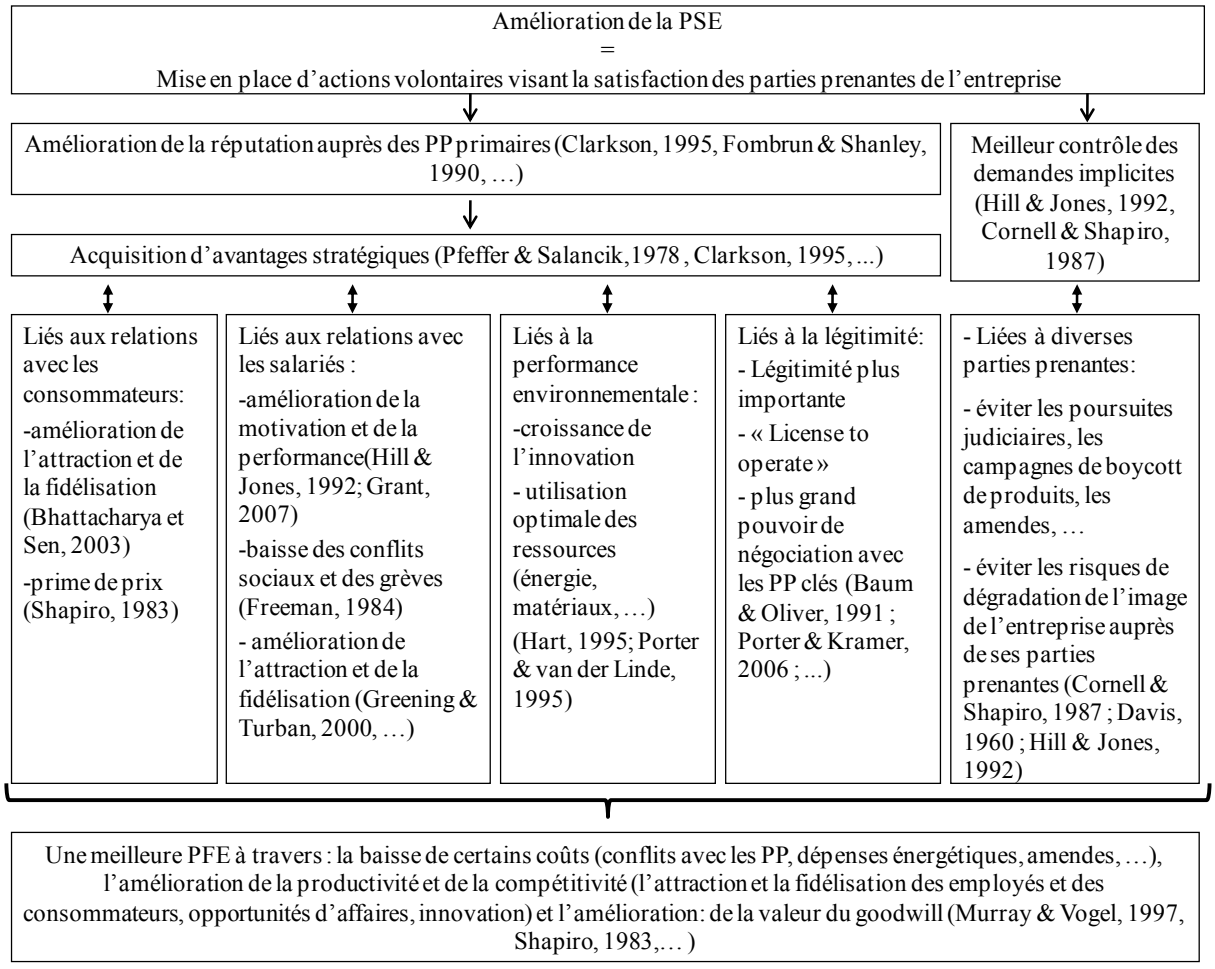
© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

utiliser les ressources de l'entreprise selon leurs intérêts et ceux des parties prenantes de leurs choix (pouvant être leurs proches par exemple). De plus, la multiplication de leurs objectifs leur donne la possibilité de justifier facilement leurs décisions.

- l'augmentation des coûts de l'entreprise provenant, d'une part, des deux problèmes précédents (coûts d'agence), et d'autre part des actions mises en place pour répondre aux demandes des parties prenantes (projets sociaux, mécénat, …).

Issue d'une vision plus élargie de l'entreprise les explications en faveur d'un impact positif de la PSE sur la PFE sont plus complexes. Les résumer dans un graphique est donc assez réducteur mais il permet de rendre compte des principaux éléments avancés dans l'analyse de l'impact de la PSE sur la PFE par les tenants de l'approche partenariale.

Figure 26 : Les principaux arguments en faveur d'un impact positif de la PSE sur la PFE (D'après les auteurs cités dans la figure)



© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les arguments avancés sont fondés sur des analyses qui partent du principe selon lequel les parties prenantes peuvent avoir sur l'entreprise un pouvoir tel qu'il est inenvisageable de les écarter de sa réflexion stratégique. Aussi, les parties prenantes ayant un pouvoir plus important bénéficient d'une attention plus importante de la part des dirigeants. Cette approche permet de donner un ordre de priorité dans le traitement des demandes des différentes parties prenantes selon les enjeux qu'elles représentent.

Par conséquent, la détermination des critères sociétaux pouvant influencer la performance financière de l'entreprise ne peut pas se réaliser en faisant abstraction des caractéristiques et du contexte de l'entreprise.

Ainsi, le panorama offert par les développements conceptuels sur l'impact de la PSE sur la PFE (figure 26) fournit plusieurs pistes pour analyser les critères pouvant influencer la compétitivité et la valeur de l'entreprise sur le marché, mais il ne peut être considéré indépendamment de la situation de l'entreprise. L'analyse implique donc une compréhension de l'entreprise et de ses enjeux passant par la détermination de ce qui représente pour elle des ressources stratégiques et des avantages compétitifs clés. Cette étape est indispensable pour repérer les parties prenantes qui contrôlent ces ressources physiques (capitaux, matériaux, …) ou intangibles (légitimité, information, *licence to operate*, …) nécessaires à l'entreprise pour fonctionner et se développer (Pfeffer et Salancik, 1978).

Ce n'est qu'à une étape ultérieure que l'analyse des déterminants de la performance sociétale devient plus intéressante. Ainsi, par exemple, la capacité d'une entreprise à attirer et à fidéliser ses salariés est une dimension généralement plus importante pour une entreprise dont les missions s'appuient sur des ressources humaines détenant des compétences particulières ou peu présentes sur le marché que pour une entreprise dont le fonctionnement repose sur des aptitudes communes.

De manière globale, ce que nous pouvons retenir des apports synthétisés dans la figure 26, c'est que la performance sociétale de l'entreprise conditionne la réputation de l'entreprise auprès de ses parties prenantes. La réputation organisationnelle est importante car elle peut, d'un côté, favoriser l'acquisition d'avantages stratégiques, et d'un autre côté, améliorer le contrôle des demandes implicites permettant de se prémunir de nombreux incidents potentiellement coûteux avec les parties prenantes (poursuites judiciaires, campagnes de boycott, ...).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les avantages stratégiques peuvent provenir de plusieurs sources telles que l'amélioration de la fidélisation et l'attraction de parties prenantes, souvent influentes, comme les salariés et les consommateurs. La perception d'une bonne PSE peut les amener à être plus attirés par l'entreprise et plus fidèles (concepts « d'identification consommateur-entreprise » (Bhattacharya & Sen, 2003), ou « de différence pro-sociale » (Grant (2007)). Les avantages peuvent également provenir de la mise en place d'une politique d'amélioration des performances environnementales apte à conduire à une croissance de l'innovation et à une gestion plus efficiente des ressources (Porter & van der Linde, 1995). De même, l'acquisition d'une légitimité organisationnelle peut garantir à l'entreprise un meilleur accueil de la part de certaines parties prenantes et par conséquent un plus grand pouvoir de négociation et plus d'avantages (avantages fiscaux, accès aux ressources naturelles, …) (Baum et Oliver, 1991). En outre, elle peut lui ouvrir de nouveaux horizons pour le développement de ses affaires (concept de *licence-to-operate*) (Porter & Kramer, 1995).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3. La contribution des apports théoriques retenus au traitement de la problématique de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres

A travers cette troisième section, nous souhaitons croiser les principaux apports des travaux conceptuels analysés dans la première et deuxième sections afin de poser des propositions théoriques nous permettant d'apporter des éclairages à notre problématique et d'analyser nos résultats empiriques. Rappelons que nos principales interrogations dans cette recherche concernent l'utilité des informations sociétales pour le marché financier, leurs impacts sur les prix des titres et leur utilisation par les investisseurs dans la valorisation des titres.

Selon l'approche traditionnelle de l'EMH, une information est utile ou pertinente si sa divulgation sur le marché entraîne un changement dans les prix des titres. L'information étant disponible à tous les investisseurs (Fama, 1965b), et les anticipations de ces derniers étant homogènes (Fama, 1970), cela veut dire qu'une information utile :

- est connue de tous les investisseurs ;
- est considérée comme utile par tous les investisseurs ;
- conduit tous les investisseurs à prendre une nouvelle position sur les titres concernés (achat ou vente) ;
- amène un changement dans le prix des titres.

Par ailleurs, le changement dans les prix des titres ne peut être entraîné que par l'arrivée d'une information nouvelle sur le marché (Fama, 1965a, b). Par conséquent, une information utile est une information nouvelle, c'est-à-dire une information ne pouvant pas être déduite d'autres informations qui l'ont précédée.

Les développements de l'approche traditionnelle de l'EMH présentée ci-dessus peuvent être résumés comme suit. Une information utile signifie qu'elle est utilisée par tous les investisseurs et qu'elle impacte les prix des titres. Partant de là, s'il n'y a pas d'impact sur les cours, cela veut dire que l'information n'est utilisée par aucun investisseur et qu'elle n'est donc pas utile.

Si l'on s'en tient à cette conception, l'observation (l'absence) d'un impact des informations sociétales sur les cours des titres suffit pour dire qu'elles sont utilisées (non-utilisées) par tous investisseurs et qu'elles sont utiles (inutiles) à l'évaluation des titres.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Cependant, les apports de l'approche élargie de l'EMH amènent quelques modifications à la conception binaire présentée ci-dessus et ouvre d'autres voies à l'analyse de l'utilité, l'utilisation et l'impact des informations sociétales. Par ailleurs, les développements des travaux s'intéressant aux impacts de la PSE sur la PFE, nous permettent compléter notre analyse et de former des propositions théoriques correspondants à nos questionnements de départ.

3.1 De l'utilité des informations sociétales

La conception de l'approche « élargie » de l'efficience de l'utilité des informations diffère par plus d'un aspect de celle de l'approche « traditionnelle ».

Tout d'abord, une information utile n'implique pas que tous les intervenants s'accordent sur son utilité (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975). En effet, ayant des croyances hétérogènes, les investisseurs peuvent ne pas interpréter l'information dont ils disposent de la même manière.

Ensuite, une information utile n'est pas forcément connue de tous. En effet, les informations ne sont ni gratuites ni totalement disponibles à tous les intervenants (Beaver, 1981 ; Grossman et Stiglitz, 1980). Dès lors, certains investisseurs peuvent accéder à des informations qui ne sont pas partagées par tous les intervenants sur le marché, les juger utiles et les utiliser dans leurs anticipations et leurs choix d'investissement.

Des développements précédents, nous pouvons conclure qu'une information utile peut être une information détenue et utilisée par une partie des investisseurs seulement sur le marché. Par conséquent, une information est utile à partir du moment où elle est considérée comme tel par, au moins, un investisseur sur le marché.

Néanmoins, il y a au moins deux points sur lesquels les auteurs des deux approches trouvent un terrain d'entente pour définir l'utilité d'une information. Le premier est la capacité de celle-ci à provoquer une action. En effet, tous les avis s'accordent pour dire qu'une information utile est une information qui est capable d'entraîner une action de la part de l'investisseur (remaniement de son portefeuille de titres). Le point de discorde entre les auteurs concerne en revanche l'unicité ou l'hétérogénéité de cette action. En effet, d'un côté, l'approche traditionnelle conçoit que cette action est collective et identique pour tous les intervenants. De l'autre côté, les tenants de l'approche élargie de l'EMH considèrent qu'il est possible que les investisseurs prennent des positions différentes sur les titres (certains achètent et d'autres vendent) comme il est possible également que certains agissent alors que d'autres

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

ne font rien. Cela dépend, d'une part, de leur accès à l'information (Beaver, 1981 ; Grossman & Stiglitz, 1980), et de l'autre, de leur interprétation de ses conséquences sur les prix des titres (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975).

Le second élément d'entente entre les auteurs concerne la raison pour laquelle une information peut provoquer un remaniement du portefeuille, c'est-à-dire l'existence d'un contenu informationnel. Généralement, la vente ou l'achat de titres suite à la diffusion de l'information « utile » s'explique par la modification que celle-ci entraîne dans la distribution des probabilités initialement anticipée des rentabilités futures du titre (Beaver, 1968). Selon Fama et al. (1969) cela signifie que l'information est interprétée comme un signal de l'accroissement ou de la baisse du dividende futur distribué et par conséquent de la rentabilité future de l'entreprise.

Ainsi, un événement possède un contenu informationnel lorsqu'il amène les investisseurs, ou une partie d'entre eux, à réviser leurs évaluations de la distribution des rentabilités futures des titres.

Autrement dit, une information utile est une information qui peut être interprétée comme un signal du changement de la performance financière de l'entreprise. Cependant, la littérature sur l'EMH n'entre pas plus en détail dans l'analyse du contenu informationnel des informations. Ainsi, concernant les informations sociétales, nous avons cherché des éléments de réponse dans d'autres travaux analysés dans la deuxième section de ce chapitre.

Tout d'abord, la première conclusion qui se dégage de notre lecture de ces travaux (analysés dans la section 2) est qu'il y a plusieurs raisons pour lesquelles nous pouvons considérer que les informations sociétales ont un contenu informationnel. En effet, les développements conceptuels étudiés fournissent de nombreuses explications de l'influence potentielle que peut avoir la PSE sur sa performance financière. Bien que certains avis s'opposent sur la nature de cet impact (négatif pour les tenants de l'approche actionnariale et positif pour les tenants de l'approche partenariale), cette littérature montre que la PSE peut avoir un contenu informationnel aidant à prévoir la PFE.

Il est cependant important de rappeler que contrairement aux arguments soutenant un lien négatif, présentés comme universels et intemporels, les arguments en faveur d'un lien positif n'indiquent pas d'effet systématique de la PSE sur la PFE. En effet, la plupart de ces arguments s'appuient sur les avantages stratégiques que peut procurer à l'entreprise le bon traitement des parties prenantes. Ces avantages sont souvent liés à la capacité des différentes

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

parties prenantes de contrôler des ressources considérées comme stratégiques pour l'entreprise (Pfeffer & Sanlancik, 1978). Par conséquent, il est important, d'abord, d'analyser le pouvoir des différentes parties prenantes et de leurs demandes pour savoir si les réponses apportées par l'entreprise (ou son niveau de PSE) peuvent lui procurer les avantages cités (voir paragraphe 2.2.2.2 et la synthèse de la section précédente).

Autrement dit, comme nous l'expliquons plus haut (voir la synthèse de la seconde section de ce chapitre), l'effet de la PSE sur la PFE dépend de la nature de l'entreprise, de sa mission, de ses parties prenantes primaires, etc. Ainsi, il est impossible de déterminer avec certitude le potentiel avantage que l'entreprise peut tirer de sa bonne PSE sans situer celle-ci dans son contexte à travers une analyse stratégique. Inversement, il n'est pas possible de se prononcer sur l'avantage dont une entreprise se prive ou sur le risque qu'elle encourt à cause de sa mauvaise PSE sans connaître ses spécificités.

Pour synthétiser les différents apports analysés ci-dessus, nous pouvons dire que les informations sociétales possèdent un premier élément essentiel pour rentrer dans la catégorie des informations utiles : elles peuvent avoir un contenu informationnel (un signal d'une amélioration ou d'une dégradation future de la PFE). En nous plaçant dans un contexte d'hétérogénéité des anticipations, l'interprétation de ce signal peut différer d'un individu à l'autre. Il est donc possible qu'une information sociétale soit perçue comme utile par certains investisseurs et sans utilité pour d'autres. Par ailleurs, en plus, de l'existence d'un contenu informationnel pour l'investisseur, pour être considérée comme utile, la connaissance de l'information sociétale doit conduire tous les investisseurs ou une partie d'entre eux à acheter ou vendre les titres concernés par le signal qu'elle émet.

L'analyse de ces développements nous conduit à formuler la proposition suivante :

> *P1 : Les informations sociétales peuvent être utiles car elles peuvent avoir pour, au moins, une partie des investisseurs, un contenu informationnel qui les amène à remanier leurs portefeuilles de titres.*

Avec cette proposition, nous nous inscrivons dans la lignée de l'approche élargie de l'EMH en considérant que les croyances des investisseurs peuvent être hétérogènes (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975) et qu'une information peut donner lieu à des interprétations différentes et des comportements différents (au niveau du remaniement du portefeuille de titres).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.2 De l'impact des informations sociétales sur les prix des titres

Ce paragraphe s'intéresse à la capacité des informations de se refléter dans les prix des titres et aux interprétations que nous pouvons déduire de la présence ou de l'absence d'impacts boursiers liés aux informations sociétales.

Les développements précédents montrent que pour avoir un impact sur les prix des titres, une information doit avoir un contenu informationnel pour les investisseurs. Autrement dit, elle lui fournit de nouveaux éléments sur les rentabilités futures des titres.

En outre, comme nous le remarquons dans le paragraphe précédent, malgré les différences des arguments issus des travaux conceptuels analysés dans la deuxième section de ce chapitre, tous s'accordent sur l'existence d'un lien entre la PSE et la PFE. Ces travaux attribuent donc un contenu informationnel aux informations sociétales. A partir de là nous pouvons penser que les informations sociétales peuvent impacter les prix des titres.

Concernant l'interprétation d'une éventuelle présence ou absence d'impact ou d'absence, les avis divergent au sein des travaux sur l'EMH.

D'un côté, comme énoncé plus haut, les tenants de l'approche traditionnelle de l'EMH considèrent que si une information est utile (nouvelle s'entend), elle est prise en compte par tous les investisseurs de la même manière et se reflète dans les prix des titres. Autrement dit, il faut interpréter la présence d'un changement de prix comme le signe de la prise en compte de l'information qui l'a provoqué par tous les investisseurs et l'absence de changement de prix comme la preuve de sa non-utilisation par ces derniers.

De l'autre côté, selon Beaver (1981) et Rubinstein (1975), il est difficile de conclure à travers les réactions des prix des titres qu'une information n'est pas prise en compte par les investisseurs. De même, il est difficile de déterminer, à partir de l'observation d'une réaction des prix, si tous les investisseurs utilisent cette information ou une partie seulement.

En effet, la dissociation des concepts « d'information utilisée » et « d'information disponible » (Beaver, 1981), d'un côté, et la conception du prix courant comme la moyenne des différentes anticipations formulées sur le marché (Rubinstein, 1975), de l'autre, conduisent à plusieurs façons d'interpréter l'absence ou la présence de réaction du marché par rapport à une information.

Ainsi, l'absence de rendements anormaux (RA) peut être interprétée d'au moins quatre manières :

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

- l'information est déjà intégrée dans les prix ;
- l'information n'est utilisée par aucun investisseur ;
- l'information n'est pas utilisée par suffisamment d'investisseurs (leurs actions sont invisibles dans les prix) ;
- l'information est utilisée par tous les investisseurs (ou un grand nombre d'entre eux) mais de manière différente (produisant des actions opposées (achat vs vente) dont le résultat final sur le prix est neutre) ;

De même, l'observation de rendements anormaux liés à une information ne signifie pas toujours qu'elle est utilisée par tous les investisseurs. Autrement dit, la présence de RA est interprétée comme suit :

- l'information est utilisée de la même manière par une majorité des intervenants (la majorité achète ou vend produisant un effet moyen visible sur le prix courant).

Les développements précédents nous permettent de déduire les propositions suivantes :

P2a: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles ne véhiculent pas de nouveaux signaux aux investisseurs.

P2b: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles ne sont pas utilisées par les investisseurs (ou par suffisamment d'entre eux).

P2c: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles sont utilisées par la majorité, voire même la totalité, des investisseurs de manière différente.

P3 : les informations sociétales peuvent impacter les prix des titres lorsqu'il y a, au moins, une partie des investisseurs, représentant la majorité sur le marché, qui l'intègre et qui l'utilise de la même manière dans ses choix d'investissement.

3.3 De la différence d'utilisation de l'information sociétale

Les propositions précédentes nous apprennent que les informations sociétales peuvent être utilisées différemment par les investisseurs, notamment à cause de l'hétérogénéité des interprétations qu'ils peuvent en avoir. Il est intéressant de nous pencher maintenant sur les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

explications fournies dans la littérature des différences d'interprétation et d'utilisation des informations sociétales pouvant exister sur le marché.

L'analyse des arguments conceptuels sur l'impact de la PSE sur la PFE conforte la possibilité d'une hétérogénéité des interprétations des signaux émanant des informations sociétales des entreprises. En effet, d'une part, certains peuvent avoir une conception proche de celle des tenants de la vision actionnariale (Friedman, 1970 ; Jensen, 2001 ; Tirole, 1981) et considérer, par conséquent, tous les efforts fournis par l'entreprise pour répondre aux attentes de ses différentes parties prenantes comme systématiquement contre-productifs (notamment à cause du manque d'efficacité organisationnel dû à dispersion des missions des managers, des coûts de production plus élevés, etc.). Pour ces investisseurs, toute amélioration de la PSE représente le signal d'une dégradation future de sa PSE.

D'autre part, même en ayant une vision partenariale instrumentale ou stratégique, les investisseurs peuvent analyser les rapports entre l'entreprise et ses parties prenantes de manières différentes et aboutir à une conclusion divergente. Par exemple, certains investisseurs peuvent voir dans la multiplication (la limitation) des efforts de l'entreprise pour répondre aux demandes de ses parties prenantes (exemple : performance environnementale, traitement des RH, etc.), un signal de l'amélioration (dégradation) future de sa performance financière. Face au même contexte, d'autres, peuvent concevoir que l'entreprise ne consacre pas ses efforts aux parties prenantes clés et que sa bonne performance sur certains domaines sociétaux (environnement, RH, communauté, droits de l'homme, …) n'apporte aucun avantage ou encore représente des dépenses inutiles. Par conséquent, au mieux, les indicateurs de bonne performance de l'entreprise sur ces aspects ne représentent aucun signal particulier pour les investisseurs, et au pire, ils sont interprétés comme des signaux d'une dégradation future de la performance financière de l'entreprise.

Ainsi, au-delà des différentes visions de l'entreprise dans lesquelles peuvent s'inscrire les investisseurs (actionnariale ou partenariale), il existe diverses façons d'analyser les impacts de la performance sociétale au sein même des tenants de l'approche partenariale. D'une part, les investisseurs peuvent aboutir à des conclusions différentes selon leur perception de l'entreprise et de son contexte. Par conséquent, la bonne ou la mauvaise PSE peut être interpréter positivement ou négativement selon le contexte dans lequel se place l'analyste. D'autre part, en adoptant une vision instrumentale, l'analyste ne regarde pas la performance sociétale de manière globale. En effet, les différentes explications avancées se concentrent souvent sur un aspect particulier de la performance sociétale : vis-à-vis des salariés, vis-à-vis

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

des consommateurs, vis-à-vis des impacts environnementaux, … Les avantages potentiels que l'entreprise peut tirer ou des problèmes qu'elle peut éviter en répondant aux attentes de ses partenaires sont alors analysés en séparant les efforts fournis dans les différents domaines sociétaux. Par conséquent, les informations sociétales concernant certains domaines peuvent paraître, à un moment donné et pour un analyste donné, importants pour l'analyse d'une entreprise A et moins importants pour une entreprise B.

En guise de synthèse de ces différents apports, nous pouvons dire que :

- les signaux perçus à partir des informations sociétales peuvent être positifs ou négatifs selon la vision qu'a l'investisseur de l'entreprise ;
- les signaux perçus à partir des informations sociétales peuvent être positifs ou négatifs ou neutres selon l'analyse du contexte de l'entreprise et de ses rapports avec les parties prenantes que fait l'investisseur ;
- les informations sociétales peuvent être analysées séparément selon le domaine sociétal dans lequel elles s'inscrivent (environnement, RH, comportement sur le marché, etc.).

A partir de ces développements, nous comprenons que les informations sociétales ne peuvent pas être toutes analysées et interprétées de la même manière. En effet, elles peuvent être considérées différemment et renvoyer à des signaux différents selon le contexte[49] de l'entreprise et les croyances de l'investisseur. Il nous semble donc important de différencier, comme le préconise Beaver (1981), entre le système d'informations sociétales " η_{ic} " d'un investisseur " i " dans un contexte " c " et les signaux " y_{ic} " possibles pouvant en être déduits par cet investisseur dans ce contexte. Avec :

- $\{\eta_{ic}\} \equiv \{\eta_{1c}, ..., \eta_{ic}, ..., \eta_{Ic}\}$: la configuration des systèmes d'informations parmi les individus " i " dans le contexte " c " (où " I " est le nombre d'investisseurs);

- $\{y_{ic}\} \equiv \{y_{1c}, ..., y_{ic}, ..., y_{Ic}\}$: la configuration des signaux d'informations parmi les individus " i " dans le contexte " c " ;

[49] Le contexte renvoie aux caractéristiques et enjeux de l'entreprise concernée, son environnement concurrentiel, les variables économiques, politiques, etc. Autrement dit, il renvoie à toutes les variables pouvant entrer en compte dans l'analyse de l'individu de la situation de l'entreprise

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

En effet, d'un côté, le système d'informations sociétales " η_{ic} " peut regrouper plusieurs informations[50] pouvant différer selon les investisseurs (selon les informations qu'ils possèdent), et d'un autre côté, l'analyse de chacune de ces informations par un investisseur différent peut conduire à plusieurs signaux. Par conséquent, on ne peut pas généraliser la perception d'un système d'information " η_{ic} " à partir de la perception d'un signal " y_{ic} " par un investisseur *" i "*.

A partir de ces développements, nous pouvons émettre les deux propositions suivantes :

P4 : Les informations sociétales constituent un « système d'information » " η_{ic} " auxquels sont liés plusieurs signaux " y_{ic} " pouvant être perçus par un investisseur "i" dans un contexte "c".

P5 : L'utilisation des informations sociétales dépend du signal " y_{ic} " qu'elles envoient à un investisseur "i" dans un contexte "c".

Dans la littérature de l'approche élargie de l'EMH, l'hétérogénéité des interprétations peut provenir d'au moins deux sources : la première est la différence des informations détenues par l'investisseur (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975) ; et la seconde est la différence de leurs formations (Beaver, 1981).

L'asymétrie informationnelle peut concerner un événement en particulier (par exemple l'amélioration ou la dégradation de la note de performance environnementale attribuée par une agence de notation sociétale) ou un ensemble d'informations permettant d'avoir une meilleure connaissance de l'entreprise et son contexte (le projet d'implantation de l'entreprise dans une nouvelle région dont les représentants sont particulièrement attentifs à l'écologie, ou un projet de loi donnant des avantages fiscaux favorables aux entreprises performantes d'un point de vue environnemental). Ainsi, un analyste ayant connaissance de l'ensemble de l'information est susceptible de l'analyser différemment qu'un investisseur qui en ignore une partie.

Selon Beaver (1981), l'asymétrie d'information entre les investisseurs est souvent due au coût de l'information. En effet, certains investisseurs peuvent avoir accès à des analyses payantes

[50] Il peut s'agir d'une note attribuée par une agence de notation sociétale sur un domaine particulier, d'une étude publiée concernant les conditions de travail (bonnes ou mauvaises) des salariés de l'entreprise, d'un communiqué de presse d'une ONG déplorant ou saluant les efforts de l'entreprise en matière environnementale, etc.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

fournies par des cabinets spécialisés ou des journaux économiques leur permettant de compléter leur information et de mieux interpréter les nouveaux événements, alors que d'autres n'y ont pas accès.

De même que l'asymétrie informationnelle, la formation des investisseurs peut jouer sur leur manière d'analyser certaines informations et de percevoir les enjeux qui en découlent. Par exemple, les perceptions des informations dont disposent un premier investisseur, ayant une formation d'ingénieur pétrolier, et un second, qui est juriste spécialiste du droit de travail, peuvent différer pour deux raisons. Tout d'abord, une même information peut avoir pour l'un un contenu informationnel et ne rien signifier pour l'autre car il ne perçoit pas les enjeux qui y sont liés. Ensuite, la rapidité et la précision de l'estimation des conséquences d'une information peuvent différer entre les deux. En effet, *a priori*, le premier a une plus grande aptitude pour analyser les conséquences d'une information concernant un incident technique survenu sur une plateforme. De même, il y a plus de chances que le deuxième investisseur sache estimer plus précisément les conséquences d'une information concernant la poursuite judiciaire d'une entreprise par un groupe de salariés pour le non-respect d'un principe du droit de travail.

Pour synthétiser les apports des travaux analysés ci-dessus, nous pouvons dire que :

- les informations sociétales peuvent être interprétées différemment selon la formation de l'investisseur ;
- les informations sociétales peuvent être ignorées à cause du coût de leur obtention et de leur analyse.

A partir des développements précédents, nous pouvons formuler les propositions suivantes :

P6 : la perception et l'utilisation des signaux " y_{ic} " liés au système d'informations sociétales " η_{ic} " sont différents selon la formation de l'investisseur " I "

P7 : les signaux " y_{ic} " liés au système d'informations sociétales " η_{ic} " ne sont pas utilisés par les investisseurs lorsque les coûts liés à leur perception sont élevés.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

A travers les deux études quantitatives et l'étude qualitative menées, nous essayons de confronter les propositions formulées dans cette section au terrain. Ces études sont présentées dans la partie suivante.

Dans la partie suivante, nous essayons de confronter les propositions formulées dans cette section au terrain. Notre investigation empirique commence par deux études d'événement dont l'objectif est de tester l'existence d'impacts boursiers liés à certaines informations sociétales délivrées par l'agence de notation Vigéo. Ensuite, une étude qualitative est menée dans le but d'apporter des précisions complémentaires concernant les interrogations de cette recherche. En effet, nous plaçant dans un cadre d'hétérogénéité des croyances et d'asymétrie informationnelle, nous ne pouvons pas nous contenter des résultats des études d'événement pour traiter l'ensemble des interrogations découlant de notre problématique. Comme le montrent les propositions théoriques développées, nous ne pouvons conclure à l'utilité et à l'utilisation des informations sociétales à partir de la seule présence ou absence de rendements anormaux des titres potentielle. En outre, les informations sociétales regroupent plusieurs autres types d'informations et de signaux outre ceux testés dans nos deux études d'événement.

Synthèse de section

Le croisement des contributions des travaux sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers et des travaux étudiant l'impact des dimensions sociétales sur la performance financière de l'entreprise nous permet de formuler hui propositions théoriques.

La première concerne l'utilité de l'information sociétale :

- *P1 : Les informations sociétales peuvent être utiles car elles peuvent avoir pour, au moins, une partie des investisseurs, un contenu informationnel qui les amène à remanier leurs portefeuilles de titres.*

Les propositions suivantes portent sur l'impact des informations sociétales sur les prix des titres :

- *P2a: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles ne véhiculent pas de nouveaux signaux aux investisseurs.*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- *P2b: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles ne sont pas utilisées par les investisseurs (ou par suffisamment d'entre eux).*
- *P2c: les informations sociétales peuvent ne pas impacter les prix des titres lorsqu'elles sont utilisées par la majorité, voire même la totalité, des investisseurs de manière différente.*
- *P3 : les informations sociétales peuvent impacter les prix des titres lorsqu'il y a, au moins, une partie des investisseurs, représentant la majorité sur le marché, qui l'intègre et qui l'utilise de la même manière dans ses choix d'investissement.*

Enfin les quatre dernières propositions sont relatives à l'utilisation des informations sociétales par les investisseurs:

- *P4 : Les informations sociétales constituent un « système d'information » " η_{ic} " auxquels sont liés plusieurs signaux " y_{ic} " pouvant être perçus par un investisseur "i" dans un contexte "c".*
- *P5 : L'utilisation des informations sociétales dépend du signal " y_{ic} " qu'elles envoient à un investisseur "i" dans un contexte "c".*
- *P6 : la perception et l'utilisation des signaux " y_{ic} " liés au système d'informations sociétales " η_{ic} " sont différents selon la formation de l'investisseur " I "*
- *P7 : les signaux " y_{ic} " liés au système d'informations sociétales " η_{ic} " ne sont pas utilisés par les investisseurs lorsque les coûts liés à leur perception sont élevés.*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Synthèse du deuxième chapitre

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers réunit deux approches. La première dite « traditionnelle » renvoie aux travaux qui sont restés fidèles à la vision d'Eugène Fama de l'efficience informationnelle. Celle-ci se caractérise, notamment, par un ensemble de conditions définies dans les travaux pionniers de Fama (1965a, b, 1970). Les principales conditions sont l'homogénéité des anticipations des investisseurs et la disponibilité et la gratuité de l'information sur le marché. La seconde approche dite « élargie » caractérise les travaux qui s'écartent de la vision initiale de l'efficience, particulièrement, concernant les conditions posées par Fama. Celles-ci sont jugées sources de paradoxes (Grossman & Stiglitz, 1980) et irréalistes (Beaver, 1981 ; Rubinstein, 1975). En effet, Grossman et Stiglitz (1980) montrent que ces conditions réunies conduisent le marché à une situation de blocage liée à la perte de motivation des investisseurs à effectuer des échanges. Ces auteurs suggèrent que les échanges sur le marché ne peuvent être observés qu'en situation d'asymétrie d'information entre les investisseurs. Quant à Beaver (1981) et Rubinstein (1975), ils jugent que les conditions énoncées dans la version initiale de l'EMH ne sont pas réalistes et soutiennent aussi bien la thèse de l'asymétrie informationnelle que la thèse de l'hétérogénéité des anticipations.

L'utilité d'une information pour le marché financier, ses impacts sur les prix des titres et son utilisation par les investisseurs dans la valorisation des titres de l'entreprise ne sont pas donc pas appréhendées de la même manière dans les deux approches de l'EMH. Néanmoins, les deux s'accordent pour dire qu'une information utile: 1) est capable d'entraîner les investisseurs à remanier leurs portefeuilles ; 2) a un contenu informationnel, c'est-à-dire amène les investisseurs, ou une partie d'entre eux, à réviser leurs évaluations de la distribution des rentabilités futures.

Les travaux conceptuels analysant les impacts de la prise en compte des demandes partenariales, fournissent plusieurs arguments laissant entendre que les informations sociétales peuvent avoir un contenu informationnel pour les investisseurs. Autrement dit, elles peuvent les renseigner sur la performance financière future de l'entreprise. L'analyse de ces arguments ne permet cependant pas a priori d'attribuer des interprétations universelles aux

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

informations sociétales. Au contraire, elle appuie la thèse de la possible hétérogénéité de leur perception par les investisseurs. En effet, le contenu informationnel que peut déduire un investisseur d'une information sociétale dépend, d'un côté, de son analyse du contexte de l'entreprise et de son environnement, et de l'autre, de ses croyances quant aux effets de l'élargissement des responsabilités des managers envers des parties prenantes autres que les actionnaires.

Les différentes contributions conceptuelles ne nous permettent d'émettre un ensemble de propositions que nous confrontons au terrain dans deuxième la partie de cette thèse.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Deuxième partie.
La prise en compte des informations sociétales dans la valorisation des titres : mythe ou réalité ?

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cette seconde partie regroupe l'ensemble des études effectuées dans le but d'apporter des réponses empiriques à notre problématique de recherche portant sur l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres. Plus particulièrement, nos questionnements concernent l'utilité de ces informations, leurs impacts sur les prix des titres et les raisons qui conduisent les investisseurs traditionnels à en tenir compte ou à les ignorer dans leur évaluation des titres.

Après avoir analysé la littérature et émis un ensemble de propositions théoriques issues principalement des développements de l'hypothèse d'efficience du marché (EMH) et des travaux conceptuels s'intéressant au lien entre PSE et performance financière, nous consacrons cette partie à nos travaux empiriques.

Notre recherche est donc plutôt déductive étant donné que nous partons des propositions théoriques formulées à la fin de la partie précédente. Cependant, comme nous l'expliquons au quatrième chapitre, nous avons essayé de garder tout au long de notre investigation empirique, et particulièrement lors de l'étude qualitative menée, une certaine ouverture nous permettant de saisir d'autres « évidences » pouvant émerger du terrain.

Dans le premier chapitre, nous nous intéressons à l'analyse des impacts d'un ensemble d'informations sociétales diffusées par l'agence de notation européenne Vigéo. En particulier, nous nous intéressons aux publications des changements de leur indice boursier socialement responsable ASPI Eurozone et à leurs notes attribuées aux entreprises par rapport à leurs performances dans cinq domaines sociétaux (les ressources humaines, l'environnement, le comportement sur les marchés, la gouvernance d'entreprise et l'engagement sociétal). Deux études d'événement sont menées. La première est une étude d'impact à court-terme des entrées et sorties des titres des entreprises de l'indice ASPI Eurozone entre septembre 2001 et septembre 2006. La seconde est une étude à long terme des performances financières des titres notés par Vigéo. Plus particulièrement, nous nous intéressons à la différence de performance financière entre les titres les mieux notés et les titres les moins bien notés par Vigéo durant la période se situant entre mai 1999 et décembre 2006.

Le second chapitre présente une étude qualitative exploratoire basée sur des entretiens semi-directifs menés avec une quinzaine d'analystes et gérants de fonds entre juin 2007 et mai 2008. Le but de cette étude est d'affiner notre analyse de l'utilité et de l'utilisation des informations sociétales dans l'évaluation financière des titres en nous adressant directement aux professionnels de l'investissement. En effet, malgré leurs intérêts, les études quantitatives

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

menées ne nous permettent pas d'apporter des réponses à toutes nos interrogations. En particulier, elles ne nous permettent pas de saisir les différentes perceptions de l'utilité des informations sociétales et de nous faire une idée plus précise de leur utilisation par les investisseurs dans leur processus d'évaluation des titres et de choix d'investissement. Nous recourons donc à la méthode d'enquête qualitative par entretiens pour compléter notre investigation empirique et répondre aux questionnements restés en suspens. Cette étude nous permet, d'un côté, de clarifier les résultats des études d'événement et, d'un autre côté, d'aller jusqu'au bout de la confrontation des propositions théoriques développées à la fin de la deuxième partie. En effet, plusieurs de ces propositions ne peuvent pas être testées à travers les deux premières études quantitatives menées.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Chapitre 3 : Analyse de la performance financière des entreprises notées par l'agence de notation sociétale Vigéo

Suite au développement de l'intérêt pour la responsabilité sociétale de l'entreprise sur les marchés financiers, l'offre et la demande d'informations sociétales se sont multipliées. Avant l'apparition des agences de notation sociétale, les principales sources d'informations sociétales étaient les entreprises elles-mêmes par le biais de leur communication, les médias et certaines associations et ONG qui alimentent ponctuellement l'opinion publique de ce qu'ils connaissent des pratiques des entreprises grâce à leur proximité au terrain.

L'apparition des agences de notation apporte au marché un nouveau type d'informations sociétales consistant en une opinion externe de la performance des entreprises dans un nombre de domaines sociétaux. Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, les référentiels utilisés par les agences de notation sont parfois différents (voir tableau 10), cependant les principaux critères retenus dans l'évaluation des entreprises sont globalement les mêmes : environnement, relations avec la communauté, relations avec les salariés, relations avec les partenaires (fournisseurs et clients) et gouvernement d'entreprise. Contrairement aux anciennes sources d'information sociétales, les agences sont spécialisées dans ce domaine et s'adaptent aux besoins des parties prenantes ayant besoin d'évaluer la performance sociétale de l'entreprise (PSE). Ainsi, en se positionnant sur le marché de l'investissement socialement responsable (ISR), elles se sont adaptées le plus possible aux besoins et exigences des investisseurs en mettant en place des outils et des produits qui parlent à cette cible (notes de recherches, notation déclarative, indice boursier, etc.) (voir section 2 du chapitre 2). Par ailleurs, les agences de notation sont les seules sur le marché à :

- quantifier et mesurer la PSE à travers une méthode standardisée ;
- délivrer des informations comparables et diffusées de manière régulière.

Grâce au marché de niche que représente l'ISR, les agences de notation ont mis un pied dans les milieux de l'investissement. Ce marché devenant de plus en plus convoité par les plus

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

grandes banques et sociétés d'investissement, la plupart d'entre elles utilisent les services des agences et achètent leurs bases de données.

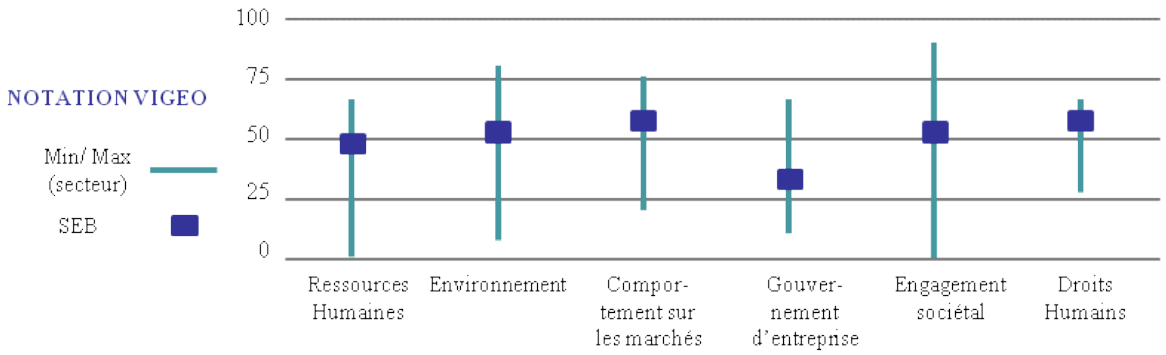
En outre, les agences de notation sont devenues pour certaines entreprises un label de qualité attestant de leurs niveaux de PSE. Plusieurs entreprises communiquent sur leur notation par les agences de notation, spécialement lorsqu'elles reçoivent des notes relativement favorables. La comparaison se fait généralement par rapport aux autres entreprises du même secteur d'activité. Dans l'encadré ci-dessous deux exemples d'entreprises évoquant leurs notations sociétales dans leurs rapports annuels.

Encadré 6 : Extraits du rapport d'activité de 2006 du groupe SEB évoquant sa notation sociétale par l'agence de notation Vigéo

LE GROUPE SEB NOTÉ PAR VIGEO

Pour la seconde année consécutive, Vigeo, agence indépendante de notation et d'évaluation de la responsabilité sociale des entreprises a établi en 2006 un rapport (non sollicité) sur le Groupe SEB, sur la base d'un nouveau panel d'entreprises (Technology and Hardware). Vigeo souligne la bonne progression du Groupe notamment sur le volet environnement.

Globalement, en matière de droits humains, environnement, ressources humaines, conduite des affaires et implication dans la communauté, le Groupe SEB se situe nettement au-dessus de la moyenne des entreprises du panel. Il est en revanche moins bien noté pour ce qui est du gouvernement d'entreprise, principalement en raison du contrôle exercé par le groupe familial et de la proportion, jugée insuffisante, du nombre d'administrateurs indépendants.



Source : Rapport d'activité de 2006 du groupe SEB

Comme nous pouvons le voir dans l'exemple ci-dessus (encadré 6) le groupe SEB ne se contente pas de communiquer sur les aspects positifs des notes attribuées par Vigéo. Bien qu'il ne se situe pas parmi les meilleurs, il donne l'ensemble des notes reçus ainsi que les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

moyennes sur le secteur. Il indique ainsi les domaines sociétaux sur lesquels il est assez bien situé par rapport à ses concurrents et ceux où il a une marge de progrès à faire.

Contrairement à SEB dans l'exemple précédent, le groupe Capgemini ne développe pas toutes les dimensions sociétales notées par Vigéo et n'évoque que ceux où il se situe parmi les meilleures dans son secteur (droits de l'homme et environnement).

Encadré 7 : Extraits du rapport annuel de 2007 du groupe CAPGEMINI évoquant sa notation sociétale par l'agence de notation Vigéo

CAPGEMINI
Comment nous situons-nous ?

Indices financiers et agences de notation
Capgemini est une nouvelle fois intégré à l'indice FTSE4GOOD en 2007 et entre également dans la composition des indices ASPI Eurozone® et Ethibel Excellence®.

[...]
Capgemini a été noté par Vigeo en 2007 et en synthèse il ressort que le Groupe fait preuve d'une approche volontariste sur les questions de développement durable, avec en retour une notation dans la moyenne haute du secteur de par la grande qualité des informations communiquées sur la responsabilité sociale d'entreprise.
• Nous nous classons parmi les trois premiers de notre secteur dans le domaine des droits de l'homme.
• Nous sommes aussi parmi les trois premiers de notre secteur dans le domaine de l'environnement.

Source : Rapport annuel de 2007 du groupe Capgemeni

Par ailleurs, le groupe Capgemeni communique sur sa présence dans des indices boursiers socialement responsables. En effet, l'appartenance à un indice sociétal devient pour certaines entreprises un élément de différenciation qu'elles n'hésitent pas à mettre en avant. En effet, il est assez commun aujourd'hui de trouver cette information mentionnée sur les supports de communication des entreprises comme leurs rapports annuels ou leurs sites internet. L'appartenance à un indice sociétal devient parfois même un élément figurant dans la présentation générale de l'entreprise. Ainsi, nous pouvons apprendre dans les paragraphes consacrés à la présentation de l'émetteur, se trouvant à la fin des communiqués de presse de certaines entreprises, qu'elles appartiennent à tel ou tel indice sociétal (voir encadré 8 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Encadré 8 : Exemples d'extraits de communiqués de presse indiquant la présence des entreprises dans des indices socialement responsables

(Sources, les sites web des entreprises citées dans l'encadré)

SOCIETE GENERALE

Société Générale est l'un des tout premiers groupes de services financiers de la zone euro. Avec 157 000 personnes dans le monde, son activité se concentre autour de trois grands métiers :

- *Réseaux de détail, Financements Spécialisés & Assurances qui comptent 32 millions de clients particuliers en France et à l'international.*
- *Banque Privée, Gestion d'actifs & Services aux investisseurs, où le Groupe compte parmi les principales banques de la zone euro avec 3 246 milliards d'euros d'actifs en conservation et 164 milliards d'euros d'actifs sous gestion hors Amundi à fin mars 2010.*
- *Accompagnant ses clients dans de nombreux secteurs, la Banque de Financement & d'Investissement, Société Générale Corporate & Investment Banking offre des solutions sur mesure en s'appuyant sur son expertise globale en matière de banque d'investissement, de financements et d'activités de marchés.*

Société Générale figure dans les indices internationaux de développement durable : FTSE4good et ASPI. En 2010, l'agence de notation SAM a décerné à Société Générale le titre de "Mover 2010" pour le secteur bancaire

Source : Communiqué de Presse de Société Générale datant du 21/06/10

DANONE

A propos de Danone

Danone est l'une des entreprises les plus dynamiques du secteur alimentaire. Sa mission est d'apporter la santé par l'alimentation au plus grand nombre. Les produits de Danone sont présents sur les 5 continents dans plus de 120 pays. En 2009, Danone qui compte 160 sites de production et environ 80 000 collaborateurs, a enregistré un chiffre d'affaires de 15 milliards d'euros. Danone bénéficie de positions de leader de l'alimentation santé autour de quatre métiers : les produits laitiers frais (n°1 mondial) et les eaux (n°2 sur le marché de l'eau conditionnée), l'alimentation infantile (n°2 mondial) et la nutrition médicale. Coté sur Euronext Paris, Danone est également classé dans les principaux indices de responsabilité sociale : Dow Jones Sustainability Index Stoxx et World, ASPI Eurozone et Ethibel Sustainability index.

Source : Communiqué de Presse de Danone datant du 24/06/10

Ainsi, la communication sur l'appartenance à un ou plusieurs indices sociétaux paraît importante aux yeux de certaines entreprises comme Danone ou Société Générale pour ne citer qu'elles.

La question de l'impact sur l'opinion des récepteurs de la notation sociétale et de l'appartenance à un indice socialement responsable commence donc à se poser pour un certain nombre d'entreprises. De même, nous nous interrogeons sur la valeur de ces informations pour les investisseurs dans ce chapitre. Nous menons alors deux études d'événement afin de mesurer leurs impacts sur les dynamiques boursières des entreprises concernées. La première

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

est une étude d'événement à court terme sur les impacts des entrées et sorties de l'indice ASPI Eurozone sur les cours boursiers des titres. La deuxième est une étude d'événement à long terme mesurant la différence de performance financière entre les titres les mieux notés et les titres les moins bien notés par l'agence Vigéo.

Avant de présenter les deux études menées et leurs résultats dans les sections 2 et 3, la première section expose la méthodologie des études d'événement en revenant sur ses origines et ses deux formes : les études d'événement à court terme et les études d'événement à long terme.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1. La méthodologie des études d'événement

La méthodologie des études d'événement peut être définie comme une analyse statistique qui examine le comportement du prix des actifs financiers par rapport à un événement donné. La notion d'événement désigne tout fait annoncé ou réalisé susceptible d'affecter la valeur d'un actif. Dans le cas d'une entreprise, il peut s'agir de toute information ou donnée qui la concerne directement (résultat comptable, plan social, changement de direction, signature d'un contrat important, etc.) ou indirectement (contexte économique, concurrentiel, politique, etc.). En d'autres mots, un événement peut correspondre à un élément endogène ou exogène à l'entreprise.

Quel que soit l'événement étudié, l'objectif des études d'événement est de mettre en évidence son impact sur les cours boursiers des entreprises concernées. La méthodologie traditionnelle consiste à mesurer l'écart existant entre le cours réel de l'actif étudié et un prix théorique déterminé à l'aide d'un modèle d'estimation. Cet écart appelé rentabilité anormale est d'autant plus grand que le contenu informationnel de l'événement qui l'a généré est important. Il peut être positif traduisant une satisfaction des investisseurs matérialisée par un mouvement d'achat massif sur le titre comme il peut être négatif signifiant dans ce cas une réaction inverse de ces derniers.

D'un point de vue théorique, cette méthodologie repose sur l'hypothèse d'efficience du marché financier qui suppose l'anticipation correcte de la valeur d'une entreprise par les investisseurs et l'ajustement instantané des cours sur la base des informations rendues publiques. En pratique, quelques « relâchements » des conditions et conséquences de la forme initiale de cette hypothèse sont généralement admis pour mettre en œuvre les études d'événement et interpréter leurs résultats. Ces « relâchements » sont particulièrement nécessaires dans les études d'événement à long terme qui admettent la possibilité d'un non-ajustement instantané des cours des titres aux informations nouvelles. Néanmoins, ils le sont également dans les études d'événement à court terme. En effet, si le marché est efficient au sens fort, il n'est pas possible d'observer un quelconque écart de valorisation lié à n'importe quel type d'information. Par ailleurs, si l'ajustement des prix est réellement instantané, il devient impossible de mesurer l'effet d'un événement sur les prix en se basant sur les cours de fermeture mensuels ou même journaliers. Or, plusieurs des études d'événement menées, et même les plus célèbres d'entre elles à l'instar de celle de Ball et Brawn (1968) ou de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) s'appuient sur des cours mensuels.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Ainsi, les études d'événement à court terme se placent généralement dans un contexte d'efficience au sens semi-fort. Le cas particulier des études d'événement à long terme est en revanche un peu plus difficile à justifier du strict point de vue de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (EMH). Généralement, l'existence d'un délai d'ajustement des cours des titres s'explique par deux principaux facteurs. Tout d'abord, certains événements complexes, comme par exemple les fusions-acquisitions ou l'application d'une nouvelle stratégie par l'entreprise, ne sont pas toujours parfaitement décodés à court terme par les investisseurs (Harrison, Derek, & Allen, 2005). Par conséquent, les réactions à court terme des cours ne représentent pas une prise en compte définitive de l'effet de tels événements. Ensuite, certaines informations relatives aux événements ne sont pas communiquées immédiatement par les membres dirigeants au marché (Francoeur, 2006). Le délai d'ajustement des cours dépend donc du temps nécessaire aux investisseurs pour disposer de tous les éléments nécessaires à la valorisation correcte de l'impact de ces événements.

Ces délais d'ajustement des cours allant de plusieurs jours à plusieurs mois sont reconnus par les défenseurs de l'EMH eux-mêmes à l'instar d'Eugène Fama. Néanmoins, selon lui, ces délais ne remettent en aucun cas en cause l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (E. F. Fama, 1998).

D'après MacKinlay (1997), les premières études d'événement menées remontent aux années 1930. En effet, la première étude connue de ce type est publiée en 1933 par James Dolley dans *Harvard Business Review*. Dans son travail, Dolley (1933) s'intéresse à l'effet des divisions des valeurs nominales des actions (*stock splits*) sur les prix des titres concernés. Son étude porte sur un échantillon de 95 divisions d'actions réalisées entre 1921 et 1933. Durant les années qui suivent, d'autres chercheurs comme Myers et Bakay (1948), Barker (1956, 1957, 1958) et Ashley (1962) s'emparent de cette méthodologie pour étudier les effets de différents types d'annonces sur les cours boursiers et contribuent ainsi à l'améliorer. Les principales améliorations apportées par ces travaux portent sur l'élimination de l'influence des mouvements généraux des prix et la séparation des événements perturbateurs.

Vers la fin des années 1960, la méthodologie des études d'événement connaît une grande ascension suite aux travaux publiés par Ball et Brawn (1968), Beaver (1968) et Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969). Les deux premiers s'intéressent aux effets sur les cours boursiers des annonces des résultats comptables et le troisième aux annonces des divisions de nominal. Bien qu'ayant été précédés par les travaux plus anciens citées plus haut, les articles de Ball et Brawn (1968), de Beaver (1968) et de Fama et al. (1969) sont considérés comme pionniers

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

dans le domaine des études d'événement (Cousin, 2005 ; MacKinlay, 1997). Ceci est probablement dû au fort succès qu'ont eu ces travaux au moment de leur publication, notamment grâce aux récents débats sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers. En effet, dès la parution de ces travaux, la méthodologie des études d'événement est devenue la méthodologie par excellence pour tester l'efficience des marchés. Suite à une grande utilisation des études d'événement pour mesurer la rapidité de l'ajustement des prix à l'information publique, elles ont commencé à être de nouveau utilisées pour mesurer l'impact de ces annonces sur les prix des titres.

Selon Gillet (1999), les études d'événement constituent une des formes de recherche les plus classiques de la finance moderne. Cette affirmation n'est en rien une exagération tant il y a de recherches publiées depuis la fin des années 1960 utilisant la méthodologie des études d'événement. En effet, rien qu'en considérant cinq grandes revues anglo-saxonnes en finance[51], il est possible d'y dénombrer 565 articles qui concernent directement les études d'événement publiées entre les années 1974 et 2000 (Cousin, 2005). Le succès des travaux pionniers est tel que des centaines de recherches se sont lancées dans l'utilisation des études d'événement en les prenant pour référence dans l'application de cette méthodologie. En particulier, le travail de Fama et al. (1969) constitue très probablement la référence la plus citée dans ce domaine. D'après le recensement effectué par Binder (1998) en s'appuyant sur le *Social Sciences Citation Index*, cet article a été cité 516 fois entre l'année de sa publication en 1969 et 1994, soit une moyenne de 21 citations par an pendant 25 ans. Ceci amène Binder (1998) à considérer cet article comme un classique en matière d'économie et de gestion au regard de la norme selon laquelle un papier cité plus de 10 fois en un an pendant 10 ans est un classique. Comme le note Binder, le succès fulgurant de cet article est d'autant plus surprenant lorsque l'on apprend que le but de ce papier était de présenter une application directe de la base de données nouvellement lancée du CRSP (*Center for Research in Security Prices*) contenant les rentabilités mensuelles des titres cotés au *New-York Stock Exchange*.

Le succès durable de la méthodologie des études d'événement tient également à son utilisation dans des domaines variés des sciences de gestion. En effet, les études d'événement sont souvent mobilisées dans des problématiques qui dépassent la seule discipline de la finance. Elles sont par exemple utilisées pour tester l'effet sur les cours boursiers d'un changement stratégique, d'un plan marketing ou d'une décision au niveau des ressources

[51] Les cinq revues considérées sont *Journal of Business*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* et *Review of Financial Studies.*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

humaines pour ne citer que quelques exemples qui touchent différents domaines de la gestion d'entreprise. Comme le montre le tableau 20 ci-dessous, plusieurs recherches en stratégie, marketing ou ressources humaines mobilisent la méthodologie des études d'événement.

Tableau 20 : Exemples d'études d'événement mobilisées dans différents domaines de recherche en gestion

Auteurs	Revue	Titre de l'article	Evénement étudié
Agrawal et Kamakura (1995)	Journal of Marketing	The Economic Worth of Celebrity Endorsers: An Event Study Analysis	Les annonces de signature de contrats pour l'utilisation d'une célébrité dans une campagne publicitaire
Beatty et Zajac (1987)	Strategic Management Journal	CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects	Les annonces de changements de dirigeants des entreprises
Campart et Pfister (2008)	Revue économique	Course technologique et valeur boursière : Une étude d'événements basée sur l'industrie pharmaceutique	Les annonces d'avancées technologiques par les firmes de l'industrie pharmaceutique
Chatterjee (1992)	Strategic Management Journal	Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring-Implications for Target and Bidder Firms	Les rejets de propositions d'offres publiques d'achat (OPA)
Chaney, Devinney et Winer (1991)	Journal of Business	The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms	Les annonces de l'introduction de nouveaux produits innovants
Clinebell et Clinebell (1994)	Journal of Management	The effect of advanced notice of plant closings on firm value	Les annonces de fermeture d'usines
Delattre (2001)	Revue Française du Marketing	Le changement de nom des entreprises : évaluation quantitative et typologie	Les annonces de changement de nom des entreprises
Hubler et Meschi (2000)	Revue Française de Gestion	Alliances, acquisitions et valeur boursière	Les annonces d'alliances stratégiques et d'acquisition d'entreprises
Koh et Venkatraman (1991)	The Academy of Management Journal	Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector	Les annonces de joint-venture dans le secteur des technologies de l'information
Lubatkin (1987)	Strategic Management Journal	Merger Strategies and Stockholder Value	Les annonces d'acquisitions d'entreprises
Markides (1992)	Academy of	Consequences of Corporate	Les annonces de stratégies de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

	Management Journal	Refocusing: Ex Ante Evidence	recentrage
Worrell, Wallace et Sharma (1991)	Academy of Management Journal	Layoff Announcements and Stockholder Wealth	Les annonces de réductions d'effectifs

L'expansion de l'utilisation des études d'événement dans les différents domaines de recherche en gestion reflète l'importance accordée à l'appréciation des différents événements touchant l'entreprise par le marché financier. Cette méthodologie est devenue le « baromètre » qui permet de mesurer l'impact des divers événements sur la création ou la destruction de valeur pour les entreprises. Par ailleurs, la simplicité de cette méthodologie a certainement aidé à sa diffusion au-delà du cercle des chercheurs en finance. En effet, malgré la diversité des tests statistiques et des modèles proposés dans la littérature, les études d'événement, et particulièrement celles à court terme, restent relativement simples à mettre en œuvre.

1.1 Les études d'événement à court terme

Depuis le célèbre article publié par Fama, Fisher, Jensen et Roll en 1969, plusieurs améliorations ont été proposées pour rendre la méthodologie des études d'événement plus robuste et plus fiable. Principalement, les évolutions apportées touchent le modèle utilisé pour estimer les rentabilités normales du marché et les tests statistiques permettant d'évaluer la significativité de l'effet mesuré.

Néanmoins, malgré les différentes propositions pour améliorer les études d'événement, la principale démarche reste la même et reprend une série d'étapes bien définie (Cousin, 2005). En effet, quels que soient les choix faits par le chercheur, une étude d'événement suit les principales étapes suivantes.

1.1.1 La constitution de l'échantillon des titres étudiés

Une fois l'événement que l'on souhaite étudier est clairement défini, le chercheur commence par sélectionner l'échantillon de titres sur lequel il peut travailler. La constitution de l'échantillon des titres concernés par l'événement dépend naturellement d'un certain nombre de choix liés par exemple à la problématique, au secteur étudié ou à la période concernée.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cependant, il est important de noter que les choix du chercheur sont parfois contraints par la disponibilité et la fiabilité des données.

Dans tous les cas, il est conseillé d'être vigilant dans le choix des titres quant à leur représentativité. Ainsi, il est parfois recommandé d'éliminer les titres dont le comportement ou les caractéristiques sont susceptibles de biaiser les résultats de l'étude. Par exemple, peuvent être éliminées de l'échantillon, les entreprises pour lesquelles un autre événement a été identifié au voisinage de la date de l'événement étudié, les valeurs cotées à l'étranger ou les titres très peu liquides.

Cependant, certains chercheurs comme Williams (1998) et Lubatkin et Schrieves (1986) attirent l'attention sur les risques de non-représentativité statistique liés au rétrécissement de la taille de l'échantillon suite à l'opération de « nettoyage ». Pour bien faire les choses, il serait ainsi utile de suivre le conseil de MacKinlay (1997) qui recommande de noter les caractéristiques des titres constituant l'échantillon (taille, secteur, etc.) et tous les phénomènes les concernant pouvant potentiellement biaiser les résultats de l'étude. Cela permet de maintenir le maximum de titres dans l'échantillon sélectionné tout en gardant la possibilité de vérifier et d'interpréter les résultats si l'on soupçonne l'existence d'un quelconque biais lié aux caractéristiques notées.

1.1.2 La détermination de la date d'événement

Le choix de la date de l'événement mérite également une attention particulière. Brown et Warner (1980) suggèrent que le repérage de la date de l'événement étudié est l'étape la plus décisive de la méthodologie des études d'événement. Une étude d'événement peut aboutir à des résultats totalement erronés si la date d'événement retenue est celle de la réalisation du phénomène étudié. En effet, souvent les réalisations surviennent bien plus tard que les annonces. Or, les investisseurs n'attendent pas la réalisation de l'événement pour agir, ils forment leur opinion et interviennent sur le marché dès qu'ils obtiennent l'information. D'après Hachette (1994), cela explique la raison pour laquelle les premières études d'événement sur les effets des opérations de fusions-acquisitions aboutissaient à une absence d'impact boursier. En effet, les dates d'événement retenues dans ces études sont celles des réalisations des opérations alors que le marché en était informé plus tôt.

Ainsi, la date généralement retenue pour les événements est celle de la première annonce publique. Cette précaution permet de se rapprocher le plus possible du moment où les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

investisseurs changent potentiellement leurs positions sur le titre sous l'effet de la nouvelle information. Cependant, il est malheureusement difficile d'exclure l'éventualité d'une divulgation précoce de ladite information auprès de certains investisseurs privilégiés. Dans le cas de diffusion d'information privilégiée, l'étude du comportement du prix du titre au moment de l'annonce publique ne peut pas aboutir à des résultats fiables. En effet, dans ce cas, l'information nouvelle est déjà entièrement incorporée dans le prix du titre avant la date de l'annonce publique.

Afin d'essayer de contourner les difficultés liées aux doutes sur la date d'annonce « réelle » de l'événement, la plupart des études considèrent une fenêtre d'événement de plusieurs jours autour de la date « officielle » de l'annonce. La taille de la fenêtre observée est très variable selon les auteurs, elle est déterminée généralement en fonction de l'ampleur de l'incertitude sur la date d'événement et les cours utilisés pour le calcul (quotidien, hebdomadaire, mensuel). Pour des études d'événement portant sur des cours mensuels, la fenêtre d'événement peut aller d'un à plusieurs mois autour de la date d'annonce (j=0) (exemple : [j-30 jours, j+30 jours] dans Fama et al. (1969) ; différentes fenêtres testées dans l'intervalle [j-67 mois, j+64 mois] pour Lubatkin (1987)). Pour des études d'événement portant sur des cours quotidiens, la fenêtre d'événement peut aller d'un à plusieurs jours autour de la date d'annonce (exemple : [j-1 jour, j=0] pour Koh et Venkatraman (1991) ; différentes fenêtres testées dans l'intervalle [j-90 jours, j+30 jours] pour Worrell, Wallace, Chandy et Sharon (1986)).

Dans le but d'éviter de fixer des fenêtres d'événement trop larges, certains auteurs préfèrent essayer de lever l'incertitude sur la date d'événement. Ainsi, plusieurs méthodes statistiques sont proposées pour estimer la probabilité que l'événement ait eu lieu à une date donnée dans la fenêtre d'événement. Parmi les plus connues, nous pouvons citer les méthodes suggérées par Ball et Torous (1988) et Corrado (1993)[52]. Cependant, ces méthodes ne sont utilisées par les chercheurs qu'en cas de forte incertitude sur la date de l'événement à cause de la lourdeur de leur mise en place.

[52] Une synthèse de ces travaux est proposée dans les travaux doctoraux menés par Jean-François Bacmann (2001) et Jean-Gabriel Cousin (2005).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1.3 Le choix du modèle générateur des rentabilités normales

Pour déterminer l'effet d'un événement sur le cours d'un titre, nous avons besoin de mesurer l'écart entre la rentabilité théorique et la rentabilité constatée à la date d'événement (ou durant la fenêtre d'événement). La rentabilité théorique correspond à la rentabilité attendue en l'absence d'événement, elle est aussi habituellement désignée par la rentabilité normale ou espérée. La différence entre la rentabilité théorique et la rentabilité effectivement constatée représente ce qu'on appelle rentabilité anormale. C'est l'ampleur de cet écart qui nous permet de savoir s'il est « habituel » ou s'il correspond à une réaction anormale du cours par rapport à un événement. Pour s'en assurer, il faut se référer aux tests de significativité.

Cependant, avant d'arriver à l'étape du test de significativité de la RA (rentabilité anormale), il faut déterminer la rentabilité normale ou théorique. Pour l'estimer, nous avons besoin d'un modèle générateur des rentabilités normales. Il existe quatre principaux modèles généralement utilisés pour le calcul du rendement théorique que nous présentons dans les paragraphes suivants.

1.1.3.1 Le modèle de la moyenne historique

Le modèle des moyennes historiques (ou *mean-adjusted model*) consiste à déterminer la rentabilité théorique à partir de la moyenne de ses rentabilités passées (R_i). Ainsi, ce modèle suppose que la rentabilité d'un titre à une date t est égale à la moyenne de ses rentabilités durant la période précédant cette date. Cette rentabilité s'écrit alors :

$$R_{i,t} = R_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Où :

- $R_{i,t}$ est la rentabilité observée du titre i en t ;
- R_i est la moyenne des rentabilités historiques du titre i ;
- $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur d'espérance nulle et de variance égale à $\sigma_{\varepsilon i}^2$.

Selon Brown et Warner (1980), outre sa simplicité de mise en œuvre, ce modèle présente l'avantage d'être aussi efficace que des modèles plus élaborés pour évaluer les rendements anormaux. Contrairement à cet avis, l'étude de Chandra, Moriarity et Willinger (1990) conclut sur l'infériorité de la capacité de ce modèle à détecter les rendements anormaux

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

comparé à deux autres modèles couramment utilisés (le modèle de l'indice du marché (1.2.2.2) et le modèle du marché (1.2.2.3)). En effet, le modèle de la moyenne historique présente deux principales limites. La première consiste en la non-prise en compte de la sensibilité des titres à la conjoncture économique puisque la rentabilité d'un titre est supposée être constante dans le temps. La deuxième limite correspond au biais potentiel entraîné par le choix de la période de calcul de la moyenne historique : la rentabilité anormale peut être sous-estimée si cette période est haussière et surestimée dans le cas contraire (Klein & Rosenfeld, 1987).

1.1.3.2 Le modèle de l'indice du marché

Ce modèle, également appelé le modèle à rentabilité ajustée à celle du marché (*market-adjusted model*), suppose que l'espérance de la rentabilité est la même pour tous les titres mais varie dans le temps. Elle consiste donc à considérer la rentabilité théorique d'un titre comme égale à celle du portefeuille de marché (ou de l'indice de marché). Autrement dit :

(2) $$R_{i,t} = R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Où :

- $R_{i,t}$ est la rentabilité observée du titre i en t ;
- $R_{m,t}$ est la rentabilité observée l'indice de référence en t ;
- $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur d'espérance nulle et de variance égale à $\sigma_{\varepsilon_i}^2$.

La rentabilité anormale du titre i en t ($RA_{i,t}$) est donc fonction de la rentabilité observée ($R_{i,t}$) et de celle de l'indice de référence représentant le portefeuille de marché ($R_{m,t}$). Elle s'exprime donc de la manière suivante :

(3) $$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Ce modèle est très simple d'utilisation. Il suffit de disposer de l'historique des cours d'un indice de marché pour pouvoir déterminer les rentabilités théoriques des titres étudiés. Par rapport au modèle précédent, il présente l'avantage de prendre en compte la conjoncture économique à travers l'indice de marché. Cependant, sa principale limite consiste à considérer que la sensibilité à la conjoncture économique est exactement la même pour toutes les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

entreprises tous secteurs confondus. Cela peut avoir pour conséquence de sous-estimer les rentabilités anormales si l'échantillon de titres étudiés est essentiellement constitué d'entreprises à bêta élevé et de les surestimer dans le cas inverse (Cousin, 2005).

Néanmoins, ce modèle peut s'avérer intéressant lorsque les valeurs historiques ne sont pas disponibles ou qu'elles ne sont pas suffisamment longues (étude de titres nouvellement introduits en bourse) pour permettre une estimation plus sophistiquée (par exemple à travers un des modèles présentés par la suite).

Une autre variante du modèle de l'indice de marché est la méthode du portefeuille de contrôle (*companion portfolio approach*). Elle consiste à déterminer la rentabilité théorique à partir de la rentabilité constatée d'un portefeuille de titres (portefeuille de contrôle) qui ont des caractéristiques similaires de l'échantillon de titres étudié. Autrement dit, au lieu de s'appuyer sur les rentabilités d'un indice de marché existant, le chercheur construit lui-même son portefeuille de titres de façon à se rapprocher le plus possible des caractéristiques des titres faisant l'objet de l'étude d'événement. Les caractéristiques peuvent par exemple porter sur le secteur d'activité, la taille ou le marché de cotation des entreprises étudiées.

Ainsi, il suffit de remplacer dans l'équation 2 $R_{m,t}$ par $R_{p,t}$:

(4) $$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{p,t}$$

Avec :

- $R_{p,t}$: la rentabilité observée du portefeuille de contrôle en t.

Cette méthode est généralement utilisée lorsque les entreprises dont on cherche à mesurer les rentabilités anormales présentent des caractéristiques très spécifiques rendant la comparaison à un indice de référence limitée. Elle est notamment par Foster et al. (1984) et Bartov et al. (2000) qui cherchent à travers cette technique à contrôler la taille des titres étudiés (leur capitalisation boursière).

Enfin, il est important de noter que le modèle de l'indice du marché est un cas particulier du modèle de marché présenté ci-dessous (1.2.2.3) où le paramètre αi est égal à 0 et le paramètre β_i est égal à 1.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1.3.3 Le modèle de marché

Le modèle de marché (*ou market and risk-adjusted model*) a pour principe d'ajuster les rentabilités de chaque titre à celles du portefeuille de marché en prenant en compte la sensibilité du titre à ce portefeuille. Selon Lardic et Mignon (2006), le modèle de marché est né de l'observation de Markowitz (1952) qui suggère qu'il existe une relation entre la rentabilité d'un titre particulier et la rentabilité du portefeuille du marché. Autrement dit, les fluctuations du cours d'un titre sont liées d'un côté au comportement général du marché et d'un autre à des événements spécifiques au titre lui-même. Le risque d'un titre peut par conséquent être divisé en deux composantes. La première correspond au risque dit « risque systématique » ou « risque diversifiable », elle représente la sensibilité du titre à la conjoncture du marché. La deuxième appelée « risque spécifique » ou « risque non-diversifiable » découle des caractéristiques particulières du titre.

Concrètement, à travers le modèle de marché, la rentabilité théorique est déterminée via une fonction linéaire qui lie les rentabilités des titres à celles d'un indice représentant le portefeuille de marché. La fonction s'exprime de la manière suivante :

$$R_{i,t} = \alpha i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Où :

- $R_{i,t}$ est la rentabilité observée du titre i en t ;
- $R_{m,t}$ est la rentabilité observée du portefeuille de marché en t ;
- β_i est un coefficient de sensibilité du cours à l'indice du marché (risque systématique) ;
- αi est un coefficient qui correspond à la partie du cours non expliquée par le marché (risque spécifique) ;
- $\varepsilon_{i,t}$ est un terme d'erreur d'espérance nulle et de variance égale à $\sigma_{\varepsilon_i}^2$.

Les paramètres αi et β_i du modèle sont estimés d'après une régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires.

Ainsi, la rentabilité anormale du titre i en t ($RA_{i,t}$) correspond à l'écart entre sa rentabilité observée et la rentabilité théorique déterminée par la régression linéaire. Elle s'exprime alors de la manière suivante :

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

(6) $$RA_{i,t} = R_{i,t} - \alpha i - \beta_i R_{m,t}$$

Bien qu'il ne soit pas le plus simple à mettre en œuvre, le modèle de marché est parmi les plus utilisés dans la littérature. Par rapport aux modèles précédents, il présente l'avantage de tenir compte de la sensibilité des titres aux événements généraux qui affectent l'ensemble du marché. Ainsi, il permet de diminuer significativement la variance des rentabilités anormales estimées et d'augmenter donc la puissance des tests de significativité (Cousin, 2005). La capacité à détecter les effets d'un événement est par conséquent accrue à travers le modèle de marché.

1.1.3.4 Les modèles économiques

Les deux principaux modèles économiques utilisés dans l'estimation des rendements des titres sont le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers) et le MEA (modèle d'évaluation par arbitrage). Ces modèles sont généralement plus connus sous leur dénomination anglaise, soit respectivement : le CAPM (*capital asset pricing model*) et l'*APT* (asset pricing model).

Le CAPM est un modèle d'équilibre qui repose sur les travaux de Sharpe (1964) et Lintner (1965) qui suggèrent que le fonctionnement du marché entraîne pour tous les titres et tous les portefeuilles une relation entre rentabilité et risque non-diversifiable. Plus précisément, le CAPM suppose que l'espérance de rentabilité d'un titre i ($E(R_i)$) se décompose en deux parties :

- la rentabilité d'un actif non risqué R_f
- une prime de risque $\beta_i[E(R_m) - R_f)]$

Comme nous pouvons le voir, cette prime de risque se décompose elle même en deux composantes :

- la différence de rentabilité entre un actif non risqué et un actif risqué $[E(R_m) - R_f)]$
- la sensibilité du titre i au marché $\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$

L'équation du CAPM s'écrit alors comme suit:

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(7) $$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f)]$$

Contrairement aux années 1970 où il est fréquemment mobilisé, le modèle du CAPM n'est quasiment plus utilisé aujourd'hui comme modèle générateur des rentabilités normales dans les études d'événement à court terme (MacKinlay, 1997). En effet, le CAPM a fortement pâti des remises en cause concernant l'impossibilité de la tester (Roll, 1977) et son incapacité à prendre en compte certaines anomalies constatées sur le marché comme par exemple l'influence du facteur taille ou du facteur *book-to-market*[53] sur la rentabilité des actions (E. F. Fama & French, 1992, 1993, 1996).

La prise en compte de l'influence d'autres facteurs de risque que celui du marché sur la rentabilité des titres conduit Stephen Ross (1976) à développer le modèle de l'APT. La principale suggestion de ce modèle est que la rentabilité de toute action dépend d'un nombre de facteurs communs à tous les titres sur le marché et d'un facteur spécifique à cette action. L'équation de l'APT s'écrit:

(8) $$R_i = E(R_i) + \sum_{j=1}^{k} \beta_{i,j} f_j + \varepsilon_i$$

Où :

- R_i est la rentabilité de l'actif i
- $E(R_i)$ est la rentabilité anticipée de i
- $\beta_{i,j}$ est le coefficient de sensibilité du titre i au facteur j
- f_j est la valeur prise par le facteur commun j
- ε_i est un terme d'erreur d'espérance nulle et de variance égale à $\sigma_{\varepsilon_i}^2$

Nous pouvons considérer le CAPM comme un cas particulier du modèle de l'APT où le seul facteur de risque pris en compte est le facteur marché. Le modèle de l'APT n'est donc qu'une généralisation du modèle du CAPM qui admet l'existence de plusieurs facteurs de risques pouvant influencer la rentabilité d'un actif. Cependant, en dehors du risque propre à l'actif et celui du marché, le modèle de l'APT ne fournit pas de précision sur les autres

[53] Ces anomalies sont discutées plus loin dans ce chapitre.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

facteurs de risque pertinents à prendre en compte. Son gain par rapport à l'utilisation du modèle de marché, plus simple à mettre en œuvre, est donc très limité (MacKinlay, 1997). Cela explique la faible mobilisation du modèle de l'APT dans les études d'événement.

1.1.4 L'estimation des paramètres du modèle générateur des rentabilités normales

L'utilisation du modèle de marché et des modèles économiques nécessite l'estimation des paramètres du modèle. Le chercheur doit alors disposer de suffisamment d'historique de cours pour l'indice de référence choisi afin de représenter le portefeuille du marché et pour chacun des titres étudiés. Cet historique doit couvrir au minimum la période d'estimation et la fenêtre d'événement.

Le choix de la période d'estimation est important pour éviter le plus possible de biaiser les valeurs des paramètres du modèle générateur. En effet, à travers le modèle générateur le but est d'obtenir des rentabilités normales. Il est donc essentiel de pourvoir l'estimer durant une période où les rentabilités ne sont pas influencées par des événements particuliers. Généralement, la fenêtre d'estimation est fixée à une période précédant la fenêtre d'événement pour éviter les éventuelles perturbations liées à l'annonce de l'événement étudié. Certains chercheurs (Campbell, Lo, & MacKinlay, 1997 ; Riva, 2008) préfèrent même laisser quelques jours entre la fenêtre d'événement et la période d'estimation au cas où l'événement se soit ébruité avant sa date d'annonce officielle. Cependant, cette précaution n'est pas forcément utile lorsque la fenêtre d'événement est déterminée de façon à pallier l'incertitude de la date d'événement. Il est en revanche important d'éviter d'inclure dans la période d'estimation la fenêtre la fenêtre d'événement définie par le chercheur.

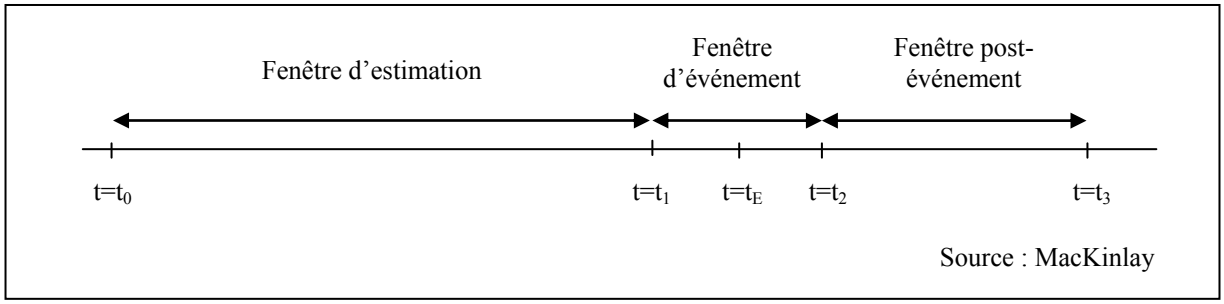
Outre l'événement étudié, le chercheur doit également faire attention aux périodes caractérisées par des annonces concernant les titres composant l'échantillon pouvant provoquer des modifications importantes de leurs cours. En effet, on observe habituellement des variations significatives des cours des titres juste après l'annonce d'opérations telles qu'une division du nominal, une fusion acquisition ou un versement de dividende. Ces événements entraînent des modifications « mécaniques » du prix de l'actif qu'il est nécessaire d'éliminer durant la période d'analyse de l'étude d'événement (Cousin, 2005). Par exemple, sachant que le prix d'une action baisse du montant du dividende immédiatement après le détachement de celui-ci, il faut ajouter ce montant là au cours de l'action concernée avant de procéder au calcul de sa rentabilité. Ces corrections sont importantes à effectuer durant la

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

période d'analyse pour être en mesure d'estimer le plus correctement possible les rentabilités « normales ».

La figure ci-dessous représente le schéma temporel généralement utilisé dans l'analyse d'une étude d'événement.

Figure 27 : les périodes d'analyse d'une étude d'événement



t_0 désigne le début de la période d'estimation, t_1 le début de la fenêtre d'estimation, $t=t_E$ la date de l'événement, t_2 la fin de la fenêtre d'événement et t_3 une date postérieure à cette fenêtre.

Le choix de la durée de la période d'estimation est également un paramètre important car sa longueur peut affecter la puissance des tests. Cette durée ne doit ni trop courte ni trop longue pour éviter les biais dans l'estimation des rentabilités normales. Une fenêtre d'estimation trop courte peut ne pas être représentative (période baissière ou haussière) et affecter donc la qualité de l'estimation (rentabilités normales surestimées ou sous-estimées). Le choix d'une fenêtre plus longue peut ainsi améliorer la qualité de l'estimation. Par ailleurs, une période d'estimation trop longue peut amener une instabilité des paramètres et une dilution des caractéristiques de la période proche de la fenêtre d'événement. En général, la taille de la période d'estimation est comprise entre 100 et 300 jours pour une étude portant sur des rentabilités quotidiennes et entre 20 et 60 mois pour une étude portant sur des rentabilités mensuelles (Bacmann, 2001).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1.5 Le calcul et le test des rentabilités anormales

Une fois les rentabilités normales estimées, il suffit d'en retrancher les rentabilités effectivement observées pour obtenir les rentabilités anormales. Quel que soit le modèle générateur utilisé, la formulation de l'équation permettant d'obtenir les rentabilités anormales est la suivante :

(9) $$RA_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t} \mid I_t]$$

Où :

- $RA_{i,t}$ est la rentabilité anormale du titre i en t ;
- $R_{i,t}$ est la rentabilité observée du titre i en t ;
- $E[R_{i,t} \mid I_t]$ est la rentabilité théorique du titre i en t obtenue selon le processus générateur conditionnellement à l'information I_t.

Si le chercheur souhaite étudier l'impact de l'événement sur une fenêtre supérieure à un jour, l'approche couramment utilisée consiste à calculer les rentabilités anormales cumulées (RAC). Le calcul s'effectue de la manière suivante :

(10) $$RAC_i[t_1, t_2] = \sum_{t_1}^{t_2} RA_{i,t}$$

Où :

- $RAC_i[t_1, t_2]$ correspond aux rentabilités anormales cumulées du titre i durant la période d'événement allant de t_1 à t_2.

Les rentabilités anormales représentent l'écart entre les rentabilités observées en présence de l'événement étudié et les rentabilités normales estimées. Cependant avant de conclure sur l'amplitude de l'impact de cet événement sur les cours de bourse, il est nécessaire de réaliser un test d'hypothèse qui permet de mesurer la significativité des rentabilités anormales calculées.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Pour déterminer si les rentabilités anormales enregistrées pendant la fenêtre d'événement $[t_1, t_2]$ sont effectivement provoquées par l'événement étudié, il faut vérifier si elles sont différentes des rentabilités anormales enregistrées durant la période d'estimation. Plus précisément, il convient de vérifier que les distributions en coupe transversale des rentabilités anormales durant les deux périodes sont différentes.

La première étape du test consiste donc à calculer les rentabilités anormales moyennes ou rentabilités anormales cumulées moyennes.

(11) $$\overline{RA}_{t_E} = \frac{\sum_{i=1}^{N} RA_{i,t_E}}{N}$$

(12) $$\overline{RAC_{[t_1,t_2]}} = \frac{\sum_{i=1}^{N} RA_{i,[t_1,t_2]}}{N}$$

Avec :

- $\overline{RA}_{t_E}$ la rentabilité anormale moyenne le jour de l'événement t_E ;
- $\overline{RAC_{[t_1,t_2]}}$ les rentabilités anormales cumulées moyennes durant la fenêtre d'événement $[t_1, t_2]$;
- N le nombre d'entreprises composant l'échantillon étudié

La seconde étape consiste à construire un test d'hypothèses dans le but de déterminer si les rentabilités anormales calculées durant la fenêtre d'événement sont différentes de celles estimées en l'absence d'événement.

La construction du test statistique est une étape importante car elle conditionne les conclusions que le chercheur peut tirer. Plus précisément, il est important d'être attentif à la définition de l'hypothèse nulle (H_0) et de l'hypothèse alternative (H_1). L'un des principes à respecter dans le choix de l'hypothèse nulle est de minimiser la probabilité de la rejeter lorsqu'elle est vraie (erreur de type 1). De même, il convient d'éviter le risque d'accepter l'hypothèse nulle alors que l'alternative est vraie (erreur de type2). Le tableau ci-dessous synthétise les principaux risques liés à la construction d'un test statistique.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 21 : les principaux risques liés à la construction d'un test d'hypothèse

	Etat de la nature	
Décision	Hypothèse nulle vraie	Hypothèse nulle fausse
Hypothèse nulle acceptée	Correcte	Erreur de type II
Hypothèse nulle rejetée	Erreur de type I	Correcte

Formellement, le test pour une étude d'événement est défini comme suit :

$$\begin{cases} H_0 : \text{L'événement n'a aucun impact sur la moyenne ou la variance des rentabilités} \\ H_1 : \text{L'événement a un impact sur la variance des rentabilités} \end{cases}$$

Les tests d'hypothèses peuvent suivre une approche paramétrique si la distribution de probabilités des rentabilités est supposée connue ou une approche non-paramétrique si aucune loi de probabilité n'est posée concernant le comportement de ces rentabilités.

1.1.5.1 Les tests paramétriques

Un test est dit paramétrique lorsque la loi de probabilité des variables observées est une loi connue. Dans le cas des rentabilités anormales estimées à l'aide d'un modèle générateur, un test paramétrique s'appuie sur les propriétés statistiques posées pour le terme d'erreur de ce modèle. Autrement dit, si $\varepsilon_{i,t}$ est supposé suivre une loi normale $(E(\varepsilon_{i,t}) = 0, Var(\varepsilon_i) = \sigma^2_{\varepsilon_i})$, la distribution des estimateurs du modèle générateur est également normale.

Ainsi, sous l'hypothèse nulle, H_0, on a :

$$RA_{i,t} \sim N(0, \sigma^2_{\varepsilon_i}) \quad (13)$$

La variance du terme d'erreur ($\sigma^2_{\varepsilon_i}$) étant inconnue, on utilise son estimateur sans biais calculé durant la période d'estimation :

$$\text{Var}(RA_i) = \hat{\sigma}^2_{\varepsilon_i} = \frac{\sum_{t=t_0}^{t_1} \hat{\varepsilon}^2_{i,t}}{t_1 - 1} \quad (14)$$

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Le test se réalisant sur la moyenne des rentabilités anormales obtenue pour les N entreprises constituant l'échantillon (équation 11) et en posant l'indépendance en coupe transversale, la variance de cette moyenne est égale à :

$$\text{Var}(\overline{RA}_{t_E}) = \frac{1}{N^2}\sum_{i=1}^{N}\sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (15)$$

Les rentabilités anormales étant supposées identiquement distribuées, leur variance est la même pour les N titres constituant l'échantillon. Nous pouvons donc écrire :

$$\text{Var}(\overline{RA}_{t_E}) = \frac{\sigma_{\varepsilon}^2}{N} \quad (16)$$

Ainsi, sous l'hypothèse nulle, H_0, on a :

$$\frac{\overline{RA}_{t_E}}{\sqrt{\text{Var}(\overline{RA}_{t_E})}} \sim t_{\text{nddl}} \quad (17)$$

Avec :

- t_{nddl} la loi de Student à N degrés de liberté.

Si l'échantillon de titres étudiés est suffisamment grand (N>30), le test peut être approximé par une loi centrée réduite :

$$\frac{\overline{RA}_{t_E}}{\sqrt{\text{Var}(\overline{RA}_{t_E})}} \sim N(0,1) \quad (18)$$

Pour vérifier si H_0 est vraie, il suffit donc de confronter les résultats obtenus à une table statistique.

Ce test est également réalisable sur les rentabilités anormales cumulées durant la fenêtre d'événement.

Dans ce cas, l'équation 15 est remplacée par l'équation 19 ci-dessous :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(19) $$\mathrm{Var}(\overline{RAC}_{[t_1,t_2]}) = \frac{1}{N^2}\sum_{i=1}^{N}(t_2 - t_2 + 1).\sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Le test de Student est le test paramétrique le plus utilisé pour évaluer le caractère significatif des résultats obtenus. C'est le test traditionnel utilisé pour évaluer l'écart-type de la distribution de la moyenne des rentabilités anormales à la date de l'événement considéré. Il est également appelé le test traditionnel en coupe instantanée (*ordinary cross-sectional test*). Même si les conditions de normalité des rentabilités sont rarement vérifiées, ce test présente des performances satisfaisantes (Boehmer, Masumeci, & Poulsen, 1991 ; Brown & Warner, 1980, 1985).

D'autres tests paramétriques inspirés du test de Student ont été proposés pour évaluer la distribution des rentabilités anormales. Les plus utilisés sont ceux de Patell (1976) et Boehmer et al. (1991).

Le test de Patell (1976) part des même hypothèses que le test traditionnel. Cependant, à la différence de ce dernier, le test de Pattel standardise les rentabilités anormales (RA) avant de calculer leur moyenne. La standardisation consiste à diviser toutes les RA par leurs écarts-types estimés durant la période d'estimation.

La rentabilité anormale stransardisée (RAS) du titre i à la date de l'événement (t_E) s'écrit comme suit :

(20) $$RAS_{i,t_E} = \frac{RA_{i,t_E}}{\sqrt{Var(RA_i)}}$$

Avec :

- RAS_{i,t_E} les rentabilités anormales standardisées du titre i

Le but de cette opération est de prendre en compte l'éventuelle hétéoscédasticité des rentabilités calculées.

La statistique de Pattel s'écrit comme suit :

(21) $$Z_{Pattel} = \frac{\overline{RAS}_{t_E}}{\sqrt{\mathrm{Var}(\overline{RAS}_{t_E})}} = \frac{\sum_{i=1}^{N} RAS_{i,}}{\sqrt{N}}$$

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Le test proposé par Boehmer et al. (1991) ajoute une étape supplémentaire par rapport à celui de Pattel (1976) : après le calcul des RAS (équation 20) et la moyenne des RAS ($\overline{RAS}_{t_E}$), un test en coupe transversale est mis en œuvre. Ce test consiste à diviser la moyenne des RAS observées le jour de l'événement ($\overline{RAS}_{t_E}$) par son écart-type estimé en coupe transversale.

Selon l'approche de Boehmer et al. (1991) les RAS ne sont pas posées comme suivant une loi normale centrée réduite (puisque la variance n'est pas stable dans le temps). L'écart type de la rentabilité anormale standardisée moyenne s'écrit alors de la manière suivante :

$$\sqrt{\mathrm{Var}(\overline{RAS}_{t_E})} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}\sum_{i=1}^{N}(RAS_{i,t_E} - \frac{\sum_{i=1}^{N} RAS_{i,t_E}}{N})^2} \quad (22)$$

La statistique de Boehmer et al. (1991) s'exprime donc comme suit :

$$Z_{Boehmer} = \frac{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} RAS_{i,t_E}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)}\sum_{i=1}^{N}(RAS_{i,t_E} - \frac{\sum_{i=1}^{N} RAS_{i,t_E}}{N})^2}} \quad (23)$$

Cette méthode permet de résoudre les éventuels problèmes de mauvaise spécification du modèle utilisé tout en tenant compte du phénomène de variance induite par l'événement (Cousin, 2005).

1.1.5.2 Les tests non paramétriques

Les tests non paramétriques permettent de s'affranchir des hypothèses sur la loi de probabilité des variables observées. Ainsi, à travers ces tests, le chercheur n'est pas obligé de poser la normalité des RA.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les tests non paramétriques les plus utilisés sont le test des signes, le test des rangs et le *Bootsrap* (ré-échantillonnage).

Le test des signes consiste à évaluer si la proportion de rentabilités anormales positives observées durant la période d'événement est significativement différente de 50%. En effet, ce test suppose que durant une période standard (non marquée par des événements pouvant impacter les cours boursiers), les proportions de rentabilités anormales positives et négatives sont strictement égales. Ainsi, dans ce test, l'hypothèse nulle, H_0, se formule comme suit : il est équiprobable d'observer des rentabilités anormales positives et des rentabilités anormales négatives durant la fenêtre d'événement.

La première étape d'un test de signes consiste donc à dénombrer les RA positives. Ensuite, un test d'hypothèse est réalisé afin de déterminer si la proportion de RA positives est statistiquement différente de 50%.

Ainsi, sous l'hypothèse nulle, H_0, on a :

$$Z_{signe} = \left[\frac{N^+}{N} - 0{,}5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0{,}5} \sim N(0,1) \quad (24)$$

Avec :

- N^+ le nombre de cas où les rentabilités anormales sont positives
- N le nombre total de titres constituant l'échantillon

L'hypothèse H0 est rejetée uniquement si la valeur de la statistique de signe Z_{signe} dépasse un certain seuil.

Ce test peut cependant s'avérer limité si la distribution des variables observées n'est pas symétrique, ce qui est souvent le cas des séries de rentabilités anormales quotidiennes.

Le test proposé par Corrado (1989) permet de pallier ce problème et d'obtenir des résultats plus fiables dans le test des RA (Cowan & Sergeant, 1996).

Le principe du test des rangs de Corrado (1989) consiste à comparer les rangs des RA de chaque titre de l'échantillon durant la période d'événement à leurs rangs moyens attendus $(\overline{K}_i)$. Dans ce test, l'hypothèse nulle, H_0, consiste en l'absence de réaction des cours liée à l'événement étudié.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Concrètement, ce test propose de remplacer, durant la période d'estimation et la période d'événement (l'intervalle$[t_0, t_2]$), les rentabilités anormales de tous les titres de l'échantillon $(RA_{i,t})$ par leurs rangs $(K_{i,t})$.

Pour déterminer les rangs, il suffit de classer les RA selon un ordre croissant (si $RA_{i,t'} > RA_{i,t''} \Rightarrow K_{i,t'} > K_{i,t''}$).

Ainsi, sous l'hypothèse nulle, H_0, on a :

(25) $$Z_{rang} = \frac{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(K_{i,t_E} - \overline{K_i})}{\sqrt{Var(\overline{K})}}$$

Avec :

- $K_{i,t}$ le rang de $RA_{i,t}$
- $\overline{K}_i = 0{,}5 + \frac{T}{2}$, où : T la taille totale de la période d'étude
- $Var(\overline{K}) = \sqrt{\frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T}\frac{1}{N^2}\sum_{i+1}^{N}(K_{i,t} - \overline{K}_i)^2}$

La statistique Z_{rang} est distribuée asymptotiquement selon une loi normale centrée réduite.

Le troisième test non paramétrique présenté est le *Bootstrap* (ré-échantillonnage). Cette technique consiste à utiliser l'échantillon des observations pour déterminer le modèle qui correspond le mieux à leur réelle distribution. Ainsi, plusieurs tirages aléatoires avec replacement sont réalisés dans l'échantillon initial (les échantillons *bootstrap*) afin d'estimer les différents paramètres du modèle.

Bien qu'introduit dès la fin des années 1970 (Efron, 1979), le *bootstrap* n'a été utilisé dans les tests des études que récemment. Ceci s'explique notamment par le temps de calcul nécessaire à la procédure du ré-échantillonnage (des centaines de tirages aléatoires et l'estimation des paramètres des échantillons tirés). Les récents progrès des capacités de calcul des ordinateurs ont encouragé plusieurs chercheurs (Aktas, Bodt, & Roll, 2004; Kramer, 2002) . La procédure suivie consiste à tirer à partir de l'échantillon de RA estimées des sous-échantillons de même taille avec replacement. Ensuite, dans chacun des échantillons *bootstrap* obtenus, les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

paramètres du modèle choisi sont estimés. Les statistiques calculées à partir de ces estimations procurent une distribution empirique à laquelle la statistique obtenue sur l'échantillon original doit être comparée.

1.2 Les études d'événement à long terme

A la différence des études d'événement à court terme, le but des études d'événement à long terme n'est pas de mesurer l'effet immédiat d'un événement mais d'évaluer son impact plusieurs mois à plusieurs années après son avènement. L'étude d'Ibbotson (1975) compte parmi les premières études d'événement à long terme connues en finance. A travers cette recherche, Ibbotson s'intéresse à la valorisation boursière des entreprises durant les cinq années suivant leur introduction en bourse. Depuis, les études d'événement à long terme sont utilisées par les chercheurs pour mesurer l'impact de plusieurs types d'événements susceptibles d'induire un effet à une période ultérieure à leurs réalisations. Parmi les événements étudiés à travers cette méthodologie : les introductions en bourse (Brav, 2000 ; Loughran & Ritter, 1995; Ritter, 1991; Schultz, 2003), les rachats d'action (Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen), les fusions-acquisitions (Mitchell & Stafford, 2000), les décisions d'initiation et de suppression de dividendes (Boehme & Sorescu, 2002 ; Michaely, Thaler, & Womack, 1995), l'introduction de nouvelles régulations concernant les entreprises (Aktas et al., 2004) ou les annonces d'augmentation des dépenses en recherche et développement par les entreprises (Eberhart, Maxwell, & Siddique, 2004).

La démarche des études d'événement à long terme respecte les mêmes étapes que celle des études d'événement à court terme, à savoir : la définition des événements et de leurs dates de réalisation, la collecte et le nettoyage des données boursières nécessaires, le choix d'une norme pour le calcul des rendements normaux, l'évaluation de l'impact généré par l'événement et la mesure de son caractère significatif sur le plan statistique.

Les principales étapes des études d'événement ayant fait l'objet d'un rappel détaillé dans la section précédente, nous nous concentrons dans celle-ci sur les aspects caractérisant la méthodologie des études d'événement à long terme en particulier. Plus précisément, nous discuterons les approches de calcul des rendements normaux utilisées dans ce contexte et les méthodes généralement mobilisées dans l'estimation des rendements anormaux à long terme.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.2.1 Le choix d'une norme pour le calcul des rendements normaux

Deux principales approches sont utilisées dans les études d'événement à long terme pour la définition des rendements normaux : l'approche des séries chronologiques et l'approche en coupe transversale. La première inclut trois modèles généralement utilisés dans la littérature : le modèle de marché, le MEDAF et le modèle multi-facteurs. La deuxième approche inclut quant à elle deux principaux modèles : le portefeuille de référence (reference portfolio) et les firmes de contrôle (*control firms*).

1.2.1.1 Les modèles d'évaluation des actifs financiers

Le choix d'un modèle générateur de rentabilité est une étape particulièrement importante dans les études d'événement à long terme (Khotari & Warner, 2006). Ce choix est beaucoup plus sensible dans les études portant sur des périodes longues que dans les études portant sur des périodes courtes pour une principale raison : les éventuelles erreurs d'estimation des rentabilités sont amplifiées sur les longues périodes. En effet, les inexactitudes dans le calcul des rendements anormaux dues aux erreurs d'ajustement au risque sont multipliées lorsque la période étudiée est longue. Selon Khotari et Warner (2006), la mesure des rendements ajustés au risque est le talon d'Achille des études dévénement à long terme car une petite erreur d'estimation peut fausser tous les résultats. Pour étayer leurs propos, ils donnent l'exemple suivant : une erreur d'estimation ramenant le beta d'un titre à 1 au lieu de 1,4 entraîne une erreur d'à peu près 0,02% dans la rentabilité anormale journalière du titre. Sur une fenêtre d'événement de trois jours, cela représente une erreur économiquement négligeable de 0,06%. Par contre, ramenée à une période de douze mois, une erreur de ce type peut représenter un écart dans la mesure de la rentabilité anormale qui avoisine les 5%. Si l'erreur d'estimation de la rentabilité anormale journalière est de 0,05%, l'écart d'estimation annuel peut atteindre entre 12 et 13%. Par conséquent, la précision de l'ajustement au risque devient beaucoup plus importante dans les études d'événement portant sur des périodes longues.

Ainsi, contrairement au cas des études à court terme, le chercheur ne peut pas se satisfaire des modèles générateurs de rentabilité les plus simples pour mener une étude d'événement à long terme. Par exemple, le modèle de marché, très satisfaisant comme norme pour les études à court terme (Brown & Warner, 1985) n'est pas fiable dans le cas des études à long terme (Khotari & Warner, 2006). En revanche, le modèle du MEDAF, dont l'apport est considéré négligeable pour une étude à court terme, en comparaison avec la complexité de sa mise en oeuvre, est plus préconisé dans le cas des études à long terme.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ceci dit, le MEDAF est également devenu depuis les années 1980 l'objet de plusieurs critiques quant à sa fiabilité en tant que modèle générateur de rentabilités espérées. Suite aux premiers tests empiriques du MEDAF menés par Black, Jensen, & Scholes (1972) ou encore Fama & MacBeth (1973) qui ont jugés satisfaisants, de nouvelles évidences empiriques apparaissent et remettent en cause le MEDAF. En effet, une série d'anomalies détectées empiriquement dans le comportement des titres décrédibilise le MEDAF qui postule que la rentabilité d'une action dépend d'un seul facteur de risque : le risque systématique. Les anomalies découvertes suggèrent que d'autres facteurs comme la taille (la capitalisation boursière) de l'entreprise ou la valorisation relative (*Book- to-Market* ou BTM) de celle-ci ou encore le *momentum* peuvent également influencer la rentabilité des titres. Suite à la découverte de ces anomalies, d'autres modèles générateurs de rentabilité font leur apparition au cours des années 1990 et gagnent du terrain par rapport au MEDAF. Il s'agit principalement du modèle à trois facteurs de Fama et French et du modèle à quatre facteurs de Carhart.

Néanmois, il est important de se rappeler que, malgré leur évolution, les modèles de calcul de rentabilités les plus sophistiqués n'arrivent pas à tenir compte de toutes les causes de variation des rendements des titres. Autrement dit, ces nouveaux modèles ne peuvent pas totalement éliminer le problème de l'hypothèse jointe qui consiste dans le fait que tout test d'efficience est un test joint de l'hypothèse d'efficience et du modèle générateur des rentabilités. Ce problème rend impossible de conclure à partir d'un test si c'est le marché qui est inefficient ou si c'est le modèle d'évaluation utilisé qui ne décrit pas parfaitement le comportement de la rentabilité des titres. C'est pour cette raison que Fama (1998) conclut que tous les modèles d'évaluation des rentabilités offrent des descriptions incomplètes du comportement des rentabilités moyennes des titres. Ainsi, les modèles multifactoriels suggérés par Fama et French (1993) et par Carhart (1997) atténuent une partie des problèmes mais ne représentent qu'une image déformée du comportement des rendements boursiers.

a. Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993)

Le modèle à trois facteurs, usuellement nommé modèle de Fama et French, ajoute au facteur traditionnel de la prime de risque de marché, pris en compte dans le MEDAF, deux autres facteurs : le facteur taille et le facteur BTM. Cette innovation est venue remédier à deux des principales anormalies dans le comportement des rendements boursiers détectées dans de

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

précédents travaux comme ceux de Banz (1981), Stattman (1980) ou Rosenberg, Reid et Lanstein (1985) (Jemel & Cousin, 2006).

Le travail de Banz (1981) est considéré comme le premier à mettre en évidence le lien entre la l'effet taille et la rentabilité des actions. Plus précisément, ses résultats montrent que la taille d'une entreprise et sa rentabilité sont inversement liées. Ces observations empiriques ne sont cependant pas étayées par des explications théoriques. En guise d'explication, Banz (1981) se contente de suggérer que la taille représente un proxy pour d'autres variables non testées corrélées à la taille de l'entreprise. Néanmoins, il n'hésite pas à préconiser que la prise en compte de la taille d'une entreprise augmente le pouvoir explicatif des modèles générateurs des rentabilités prenant uniquement en compte le risque systématique. En effet, le travail de Banz (1981) montre que les rentabilités observées des petites capitalisations sont en réalité plus élevées par rapport à ce que prédit le MEDAF, alors que celles des grandes capitalisations sont plus faibles. L'effet taille est par la suite confirmé par plusieurs autres travaux comme ceux de Daniel, Grinblatt, Titman et Wermers (1997), Fama et French (1992) et Keim (1983).

La deuxième anomalie prise en compte dans le modèle de Fama et French est pointée du doigt dès les années 1970 par Rosenberg et Marathe (1976) et Basu (1977) et confirmée plus tard par Stattman (1980), Basu (1983) et Rosenberg, Reid et Lanstein (1985). Ces travaux montrent l'existence d'un effet Book-to-Market (BTM) : les portefeuilles d'actions qui ont un BTM faible ont des rentabilités moyennes plus faibles que celles prédites par le MEDAF et inversement (les portefeuilles d'action qui ont un BTM élevé ont des rentabilités plus élevées). La présence persistante de cette anomalie amène Fama et French (1992, 1993) à suggérer que sa prise en compte, en plus du facteur taille et risque systématique, accroît considérablement la puissance explicative des modèles de mesure de la performance des portefeuilles.

L'équation du modèle de Fama et French s'écrit de la manière suivante :

$$E(R_i) = R_f + \beta_{0,i}[E(R_m) - R_f)] + \beta_{1,i}SMB + \beta_{2,i}HML \quad (26)$$

Avec :

- $R_{i,t}$ la rentabilité du titre i durant la période t

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- $[E(R_m) - R_f)]$ représente la prime de risque du marché : la différence de rentabilité entre un actif non risqué et un actif risqué
- SMB représente le facteur taille (SMB (Small Minus Big) : la différence de rentabilité entre une petite capitalisation et une grande capitalisation
- HML représente le facteur BTM (HML (High Minus Low) : la différence de rentabilité entre une valeur de rendement (BTM élevé) et une valeur de croissance (BTM faible)
- $\beta_{0,i}, \beta_{1,i}, \beta_{2,i}$ représentent la sensibilité du titre i aux trois facteurs de risque correspondants (marché, taille, BTM)

b. Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997)

Suite à l'apparition du modèle de Fama et French présenté ci-dessus, Carhart (1997) propose de le faire évoluer en introduisant un facteur supplémentaire dans le calcul de la performance : le *momentum*. La prise en compte de ce nouveau facteur répond aux travaux empiriques ((De Bondt & Thaler, 1985 ; Jegadeesh & Titman, 1993) qui ont mis en évidence une anomalie (le *momentum*) qui se traduit par une persistance des performances à court terme des performances des titres. Plus exactement, les études empiriques de De Bondt et Thaler (1985) et de Jegadeesh et Titman (1993) montrent que les titres qui ont réalisé dans un passé récent (les 12 derniers mois) les performances les plus importantes (les gagnants du passé) continuent à réaliser durant la période suivante de meilleures performances par rapport aux perdants du passé et inversement (les perdants du passé continuent à réaliser de mauvaises performances). Jegadeesh et Titman (1993) montrent que l'application d'une stratégie d'investissement consistant à acheter les gagnants des six derniers mois et à vendre les perdants de cette même période génère un rendement anormal (non expliqué par le modèle à trois facteurs) moyen d'environ 1% par mois.

Ainsi, Carhart (1997) suggère que l'utilisation d'un modèle à quatre facteurs permet de mieux expliquer les variations en coupe transversale des rentabilités des titres et d'améliorer par la suite la mesure de la performance des portefeuilles.

Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) s'écrit de la même manière que celui de Fama et French en y ajoutant le facteur *momentum*.

Formellement, l'équation du modèle de Carhart (1997) s'exprime comme suit :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(27) $$E(R_i) = R_f + \beta_{0,i}[E(R_m) - R_f)] + \beta_{1,i}SMB + \beta_{2,i}HML + \beta_{3,i}MOM$$

Avec :

- MOM représente le facteur *momentum* : la différence de rentabilité entre un titre gagnant (qui a surperformé durant les 12 derniers mois) et un titre perdant (qui a sous-performé durant les 12 derniers mois).

1.2.1.2 Les modèles comparatifs

Le deuxième type de modèle utilisé pour estimer le rendement « normal » des titres s'appuie sur la comparaison avec des titres existants (*benchmark*). Cette approche constitue une alternative intéressante par rapport aux modèles d'évaluation des actifs critiqués pour deux principales raisons. La première est qu'elle évite les biais liés aux capacités limitées de ces modèles à décrire le comportement des rentabilités. Ensuite, elle n'utilise pas de données pré-événements pour estimer les paramètres contrairement aux modèles d'évaluation.

Deux modèles comparatifs sont généralement utilisés dans la littérature : le portefeuille de référence et les firmes de contrôle.

a. Le portefeuille de référence

Le portefeuille de référence (*reference portfolio* ou *benchmark portfolio*) est un portefeuille composé de titres qui ne sont pas concernés par l'événement considéré par le chercheur et ayant les mêmes caractéristiques susceptibles d'influencer les rentabilités que le portefeuille de titres étudié (taille, ratio BTM, *momentum*, biais des nouvelles introductions, biais de recomposition du portefeuille, etc.).

Selon Lyon, Barber et Tsai (1999) la construction d'un portefeuille de référence similaire au portefeuille étudié du point de vue taille et de ratio BTM et échappant au biais des nouvelles introductions au biais de rééquilibrage permet d'améliorer l'inférence statistique des tests statistiques. Le biais des nouvelles introductions (*new listing bias*) se présente lorsque le chercheur n'introduit pas dans le portefeuille de référence les sociétés nouvellement cotées alors que le portefeuille étudié en contient. Cela peut amener des différences de performance liées à la présence de ces sociétés, celles-ci étant caractérisées par des évolutions spécifiques de leurs taux de rentabilités. Quant au biais de recomposition (*rebalancing*), il apparait

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

lorsque la pondération des titres introduits dans le portefeuille de référence n'est pas révisée périodiquement de la même manière que la pondération des titres du portefeuille étudié.

Le portefeuille de référence ne permet cependant pas d'éliminer le biais d'asymétrie de la distribution des rendements anormaux (*skewness*). Pour tenir compte de ce biais Lyon, Barber et Tsai (1999) préconisent l'utilisation de la simulation par ré-échantillonnage (*bootstrap*) de la distribution empirique des rendements anormaux.

b. Les firmes de contrôle

Le processus de constitution d'un échantillon de firmes de contrôle est plus contraignant puisqu'il s'agit de trouver pour chaque firme de l'échantillon étudié une firme non concernée par l'événement considéré et qui lui est similaire selon des critères définis à l'avance. Lorsque la similitude touche à plusieurs critères, la procédure de choix de la firme de contrôle la plus proche doit également être clarifiée à l'avance. Le processus le plus suivi dans la littérature est celui décrit par Barber et Lyon (1997) qui détaillent la manière de choisir les firmes de contrôle selon les critères taille, le rapport book-to-market, ainsi que le critère croisé taille et book-to-market. D'autres critères peuvent être retenus pour la firme de contrôle comme le secteur d'activité et le résultat opérationnel. Lorsque le choix s'appuie sur un seul critère, la détermination de la firme la plus proche est assez facile. Il suffit de choisir celle dont la valeur absolue de la différence du critère avec la firme étudiée est la plus faible. Cependant, lorsque le choix implique plusieurs critères à la fois, les règles de détermination de la firme de contrôle sont plus complexes. Dans ce cas, il est possible de se référer à la règle en deux temps utilisée par Barber et Lyon (1997) pour sélectionner les firmes selon un critère croisé de taille et de book-to-market. Dans un premier temps, Barber et Lyon (1997) sélectionnent les firmes dont la taille (capitalisation boursière) se trouve entre 70% et 130% de celle de l'entreprise étudiée. Ensuite, ils choisissent parmi ces firmes celle qui a le rapport book-to-market le plus proche de l'entreprise considérée.

1.2.2 Les approches de mesure des performances à long terme

Deux principales approches sont utilisées dans l'estimation des rendements anormaux parmi les études d'événement à long terme : l'approche dite d'achat-conservation (*Buy-and-Hold Abnormal Returns, BHAR*) et l'approche de l'alpha de Jensen appelée également l'approche en temps calendaire (*Calendar Time Portfolio Approach*) (Khotari & Warner, 2006).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.2.2.1 L'approche achat-conservation

Cette approche s'inspire de la stratégie d'investissement « achat conservation ». Le principe est de calculer le rendement d'un portefeuille construit selon cette stratégie sur une période donnée. Le but est de vérifier si le rendement anormal moyen au terme de la période considérée est significativement différent de zéro. Selon Lyon, Barber et Tsai (1999), cette approche est intéressante car elle représente l'expérience de l'investisseur.

Concrètement, la méthode achat-conservation consiste à soustraire les rendements normaux attendus des rendements observés. Les rendements attendus sont estimés à travers l'approche de portefeuille de référence ou des firmes de contrôle. Formellement, le calcul se fait selon l'équation suivante :

$$BHAR_i = \prod_{\tau=1}^{T}[1 + R_{i,\tau}] - \prod_{\tau=1}^{T}[1 + R_{B,\tau}] \quad (28)$$

Avec :

- $R_{i,\tau}$ le rendement observé du titre ou du portefeuille qui a connu l'événement durant la période T
- $R_{B,\tau}$ le rendement du titre ou du portefeuille *Benchmark* durant la période T

Le calcul du $BHAR$ moyen ($\overline{BHAR}$) peut être équi-pondéré (Equal-weighted, EW) ou pondéré par la capitalisation boursière des titres (Value-weighted, VW) (Khotari & Warner, 2006 ; M. L. Mitchell & Stafford, 2000).

L'approche achat-conservation est fortement recommandée par Lyon et Barber (1997) et Lyon et al. (1999) car elle permet plus que les autres approches d'estimer l'expérience de l'investisseur sur une période donnée grâce à la technique de la capitalisation sur laquelle elle s'appuie. D'un autre côté, plusieurs biais liés à cette approche sont soulignés dans la littérature ((Brav, 2000; E. F. Fama, 1998; Khotari & Warner, 2006; M. L. Mitchell & Stafford, 2000). En effet, Brav (2000) reproche à l'approche achat-conservation d'être plus sensible au problème d'indépendance entre les entreprises de l'échantillon. D'autre part, selon Mitchell et Stafford (2000) le biais d'asymétrie présente un sérieux problème dans l'évaluation des rendements anormaux par l'approche achat-conservation. Ce biais augmente la probabilité de rejet de l'hypothèse de la présence de rendements anormaux. Par ailleurs, Lyon et al. (1999) constatent également que cette approche peut ne pas produire d'inférence

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

statistique fiable lorsque les échantillons de titres concernés par l'événement présentent des caractéristiques communes pouvant générer des corrélations en coupe transversale des rendements anormaux.

Face à ces faiblesses, Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) recommandent l'utilisation de l'approche en temps calendaire.

1.2.2.2 L'approche en temps calendaire

L'approche en temps calendaire (*Calendar Time Portfolio Approach*) est issue des travaux de Jaffe (1974) et Mandelker (1974). Depuis son introduction par ces auteurs, elle est défendue par plusieurs auteurs comme Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000) qui la préfèrent à la méthode achat-conservation (Khotari & Warner, 2006). L'approche consiste à calculer pour chaque mois calendaire la performance du portefeuille constitué des titres qui ont connu un événement particulier durant une période donnée (allant généralement de une à plusieurs années). Le calcul de la performance peut s'appuyer sur le modèle du MEDAF. Néanmoins, l'utilisation des modèles multifactoriels (Fama et French ou Carhart) est davantage recommandée par plusieurs auteurs (Jegadeesh, 2000; Khotari & Warner, 2006; Lyon et al., 1999; M. L. Mitchell & Stafford, 2000).

Quel que soit le modèle d'évaluation, la première étape du processus consiste à construire des portefeuilles de titres concernés par l'événement en fonction des dates de sa réalisation. Mitchell & Stafford (2000) suggèrent de composer des portefeuilles mensuels incluant tous les titres qui ont subi l'événement depuis moins de trois ans. Les portefeuilles peuvent donc être composés d'un nombre variable de titres en fonction des périodes. Le poids des titres dans les portefeuilles peut être équi-pondéré ou pondéré selon leurs capitalisations boursières. Ensuite, pour chaque mois calendaire, le rendement sur les portefeuilles constitués est calculé sur une période de trois ans avec le modèle d'évaluation. Dans l'étude de Mitchell & Stafford (2000), l'évaluation de la performance des portefeuilles s'appuie sur le modèle de Fama et French.

Selon le modèle d'évaluation des actifs financiers choisi (MEDAF, modèle de Fama et French, modèle de Carhart) pour détecter le rendement anormal mensuel du portefeuille des titres concernés par l'événement, le chercheur utilise l'une des équations respectives suivantes pour faire ses régressions :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(29) $$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_{0,p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{p,t}$$

(30) $$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_{0,p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{1,p}SMB_t + \beta_{2,p}HML_t + \varepsilon_{p,t}$$

(31) $$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_{0,p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{1,p}SMB_t + \beta_{2,p}HML_t + \beta_{3,p}MOM_t + \varepsilon_p$$

La première équation correspond à une évaluation de la performance du portefeuille par le MEDAF, la deuxième par le modèle de Fama et French et la troisième par le modèle de Carhart.

Avec :

- $R_{p,t}$ la rentabilité du portefeuille *p* durant la période t
- $R_{m,t}$ la rentabilité du portefeuille de marché durant la période t
- $R_{f,t}$ la rentabilité du portefeuille sans risque durant la période t
- $(R_{m,t} - R_{f,t})$ représente la prime de risque du marché : la différence de rentabilité entre le portefeuille du marché et le portefeuille sans risque
- SMB_t représente le facteur taille (SMB (Small Minus Big) : la différence de rentabilité entre un portefeuille de petites capitalisations et un portefeuille de grandes capitalisations
- HML_t représente le facteur BTM (HML (High Minus Low) : la différence de rentabilité entre un portefeuille de valeurs de rendement (BTM élevé) et un portefeuille de valeurs de croissance (BTM faible)
- MOM_t représente le facteur *momentum* : la différence de rentabilité entre un portefeuille de récents gagnants (les titres qui ont surperformé durant les 12 derniers mois) et un portefeuille de récents perdants (les titres qui ont sous-performé durant les 12 derniers mois).
- α_p représente le rendement moyen mensuel du portefeuille p
- $\beta_{0,p}, \beta_{1,p}, \beta_{2,p}$ représentent la sensibilité du portefeuille p aux trois facteurs de risque correspondants

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- $\varepsilon_{p,t}$ un terme d'erreur

Les paramètres $\alpha_p, \beta_{0,p}, \beta_{1,p}, \beta_{2,p}$ sont estimés par régression linéaire. L'ordonnée à l'origine α_p représente dans ces équations ce qu'on appelle, dans le cadre des travaux sur le MEDAF, l'Alpha de Jensen. Il permet de mesurer le rendement excédentaire du portefeuille *p* compte tenu des facteurs de risque pris en compte dans les différents modèles (risque systématique, facteur taille, facteur BTM et facteur *momentum*).
Les tests statistiques les plus recommandés pour tenir compte de l'interdépendance en coupe transversale sont la procédure de *bootstrap* et la procédure de Newey-West (Newey & West, 1987) qui est très indiquée en cas d'hétéroscédasticité et d'auto-corrélation (HAC Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent estimator).

Selon Fama (1998) et Mitchell et Stafford (2000), l'approche en temps calendaire est plus robuste que l'approche achat-conservation et permet de mieux surmonter les problèmes statistiques reprochés à cette dernière. En effet, en agrégeant les titres dans un seul portefeuille, l'approche en temps calendaire minimise fortement les problèmes liés à l'interdépendance en coupe transversale des rendements des titres constituant l'échantillon étudié. Cependant, l'étude de Lyon et al. (1999) montre que l'approche en temps calendaire peut se révéler incapable de détecter les rendements anormaux car elle s'appuie sur la moyenne de rendement de plusieurs mois d'événements. En effet, la considération d'une moyenne sur plusieurs mois lisse les pics de rendements anormaux qui peuvent se produire pendant certains mois et les rend invisibles pour le chercheur.

Pour pallier cette faiblesse, Mitchell et Stafford (2000) proposent de standardiser les rendements anormaux mensuels obtenus par l'approche en temps calendaire en utilisant l'écart type du portefeuille. Selon Mitchell et Stafford (2000), la standardisation des CTAR présente deux grands avantages. Premièrement, elle permet de contrôler l'hétéroscédasticité des rendements anormaux. Ensuite, elle donne plus de poids aux périodes « chaudes » de forte activité qu'aux périodes « froides » de faible activité.

Les conclusions des simulations menées par Mitchell et Stafford (2000) montrent qu'en prenant ces précautions, l'approche en temps calendaire possède des capacités pour détecter les rendements anormaux supérieures à l'approche achat-conservation.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Après avoir détaillé les principales méthodes utilisées pour mesurer les rendements anormaux des titres à court et à long-terme, nous présentons dans les deux sections suivantes les études d'événement menées dans cette recherche. Nous préciserons pour chaque étude, nos choix des méthodes utilisées pour estimer les rendements anormaux et pour tester leur significativité.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2. L'impact des entrées et des sorties de l'indice ASPI Eurozone sur les cours des titres

Cette section présente la première étude d'événement menée dans le cadre de cette recherche. Il s'agit d'une étude d'événement à court terme qui mesure les impacts des entrées et sorties des entreprises de l'indice socialement responsable ASPI Eurozone géré par l'agence de notation sociétale Vigéo.

Dans un premier temps, nous proposons de préciser les objectifs de cette étude. Ensuite, nous présentons les données utilisées et les principales étapes de la réalisation de l'étude d'événement menée à courter terme. Enfin, une dernière partie sera consacrée à l'analyse et à la discussion des résultats.

2.1 Les objectifs de l'étude d'événement à court-terme

Dans cette étude, nous nous intéressons aux impacts des entrées et des sorties des titres de l'indice boursier ASPI Eurozone sur leurs cours. Nous tentons de déceler, à travers les dynamiques boursières des titres concernés, si ces événements possèdent un contenu informationnel pour les investisseurs. Plus exactement, nous cherchons à comprendre si l'inclusion et l'exclusion de l'ASPI constituent pour eux des signaux sur la valeur future des titres les conduisant à remanier leurs portefeuilles de titres.

L'inclusion et la sortie d'un indice boursier socialement responsable constitue une information sociétale dans le sens où ces événements envoient un signal sur la performance sociétale relative de l'entreprise concernée. En effet, toutes les entreprises ne peuvent pas accéder aux indices boursiers puisque chacun se compose d'un nombre de titres définis à l'avance (120 titres pour l'ASPI). Ainsi, il y a une sorte de concurrence entre les entreprises représentées dans l'univers noté par l'agence (330 pour Vigéo). Inclure un titre dans l'ASPI indique que la performance sociétale de l'entreprise (PSE) représentée s'est améliorée au point d'atteindre un niveau qui la situe parmi les 120 premières entreprises notées. A l'inverse, exclure un titre de l'ASPI signifie que la performance sociétale de l'entreprise s'est détériorée et qu'elle se situe désormais au-dessous du niveau de celle classée au 120ème rang. Nous aimerions donc savoir si ces informations sont interprétées par les investisseurs comme des signaux d'amélioration ou de détérioration de la performance financière future des titres touchés par les événements (entrée vs. sortie).

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Plusieurs études d'événement ont été conduites sur les annonces de changement des indices financiers traditionnels comme le S&P 500 (Harris & Gurel, 1986 ; Lynch & Mendenhall, 1997 ; Shleifer, 1986) ou le Nikkei 500 (Liu, 2000) ou encore le CAC 40 (Bancel, 1994). La plupart de ces études montrent que les titres entrants dans les indices enregistrent des rentabilités anormales positives (RA) et que les titres sortants enregistrent une RA négatives. Ces RA sont pour plupart du temps statistiquement significatives mais qui ne sont pas toujours persistante. Deux principales hypothèses existent pour expliquer l'apparition de ces RA à court-terme suite aux changements de composition des indices boursiers. La première est celle de la pression sur les prix à court terme due au à la recomposition des fonds indiciels (*the price pressure hypothesis*). Elle suppose qu'il y a un grand nombre de gérants de fonds qui répliquent la composition de l'indice étudié, autrement dit, ils achètent les titres entrants et vendent les titres sortants de façon systématique. La seconde hypothèse est celle du signal informationnel lié à l'entrée ou à la sortie de l'indice (*the information hypothesis*). Elle suppose que l'inclusion dans un indice véhicule un signal positif sur la valeur future du titre alors que son exclusion véhicule un signal négatif.

Il est difficile *a priori* de formuler des hypothèses sur la nature du signal envoyé par l'entrée et la sortie de l'indice APSI Eurozone. En nous appuyant sur ce qui ressort de notre revue de la littérature effectuée au deuxième chapitre de cette thèse, nous ne pouvons pas définir de quelle manière les deux événements peuvent être interprétés. Il est aussi probable que l'entrée à l'indice ASPI soit perçue négativement ou positivement par les investisseurs selon l'optique dans laquelle ils se situent et l'analyse qu'ils font.

En outre, nous situant dans une approche d'hétérogénéité des croyances, nous sommes conscients que ces événements peuvent être interprétés comme une information utile pour une partie des investisseurs seulement et ignorés par les autres. Par conséquent, nous n'excluons pas que les potentielles réactions des investisseurs peuvent ne pas se refléter dans les prix courants. Il n'est pas exclu non plus que tous les investisseurs ne considèrent pas ces événements comme une information utile.

Ainsi, pour être plus précis, notre principal objectif à travers cette étude est de savoir si les entrées et les sorties de l'indice communiquent au marché un signal ayant la capacité de se traduire sur les prix des titres concernés par des rentabilités anormales significatives d'un point de vue statistique.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ensuite, nous sommes curieux de découvrir, à travers les potentiels rendements anormaux observés, si l'interprétation de ces événements par les investisseurs est en moyenne positive ou négative. Autrement dit, si l'événement « entrée dans l'indice » (« sortie de l'indice ») conduit à une RA positive (négative) ou le contraire.

Nos hypothèses pour cette étude sont donc définies pour les deux événements de la même manière (l'hypothèse nulle correspond à une absence de réaction et l'hypothèse alternative à l'observation d'une réaction) comme suit. Autrement dit :

$$\begin{cases} H_0 : \text{L'entrée (ou la sortie) des titres de l'indice ASPI Eurozone n'a aucun impact sur la moyenne ou la variance des rentabilités} \\ H_1 : \text{L'entrée (ou la sortie) des titres de l'indice ASPI Eurozone a un impact sur la variance des rentabilités} \end{cases}$$

Dans les paragraphes suivants, nous présentons la démarche suivie dans cette étude et les résultats.

2.2 La définition des événements

Les deux événements pris en considération dans cette étude empirique sont les entrées et les sorties de l'indice sociétal ASPI Eurozone géré par l'agence de notation Vigéo. L'indice ASPI Eurozone et l'agence Vigéo ayant déjà été présentés en partie dans le paragraphe 2.3 du premier chapitre de cette thèse, nous proposons de présenter directement les éléments se rapportant à la méthodologie de sélection des valeurs de l'indice.

L'indice ASPI Eurozone est composé de 120 entreprises. Les conditions requises pour l'inclusion d'une entreprise dans l'indice sont les suivantes :

- faire partie de l'univers de notation de Vigéo qui se compose des entreprises appartenant à l'indice Dow Jones Euro Stoxx (qui inclut les 330 plus grosses capitalisations européennes de la zone euro)
- recevoir la meilleure note globale ASPI.

La note globale ASPI est obtenue en faisant la moyenne géométrique des six notes Vigéo correspondant aux six domaines notés par l'agence, à savoir : les ressources humaines, l'environnement, le comportement sur les marchés, la gouvernance d'entreprise et

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

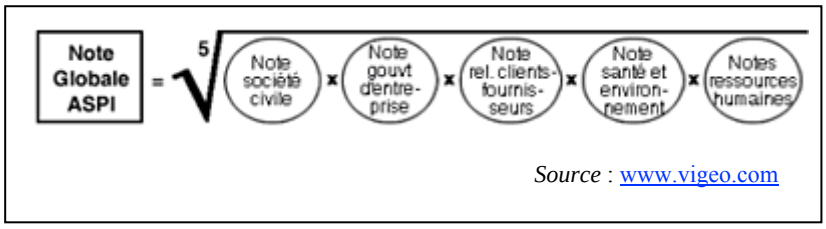
l'engagement sociétal (voir tableau 10, chapitre 1)[54]. Les deux figures ci-dessous présentent respectivement la correspondance entre les notes Vigeo et les notes ASPI (figure 28) et la formule de calcul de la note globale ASPI (figure 29).

Ainsi, chaque domaine peut recevoir une note de « -- » à « ++ » correspondant à une échelle ordinale de 0 à 4 dont le niveau le plus bas équivaut à une absence totale d'engagement et le niveau le plus élevé à un engagement très avancé. L'obtention d'un zéro dans un seul des cinq domaines élimine directement l'entreprise de la course à une place dans l'ASPI Eurozone quelles que soient ses notes dans les autres domaines. En effet, avec la règle de la moyenne géométrique, l'entreprise qui obtient une note égale à zéro dans un domaine se retrouve d'office avec une note globale ASPI nulle.

Figure 28 : La correspondance entre les notes Vigéo et les notes ASPI

Evaluation	Note Vigeo	Note ASPI
Pioneer	++	4
Advanced	+	3
Average	=	2
Below Average	-	1
Unconcerned	--	0

Figure 29 : La formule de calcul de la note globale ASPI



Source : www.vigeo.com

L'indice subit une révision annuelle en décembre, et trois révisions trimestrielles en mars, juin et septembre. Lors de la révision annuelle, les 100 entreprises les mieux notées restent ou entrent automatiquement dans l'ASPI. Parmi les valeurs de rang 100 à 140, 20 sont retenues,

[54] Le sixième domaine (droits humains) n'ayant été ajouté que quelques années après la création de l'indice, il n'a été intégré dans le calcul de la note ASPI que récemment.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

les valeurs déjà présentes dans l'indice ayant priorité, complétées si nécessaire par les sociétés les mieux notées.

Lors des révisions trimestrielles, les valeurs ayant subi des opérations exceptionnelles (sortie de l'univers de référence, fusion acquisition,…) ou ayant reçu une note « 0 » dans un des domaines notés sont exclues de l'indice et remplacées par les valeurs les mieux notées.

Les changements de la composition de l'indice sont annoncés au début de chaque trimestre (Décembre, Mars, Juin, Septembre) par communiqué de presse et deviennent effectifs le troisième vendredi du mois.

L'historique des communiqués présent sur le site internet ne permet cependant pas de remonter jusqu'à la date de création de l'indice (juin 2001). Pour recueillir les données sur la composition de l'indice depuis sa création jusqu'à la fin de l'année 2006, nous avons donc pris contact avec l'agence Vigéo qui nous les a transmis.

A travers ces communiqués, nous avons pu repérer les entreprises entrées et sorties de l'indice tous les trimestres entre septembre 2001 et septembre 2006 et les dates d'annonce de ces changements par l'agence (date de publication des communiqués de presse). Le tableau ci-dessous montre le nombre de titres entrés et sortis pour chaque date de remaniement de l'indice entre septembre 2001 et septembre 2006.

Tableau 22 : Les dates de remaniement de l'ASPI et le nombre de titres entrés et sortis

Date	Entrées	Sorties
11/09/2001	3	0
07/12/2001	8	2
01/03/2002	2	1
07/06/2002	1	1
06/09/2002	11	10
06/12/2002	4	4
07/03/2003	2	2
06/06/2003	1	1
05/09/2003	19	18
05/12/2003	2	2
04/03/2004	2	2
03/06/2004	1	0
06/09/2004	15	14
06/12/2004	2	2
02/03/2005	4	4
05/09/2005	7	5

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

02/12/2005	3	2
06/06/2006	3	2
12/06/2006	1	1
04/09/2006	6	5
Total	97	78

Ainsi durant la période étudiée, nous avons enregistré 20 remaniements de l'indice avec 97 entrées et 78 sorties. Sur l'échantillon des 175 entrées et sorties, 130 entreprises sont concernées par ces événements. En effet, pour 38 d'entre elles, elles ont été touchées par les changements deux à trois fois pendant la période d'étude.

2.3 L'estimation des rentabilités normales

Comme l'indique la description de la méthodologie des études d'événement présentée dans la première section de ce chapitre, la détermination des rendements anormaux, définis comme l'écart entre la rentabilité normative et la rentabilité observée de l'actif, nécessite le choix d'une norme de mesure de la rentabilité normative ou théorique. Le modèle générateur de rentabilités normales choisi ici est le modèle de marché (présenté dans le paragraphe 1.1.3.3 de ce chapitre). Ce modèle présente à la fois l'avantage de son efficacité dans la détection des rendements normaux à court terme et de sa simplicité de mise en œuvre (Brown & Warner, 1985 ; Cousin, 2005).

Habituellement, dans les études d'événement à court terme, les rentabilités sont estimées pour chacun des titres séparément. En revanche, dans cette étude, nous avons choisi d'estimer les rentabilités pour les portefeuilles composés des titres ayant connu le même événement à la même date pour éviter les problèmes d'interdépendance des rendements.

La constitution de portefeuilles d'événements est recommandée pour minimiser les problèmes liés à l'interdépendance des rendements des titres des entreprises qui composent l'échantillon de l'étude (Jaffe, 1974 ; Fama, 1998 ; Mandelker, 1974 ; Mitchell et Stafford, 2000). En effet, l'interdépendance des rendements ou la corrélation entre les rendements (*cross-correlation in returns*) des titres étudiés peut avoir des conséquences très importantes sur la mesure des performances à long terme (Brav, 2000). Selon Kothari et Warner (2006), les performances à long terme peuvent être interdépendantes pour les raisons suivantes :

- les rendements anormaux de certains ensembles d'entreprises de l'échantillon partagent une période calendaire commune ;

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

- les événements étudiés se présentent par vagues ;
- la surreprésentation de certaines industries dans l'échantillon étudié.

Or, l'échantillon des entreprises de cette étude est fortement exposé aux deux premières causes possibles de l'interdépendance des rendements. En effet, pour chaque date d'événement, plusieurs entreprises sont concernées en même temps par une entrée ou une sortie puisque les changements de composition de l'indice surviennent par vague trimestrielle et concernent plusieurs titres à la fois (sauf quelques exceptions où le changement concerne un seul titre). Par conséquent, au lieu de travailler sur les rendements des titres individuels, nous préférons mener l'étude d'événement sur des portefeuilles formés par date d'événement en séparant bien entendu les titres entrés des titres sortis de l'indice.

Les paragraphes suivants présentent les principales étapes poursuivies pour l'estimation des rentabilités normatives.

2.3.1 La collecte des données boursières et le calcul des rentabilités observées

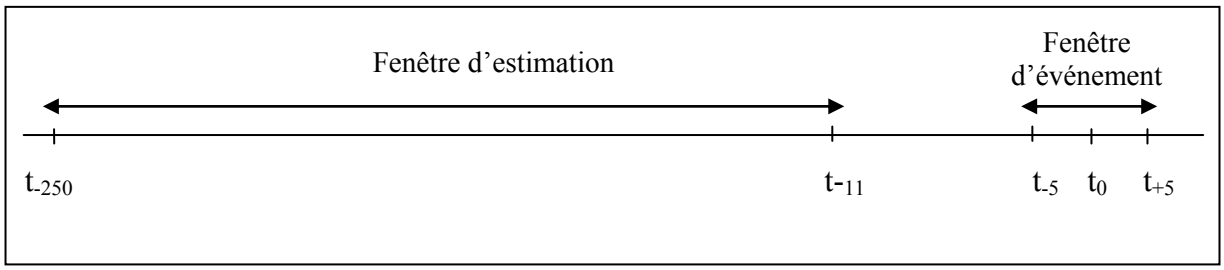
La première étape du processus d'estimation à l'aide du modèle de marché consiste à préparer les historiques des rentabilités observées des titres concernés par l'événement et de l'indice de référence choisi pour les périodes d'estimation et d'événement.

La fenêtre d'estimation choisie dans cette étude est de 240 jours ouvrés couvrant la période allant de t_{-250} à t_{-11} (avec t_0 correspondant à la date d'événement). Cette période permet d'estimer les paramètres sur environ un an de cotation tout en s'éloignant de quelques jours de la date d'évènement. Par ailleurs, une fenêtre d'événement de 11 jours a été retenue (de t_{-5} à t_{+5}) pour laisser une marge au cas où la date d'annonce officielle ne correspond pas à la date de publication du communiqué. En effet, nous ne pouvons pas exclure que le marché puisse prendre connaissance du changement de composition de l'indice peu de temps avant ou après les dates d'annonce officielles indiquées par Vigéo. La figure ci-dessous représente les fenêtres d'estimation et d'événement retenues dans cette étude.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 30 : les fenêtres d'estimation et d'événement retenus dans l'étude



Ainsi, pour les 20 dates d'annonce des remaniements de l'indice, nous avons collecté les données boursières nécessaires au calcul de rentabilités pour ces périodes de temps via la base Datastream. Plus exactement, nous avons recueilli autour de chaque date d'événement (la date de publication du communiqué de presse par Vigéo) :

- les historiques des cours de fermeture quotidiens des titres concernés par une entrée ou une sortie de l'ASPI Eurozone (175 en tout) ;
- les dividendes distribués durant la période (pour corriger les cours des titres en cas de distribution) ;
- l'historique des cours de fermeture quotidiens de l'indice de référence (le Dow Jones Euro Stoxx).

Les rentabilités journalières des titres sont ensuite calculées de la façon suivante :

(32) $$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

Avec :

- $R_{i,t}$ la rentabilité du titre i en t
- $P_{i,t}$ le cours de fermeture du titre i en t
- $D_{i,t}$ le dividende éventuel versé pour le titre i en t

2.3.2 La constitution des portefeuilles de titres

Dans le but de minimiser les problèmes liés à l'interdépendance des rendements des titres qui ont connu le même événement (entrée ou sortie) à la même date, nous formons des

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

portefeuilles de titres avant de procéder à l'estimation des rendements théoriques. Nous avons tout d'abord séparé l'échantillon des entrées (97 titres) de celui des sorties (78 titres). Ensuite, nous avons regroupé tous les titres qui ont subi le même changement à la même date dans un portefeuille séparé.

Tableau 23 : Les portefeuilles de titres formés pour l'estimation des rentabilités

Date	Portefeuilles de titres entrés	Portefeuilles de titres sortis
11/09/2001	PFE 1	-
07/12/2001	PFE 2	PFS 1
01/03/2002	PFE 3	PFS 2
07/06/2002	PFE 4	PFS 3
06/09/2002	PFE 5	PFS 4
06/12/2002	PFE 6	PFS 5
07/03/2003	PFE 7	PFS 6
06/06/2003	PFE 8	PFS 7
05/09/2003	PFE 9	PFS 8
05/12/2003	PFE 10	PFS 9
04/03/2004	PFE 11	PFS 10
03/06/2004	PFE 12	-
06/09/2004	PFE 13	PFS 11
06/12/2004	PFE 14	PFS 12
02/03/2005	PFE 15	PFS 13
05/09/2005	PFE 16	PFS 14
02/12/2005	PFE 17	PFS 15
06/06/2006	PFE 18	PFS 16
12/06/2006	PFE 19	PFS 17
04/09/2006	PFE 20	PFS 18

Nous avons donc en tout 38 portefeuilles dont 20 portefeuilles de titres concernés par des entrées et 18 portefeuilles de titres concernés par des sorties. Pour chacun de ces portefeuilles ainsi formé, nous avons calculé ses rentabilités quotidiennes réalisées en fonction des rentabilités quotidiennes des titres qui le composent.

La rentabilité de chaque portefeuille est égale à la moyenne des titres qui le composent. Autrement dit, elle est calculée de la manière suivante :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(33) $$R_{p,t} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_{i,t}}{n}$$

Où :

- $R_{p,t}$ est la rentabilité du portefeuille p en t
- $R_{i,t}$ est la rentabilité du titre i en t
- n est le nombre des titres formants le portefeuille p

Les rentabilités des portefeuilles seront ensuite utilisées pour l'estimation des rentabilités normales théoriques ainsi que des rentabilités anormales.

2.3.3 L'estimation des rentabilités normales des portefeuilles par le modèle du marché

Après le calcul des rentabilités observées des portefeuilles, nous avons procédé à l'estimation de leurs rentabilités normales (celles qui auraient été observées en l'absence d'événement) à l'aide de l'équation suivante :

(34) $$E(R_{p,t}) = \hat{\alpha}_p + \hat{\beta}_p R_{m,t}$$

Où :

- $E(R_{p,t})$ est le rendement normal estimé de l'entreprise i le jour t
- $R_{m,t}$ est le rendement de l'indice de référence choisi : le Dow Jones Euro Stoxx
- $\hat{\alpha}_p$ et $\hat{\beta}_p$ sont respectivement les interceptions et les pentes estimées par la régression des moindres carré, avec : $\hat{\beta}_p = \frac{Cov(R_{p,t}, R_{m,t})}{Var(R_{m,t})}$

2.4 Le calcul des rentabilités anormales et les tests statistiques

Les rentabilités anormales des portefeuilles sont déterminées en soustrayant les rentabilités estimées des rentabilités observées :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(35) $$RA_{p,t} = R_{p,t} - E(R_{pt})$$

Avec :

- $RA_{p,t}$ le rendement anormal du portefeuille p le jour t
- $R_{p,t}$ le rendement observé du portefeuille p le jour t
- $E(R_{pt})$ le rendement normal estimé du portefeuille p le jour t

Une fois les rentabilités anormales des portefeuilles estimées, nous procédons à la standardisation des rentabilités anormales de la fenêtre d'événement pour pouvoir ensuite calculer le test de Boehmer et al. (1991). Cette opération permet de prendre en compte l'éventuelle hétéroscédasticité des rentabilités calculées (Pattel, 1996 ; Boehmer et al., 1991).

Le calcul des rendements anormaux standardisés (RAS) consiste à diviser les RA par leurs écarts-types estimés durant la période d'estimation comme l'indique la formule suivante :

(36) $$RAS_{P,t} = \frac{RA_{p,t}}{\sqrt{Var(RA_p)}}$$

Avec : $RAS_{p,t}$ le rendement anormal standardisé du portefeuille p le jour t.

Ensuite, pour tous les jours de la fenêtre d'événement $[t_{-2}, t_{+2}]$, nous calculons la moyenne des RAS des portefeuilles des titres des entrées (PFE) et des portefeuilles des titres des sorties (PFS) dans le but de mettre en œuvre ensuite le test en coupe transversale de Boehmer et al. (1991). Les rendements anormaux moyens standaridisés (RAMS) se calculent comme suit :

(37) $$\overline{RAS_t} = \frac{\sum_{p=1}^{N} RAS_{p,t}}{N}$$

Avec : N le nombre de portefeuilles de l'échantillon étudié (entrées ou sorties).

Enfin, nous procédons au calcul du test de Boehmer et al. (1991) qui, comme le montre la formule suivante, consiste à diviser les RAMS par leurs écarts-type:

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

$$Z_{Boehmer} = \frac{\overline{RAS_t}}{\sqrt{\mathrm{Var}(\overline{RAS}_p)}} = \frac{\frac{1}{N}\sum_{p=1}^{N} RAS_{p,t}}{\sqrt{\frac{1}{N(N-1)}\sum_{i=1}^{N}(RAS_{p,t} - \frac{\sum_{i=1}^{N} RAS_{p,t}}{N})^2}} \quad (38)$$

2.5 Les résultats de l'étude

L'étude d'événement menée porte sur :

- 97 titres, répartis en 20 portefeuilles, qui ont connu l'événement « entrée dans l'indice ASPI Eurozone » ;
- et 78 titres, répartis en 18 portefeuilles, qui ont connu l'événement « sortie de l'indice ASPI Eurozone ».

Les tableaux 24 et 25 ci-dessous présentent les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes standardisées (RAMS) journalières obtenues pour ces portefeuilles de titres pour les jours de la fenêtre d'événement.

Tableau 24 : Les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes standardisées (RAMS) journalières pour les portefeuilles de titres entrés dans l'indice

	Périodes de mesures (jours de t_{-5} à t_{-+5})										
	t_{-5}	t_{-4}	t_{-3}	t_{-2}	t_{-1}	t_0	t_{-+1}	t_{-+2}	t_{-+3}	t_{-+4}	t_{-+5}
RAM	-0,29%	0,20%	-0,08%	0,25%	-0,50%	0,18%	-0,25%	-0,01%	0,47%	-0,35%	-0,05%
T-stat	-0,694	0,384	-0,276	0,603	-1,391	0,359	-0,736	-0,048	0,836	-0,526	-0,093
RAMS	-4,64%	2,75%	-8,89%	10,54%	-61,63%	14,53%	-0,60%	-1,12%	26,77%	-24,22%	27,84%
Z-stat	-0,200	0,105	-0,406	0,458	-1,902	0,486	-0,032	-0,064	0,841	-0,689	0,938

Echantillon de 20 portefeuilles (97 titres) ayant connu l'événement « entrée dans l'indice ASPI » Eurozone entre septembre 2001 et septembre 2006
T-stat : Test de Student
Z-stat : Test de Boehmer et al.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 25 : Les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes standardisées (RAMS) journalières pour les portefeuilles de titres sortis de l'indice

	Période de mesure (jours de t_{-5} à t_{-+5})										
	t_{-5}	t_{-4}	t_{-3}	t_{-2}	t_{-1}	t_0	t_{-+1}	t_{-+2}	t_{-+3}	t_{-+4}	t_{-+5}
RAM	-0,07%	0,61%	-0,01%	0,24%	0,97%	0,38%	-0,61%	-1,61%	-0,94%	0,01%	0,11%
T-stat	-0,297	0,570	-0,023	0,469	0,943	0,546	-1,074	-0,576	-0,843	0,014	0,230
RAMS	-6,03%	16,56%	-40,20%	2,42%	21,97%	-0,88%	-29,02%	-40,51%	-22,67%	-2,92%	-4,43%
Z-stat	-0,520	0,713	-1,059	0,153	0,912	-0,044	**-2,418 ****	-0,690	-0,645	-0,147	-0,200

Echantillon de 18 portefeuilles (78 titres) ayant connu l'événement « sortie de l'indice ASPI » Eurozone entre septembre 2001 et septembre 2006.
T-stat : Test de Student
Z-stat : Test de Boehmer et al.
** Significatif au seuil de 5%

Nous remarquons que pour l'événement « entrée dans l'indice », il n'y a aucune rentabilité anormale statistiquement significative.

En revanche, pour l'événement « sortie de l'indice », nous constatons une rentabilité anormale négative le jour suivant l'événement. Plus exactement, pour le jour t_{+1}, la RAM est de –0,61et la RAMS est de -29,02% avec un Z égal à -2,418. Ainsi, cette rentabilité anormale négative enregistrée est significative au seuil de 5%.

Cet impact n'est cependant significatif que sur le très court terme. Il apparaît le lendemain du jour de l'annonce et disparaît aussitôt après.

Par ailleurs, le calcul de rendements anormaux cumulés sur des périodes de plusieurs jours durant la fenêtre d'événement ne donne aucun résultat significatif (voir tableaux 26 et 27 ci-dessous).

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 26 : Les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) et les rentabilités anormales moyennes standardisées cumulées (RAMSC) pour les portefeuilles de titres entrés dans l'indice

	Périodes de mesure (différents intervalles de jours)					
	$(t_{-2}\,;\,t_{-0})$	$(t_{-1}\,;\,t_{+0})$	$(t_{-1}\,;\,t_{+1})$	$(t_{-2}\,;\,t_{+2})$	$(t_{-0}\,;\,t_{+1})$	$(t_{-0}\,;\,t_{+2})$
RAMC	-0,07%	-0,32%	-0,57%	-0,34%	-0,07%	-0,08%
T-stat	-0,101	-0,605	-1,049	-0,446	-0,128	-0,113
RAMSC	-36,56%	-47,10%	-47,69%	-38,27%	13,94%	12,82%
Z-stat	-1,073	-1,526	-1,478	-0,916	0,375	0,32

Echantillon de 20 portefeuilles (97 titres) ayant connu l'événement « entrée dans l'indice ASPI »
Eurozone entre septembre 2001 et septembre 2006
T-stat : Test de Student
Z-stat : Test de Boehmer et al.

Tableau 27 : Les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) et les rentabilités anormales moyennes standardisées cumulées (RAMSC) pour les portefeuilles de titres sortis de l'indice

	Périodes de mesure (différents intervalles de jours)					
	$(t_{-2}\,;\,t_{-0})$	$(t_{-1}\,;\,t_{+0})$	$(t_{-1}\,;\,t_{+1})$	$(t_{-2}\,;\,t_{+2})$	$(t_{-0}\,;\,t_{+1})$	$(t_{-0}\,;\,t_{+2})$
RAMC	1,60%	1,35%	0,74%	-0,62%	-0,23%	-1,84%
T	0,856	0,873	0,505	-0,192	-0,458	-0,611
RAMSC	23,51%	21,09%	-7,92%	-46,02%	-29,89%	-70,40%
Z	0,609	0,640	-0,233	-0,657	-1,547	-1,106

Echantillon de 18 portefeuilles (78 titres) ayant connu l'événement « entrée dans l'indice ASPI »
Eurozone entre septembre 2001 et septembre 2006
T-stat : Test de Student
Z-stat : Test de Boehmer et al.

Ainsi, la seule rentabilité anormale significative d'un point de vue statistique (Test de Boehmer) pour les portefeuilles étudiés, correspond aux annonces de retrait de l'indice et survient le lendemain de l'annonce de l'événement.

Ces résultats ne sont pas faciles à interpréter. En effet, s'ils montraient que les entrées dans l'indice s'accompagnent par une RA positive significative et que les sorties provoquent une RA négative significative, nous aurions alors pu émettre l'hypothèse que l'inclusion dans

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

l'ASPI renvoie un signal positif aux investisseurs sur les rentabilités futures des titres concernés et que son exclusion véhicule le signal contraire (*the information hypothesis*). Ces résultats auraient également pu s'expliquer par l'hypothèse de la pression sur les prix exercée par les gérants qui répliquent la composition de l'indice ASPI Eurozone (*the price pressure hypothesis*).

Cependant, ce n'est pas tout à fait le cas ici puisque seules les sorties de l'ASPI s'accompagnent d'une RA négative statistiquement significative. Ce résultat fait cependant écho à ceux de Bancel (1994) et de Chakrabarti et al. (2002). En effet, Bancel (1994) trouve que les RA négatives enregistrées pour les sorties du CAC40 sont d'une plus grande ampleur et plus significatives sur le plan statistique que les RA positives enregistrées pour les entrée dans cet indice. L'hypothèse émise pour expliquer ces résultats consiste à dire que les sorties de l'indice sont moins bien anticipées que les entrées. De même, l'étude de Chakrabarti et al. (2002) montre que les RA négatifs correspondant à l'admission dans le MSCI (Morgan Stanley Capital International) sont doublement plus importants en valeur que les RA liés à l'exclusion de même indice. En outre, de même que le montrent nos résultats, les RA dans le travail de Chakrabarti et al. (2002) sont observées le lendemain du jour de l'annonce et ne persistent pas (les RA cumulées ne sont pas significatives). Chakrabarti et al. (2002) émettent alors l'hypothèse d'un contenu informationnel plus important pour les sorties de l'indice que pour les entrées.

Cependant, les explications fournies par cette littérature empirique pour l'observation de RA négatives lors des sorties des indices plus importantes que les RA positives lors des entrées ne s'appuient pas sur des fondements théoriques solides.

En ce qui concerne notre étude, nous ne voyons pas de raison particulière pouvant rendre les sorties des indices moins prévisibles que les entrées et causer par conséquent une réaction uniquement pour les titres exclus.

En revanche, nous penchons pour une autre hypothèse pour expliquer la présence de RA négatives significatives pour le portefeuille de titres ayant connu l'événement « sortie de l'indice ASPI » et l'absence de réaction pour le portefeuille de titres ayant connu l'événement « entrée dans l'indice ». Il est possible que les investisseurs perçoivent de manière plus importante les conséquences de la dégradation du niveau de performance sociétale d'une entreprise. Autrement dit, ils sont plus sensibles à la baisse de la PSE qu'à sa hausse. Cette

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

hypothèse s'inspire de la théorie des perspectives (Thaler, Tversky, Kahneman, & Schwartz, 1997), selon laquelle les individus répondent différemment à des situation équivalentes, selon qu'il s'agit d'un cas de perte ou de gain. Plus exactement, cette théorie suggère que les investisseurs sont beaucoup plus sensibles aux changements négatifs de leurs richesses (pertes), qu'aux changements positifs (gains). Cette conception amplifiée des événements négatifs peut ainsi amener les investisseurs à associer plus facilement la sortie de l'indice à l'apparition de problèmes potentiels et à des pertes d'avantages concurrentiels pour l'entreprise liés à la baisse de sa PSE. En revanche, les avantages que peuvent lui procurer une amélioration de la PSE sont perçus de manière moins importante. Ce biais cognitif rend le contenu informationnel des sorties de l'indice plus important que celui des entrées pour les investisseurs. Il est cependant important de noter que cette hypothèse s'appuie elle-même sur le postulat selon lequel une majorité des investisseurs perçoit que la baisse de PSE impacte négativement la PFE.

Ces résultats peuvent cependant étayer les propositions P1 et P3 émises à la fin du chapitre précédent. En effet, ils montrent que l'annonce d'une dégradation de la PSE, à travers la sortie de l'indice ASPI, provoque un rendement anormal significatif. Autrement dit, cette annonce a amené une grande partie des investisseurs à remanier leurs portefeuilles en vendant les titres touchés par une sortie de l'indice. Nous avons donc là un exemple d'information sociétale qui impacte les prix des titres (P3) et qui a un contenu informationnel significatif (P1).

La section suivante présente la seconde étude d'événement réalisée dans le but de mesurer les impacts à long terme d'un autre type d'informations sociétales publiée par l'agence Vigéo : les notes délivrées aux entreprises selon leurs performances relatives dans cinq domaines sociétaux. Nous pouvons alors voir si, de même que les résultats de l'étude d'événement à court-terme, les résultats de l'étude d'événement à long terme permet de corroborer les propositions à propos du contenu informationnel des informations sociétales et leurs impacts sur les prix des titres.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3. L'impact de la notation sociétale sur la performance à long terme des entreprises

Dans cette section, nous présentons la deuxième étude d'événement réalisée. Contrairement à la première où nous nous intéressons à l'impact à court-terme des événements, dans celle-ci nous nous plaçons dans une perspective à long terme. Plus précisément, nous cherchons à mesurer s'il y a une différence de performance financière significative entre les titres des entreprises recevant les meilleures et ceux recevant les plus mauvaises notes par Vigéo.

Les objectifs de cette étude sont précisés dans le paragraphe qui suit. Ensuite, nous décrivons les données utilisées et la démarche appliquée avant de passer à la présentation et l'analyse des résultats.

3.1 Les objectifs de l'étude d'événement à long-terme

Après avoir mesuré les impacts des changements de composition de l'indice ASPI Eurozone, nous nous intéressons ici à des informations plus précises sur la performance sociétale des entreprises. En effet, les entrées et sorties de l'indice ASPI Eurozone représentent, en quelque sorte, plusieurs informations agrégées en un événement. Tout d'abord, la note globale calculée pour déterminer les niveaux relatifs des entreprises candidates à faire partie de l'indice est composée de cinq ratings différents correspondant chacune à la performance dans une dimension sociétale (voir figure 29). Ensuite, l'entrée (sortie) indique que le niveau global de la PSE s'est amélioré (dégradé). Par ailleurs, elle situe l'entreprise par rapport aux 120 premières sur le plan de la PSE telle que noté par Vigéo. Cela fait donc au moins trois informations englobées dans un événement.

Ces événements ne permettent donc pas de connaître le niveau de la performance de l'entreprise par rapport à chacun des domaines notés. Elles n'indiquent pas non plus celles qui sont les moins ou les plus performantes de l'échantillon des entreprises notées. Pour avoir ce niveau de détail, il faut se référer aux différentes notes reçues par les entreprises.

Dans cette étude, nous nous appuyons donc sur les notes attribuées par Vigéo aux entreprises sur les cinq domaines notés pour examiner s'il existe un lien entre le niveau de performance sociétale (représenté par la note attribuée par Vigéo) et le niveau de performance financière à long terme des titres (sur une période de 7 ans : de décembre 1999 à décembre 2006).

Nous nous intéressons d'abord à la performance sociétale globale, c'est-à-dire la moyenne des notes attribuées aux cinq domaines (ressources humaines, environnement, comportement sur

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

marchés, gouvernance d'entreprise et engagement sociétal). Ensuite, nous nous concentrons sur la performance de l'entreprise dans chacun de ces cinq domaines à part. Autrement dit, nous testons les effets de 6 types de performances (globale + performance dans chacun des cinq domaines précités).

Pour chaque type de performance, nous construisons alors deux portefeuilles de titres : le premier constitué des 10% des titres les mieux notés dans l'année et le second des 10% des titres les moins bien notées dans l'année. Le principe de l'étude consiste à calculer les performances financières à long-terme des deux portefeuilles de titres en appliquant une étude d'événement à long terme et à mesurer ensuite le différentiel de performances entre les deux (les étapes suivies sont est développées dans le paragraphe suivant).

A travers cette étude, nous souhaitons tester si les titres les mieux notés surperforment ou sous-performent les titres les moins bien notés sur la période étudiée. Dans le cas de l'existence d'une surperformance (sous-performance) statistiquement significative, nous pouvons déduire que les bonnes performances sociétales sont considérées par les investisseurs comme un signal de l'amélioration (dégradation) future des performances financières des titres concernés. Par ailleurs, la réalisation des tests en considérant la performance globale, d'une part, et les performances dans les 5 domaines sociétaux notés par Vigéo, d'autre part, nous permet de voir si les investisseurs utilisent l'information :

- concernant le niveau global de la PSE ;
- se rapportant à la performance de l'entreprise dans chacun des cinq domaines de manière différenciée ;
- ou les deux à la fois.

Enfin, en cas d'observation d'une surperformance ou d'une sous-performance, nous pouvons déduire la perception moyenne des investisseurs de l'impact d'une bonne ou mauvaise performance sociétale sur la performance financière de l'entreprise. Ainsi, de même, que dans l'étude précédente, nous ne formulons pas d'hypothèses à priori sur le sens de la relations entre la PSE et la PFE. Autrement dit, nous considérons que la PSE peut impacter négativement ou positivement la PFE. Les deux seules hypothèses que nous souhaitons tester concernent l'absence ou la présence de rendements anormaux liés aux niveaux de la PSE (bon niveau, mauvais).

Dans cette étude, l'hypothèse nulle testée correspond à l'absence de surperformance ou de sous-performance anormale des titres liées aux notes attribuées par Vigéo.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.2 Les données utilisées

Contrairement aux informations concernant les changements de composition de l'indice ASPI Eurozone, les notes délivrées par Vigéo aux entreprises ne sont pas publiques. Il s'agit des ratings résultant de la notation déclarative[55] effectuée par l'agence Vigéo. Les notes détaillées des entreprises ne sont pas accessibles à tous les investisseurs, ils constituent un produit vendu par l'agence. Il n'est donc, généralement, accessible qu'aux investisseurs professionnels, qui constituent le cœur de cible pour ce produit.

Pour obtenir les notes détaillées, nous avons contacté l'agence Vigéo qui a accepté de nous les délivrer pour les besoins de cette recherche. Nous avons donc pu récolter l'historique des notes attribuées entre décembre 1999 et décembre 2006.

Les données récoltées se composent principalement des notes (chiffres allant de 0 à 100) et des scores (-- ; - ; = ; + ; ++) obtenus par les différentes entreprises appartenant à l'univers de notation de Vigéo et les dates de leur attribution. Un extrait du fichier des notes et des scores figure en annexe (annexe 1). Dans cette étude, nous avons utilisé les notes (rating) pour pouvoir classer les entreprises de la mieux notée à la moins bien notée.

Nous avons utilisé uniquement les notes attribuées à cinq domaines (ressources humaines, environnement, comportement sur les marchés, gouvernance d'entreprise et engagement sociétal) des six évalués par Vigéo. Les ratings correspondant au sixième domaine (droits de l'homme) n'ont pas pu être exploités dans cette étude car ils ont commencé à être attribués uniquement à partir de 2004.

Sur les sept années étudiées, nous avons donc pu exploiter 1432 notations correspondant à 275 entreprises. Chaque notation correspond à une date différente et porte sur les 5 domaines précités (autrement dit nous avons exploité 7160 notes différentes).

Les entreprises notées sont de grosses capitalisations appartenant à l'indice européen Dow Jones Euro Stoxx (l'univers de notation de Vigéo).

Comme nous l'avons déjà expliqué, le système de notation de Vigéo suit une approche *best-in-class*. Les entreprises sont donc notées relativement à leurs secteurs d'appartenance ce qui représente une démarche logique dans le sens où il serait impertinent de comparer les efforts

[55] Le service de notation déclarative est présenté dans la seconde section du premier chapitre de cette thèse

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

fournis en matière environnementale d'une banque et d'une société pétrolière par exemple. Cette approche nous semble, en plus, appropriée pour les besoins de notre étude puisque les investisseurs évaluent, généralement, les entreprises en les comparants avec leurs concurrents.

Par ailleurs, il nous semble important de rappeler également que l'évaluation de Vigéo porte sur plusieurs données qui sont recoupées et analysées pour former une opinion sur la performance de l'entreprise dans les domaines notés. Les principales sources sont : l'entreprise elle-même (via les visites du terrain, des réponses au questionnaire annuel envoyé par Vigéo, rapports annuels, etc.), les médias et certaines associations et ONG. Chaque domaine évalué est représenté par un nombre de critères (qui sont les mêmes pour toutes les entreprises) notés par rapport aux informations analysées. Le but est d'arriver à une note qui soit la moins subjective possible.

Ainsi, nous pouvons considérer que l'évaluation de Vigéo reflète d'une certaine manière un ensemble d'informations sociétales synthétisés et cristallisés à travers une note. Autrement dit, nous pouvons voir cette note comme un *proxy* de l'ensemble des informations qui ont été utilisées pour la former. De cette manière, lorsque nous testons les effets des notes, nous testons indirectement les effets des informations qu'elles résument et qui sont pour la plupart publiques. Dans ce cas, l'accès aux notes par les investisseurs n'est pas une condition nécessaire pour qu'ils soient au courant de son contenu.

Enfin, les données boursières utilisées dans les calculs de la performance financière sont collectées sur la base de données Datastream. Pour les besoins de l'étude, nous collectons principalement :

- les rentabilités mensuelles des titres concernés par les événements testés
- les rentabilités mensuelles des titres que nous utilisons pour former le portefeuille du marché (tous les titres cotés du marché de la zone euro)
- les données nous permettant de calculer les primes de risques liées à la taille, le *book-to-market*, et le momentum.

3.3 Le calcul de la différence de performance financière

Afin de déterminer s'il y a une différence de PFE entre les titres représentant les entreprises recevant les meilleures notes et celles recevant les plus mauvaises, nous procédons en plusieurs étapes.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

La première étape consiste à classer les titres selon leurs notes respectives. Ces notes le niveau de performances des entreprises dans chacun de domaines étudiés (les performances dans 5 domaines notés par Vigéo + la performance globale représentant la moyenne des performances dans les 5 domaines).

L'étude portant sur une durée de 84 mois (de décembre 1999 à décembre 2006), nous classons pour chaque mois les entreprises en fonction des notes obtenues durant l'année. Cela nous permet de constituer pour chaque mois et pour chaque domaine deux échantillons de titres : le premier constitué du premier décile (10% de l'échantillon initial) représentant les titres les mieux notées et le deuxième du dernier décile constitué par les titres les moins bien notés.

La deuxième étape consiste à constituer pour chaque domaine deux portefeuilles distincts, le premier composé des titres du premier décile et le second des titres du dernier décile. Les notes étant susceptibles de changer, la composition des portefeuilles peut être modifiée tous les mois en fonction des titres qui arrivent dans les 10% les mieux notés ou les 10% les moins bien notés durant le mois. Ainsi, le portefeuille évolue tous les mois durant les 7 années d'étude en fonction des notes attribuées par Vigéo.

La troisième étape consiste à calculer les performances financières de tous les portefeuilles ainsi formés. Pour cela, nous nous appuyons sur l'approche en temps calendaire (Calendar Time Portfolio Approach-CTAR) en suivant les recommandations de Mitchell et Stafford (2000). Autrement dit, pour chaque portefeuille, nous calculons les RA mensuelles en utilisant un modèle d'évaluation multifactoriel et les standardisons en les divisant par leurs écarts-types. Cette méthode est préférée pour ses capacités supérieures à l'approche BHAR à contrôler les problèmes liés à l'hétéroscédasticité et à l'interdépendance en coupe transversale des rendements des titres constituant l'échantillon étudié.

Pour mesurer les rentabilités anormales (RA), nous utilisons donc le modèle à 4 facteurs de Carhart permettant de prendre en compte les quatre facteurs de risques les plus courants identifiés dans la littérature (sensibilité au marché, taille, *book-to-market*, *momentum*). Nous faisons, par ailleurs, les calculs également selon le CAPM pour comparer les résultats des deux modèles.

Dans le but d'avoir des résultats qui soient le moins biaisé possible, nous avons choisi de construire le portefeuille de marché par rapport auquel nous calculons les différentes primes de risque. En effet, les calculs de performance sur des périodes longues peuvent être très sensibles au portefeuille utilisé pour faire les régressions. Contrairement à une étude

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

d'événement à court-terme, il n'est pas conseillé d'utiliser un indice pour représenter le portefeuille du marché. En effet, les différentes méthodes de calcul des indices peuvent influencer les rentabilités observées. En outre, la plupart des indices ne représentent en réalité qu'une partie du marché composé en particulier par les plus grandes capitalisations.

Ainsi, pour avoir un univers qui soit le plus représentatif possible des valeurs étudiées, nous avons collecté les informations concernant l'ensemble des titres cotés sur les marchés de la zone Euro. Il s'agit de tous les titres des 12 pays de l'univers de la zone Euro inclus dans les listes « research » de Datastream (EMU market). Cela fait un total de 3489 titres (voir tableau 28 ci-dessous)

Tableau 28 : les titres représentant le marché de la zone Euro

EMU Market	Nombre de titres
Allemagne	593
Belgium	296
Spain	226
Finland	157
France	1040
Greece	374
Ireland	60
Italy	321
Luxembourg	47
Netherlands	163
Autstria	136
Portugal	76
TOTAL	**3489**

Nous n'avons cependant pas pu utiliser l'univers dans sa globalité car les données nécessaires au calcul de la prime de risque *book-to-market* étaient disponibles pour 2500 tires seulement. Pour approximer le portefeuille de marché de la zone Euro (EMU market), nous avons calculé les moyennes des rentabilités de ces 2500 titres pondérés par les capitalisations boursières.

Pour chaque, portefeuille, avons donc fait une régression en utilisant le modèle à 4 facteurs formalisé comme suit :

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

(39) $$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_{0,p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{1,p} SMB_t + \beta_{2,p} HML_t + \beta_{3,p} MOM_t + \varepsilon_{p,t}$$

Où :

- $R_{p,t}$ la rentabilité du portefeuille *p* durant la période t
- $R_{m,t}$ la rentabilité du portefeuille EMU Market durant la période t
- $R_{f,t}$ le taux sans risque, approximé par l'Euribor 3 mois observé durant la période t
- $(R_{m,t} - R_{f,t})$: la différence de rentabilité entre le portefeuille EMU Market et le portefeuille sans risque
- SMB_t : la différence de rentabilité entre un portefeuille de petites capitalisations et un portefeuille de grandes capitalisations de l'univers EMU Market
- HML_t : la différence de rentabilité entre un portefeuille de valeurs de rendement (BTM élevé) et un portefeuille de valeurs de croissance (BTM faible)
- MOM_t : la différence de rentabilité entre un portefeuille de récents gagnants (titres ayant les plus fortes rentabilités des 12 derniers mois) et un portefeuille de récents perdants (titres ayant les plus faibles rentabilités des 12 derniers mois).

Le tableau suivant présente les résultats de l'analyse de la corrélation entre ces différentes primes de risque estimées dans le modèle de Carhart. L'analyse de ce dernier nous permet de rejeter tout risque de multi-colinéarité lors de l'utilisation de ce modèle (tableau 29).

Tableau 29 : Coefficients de corrélation entre les différents facteurs utilisés pour l'estimation du modèle de Carhart

	Rm	***SMB***	***HML***	***MOM***
Rm	1			
SMB	-0.2012	1		
HML	-0.1688	-0.4574	1	
MOM	-0.2511	-0.3756	-0.5457	1

Enfin, la quatrième étape consiste à calculer pour chaque dimension la différence de performance entre le portefeuille des titres les mieux notés (portefeuille Top) et le portefeuille de titres les moins bien notés (portefeuille Low). Pour cela, nous construisons un portefeuille

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

"Top-Low" en soustrayant les rentabilités du portefeuille "Low" des rentabilités du portefeuille "Top".

3.4 Les résultats de l'étude

En tout, nous avons effectué des régressions pour18 portefeuilles. En effet, pour chaque dimension, trois portefeuilles ont été construits : un portefeuille "Top" constitués des 10% des titres les mieux notés, un portefeuille "Low" composé des 10% des titres les moins bien notés et un portefeuille "Top-Low" formé en soustrayant les rentabilités du "Low" des rentabilités du "Top".

Les dimensions étudiées sont :

- la performance globale
- la performance en matière de ressources humaines
- la performance en matière d'environnement
- la performance en matière de comportement sur marchés
- la performance en matière de gouvernance
- la performance en matière d'engagement sociétal

Les résultats des régressions montrent des performances anormales significatives uniquement pour le portefeuille "Top-Low ENV" constitué en fonction de la différence de performance en matière d'environnement (les rentabilités du portefeuille des titres ayant les meilleures notes moins les rentabilités du portefeuille des titres ayant les notes les plus basses la dimension sur la dimension performance environnementale). L'environnement est la seule dimension, parmi les six testées, qui génère des différences de rendements anormaux à long-terme statistiquement significatifs.

Les tableaux 30 et 31ci-dessous résument les résultats des régressions pour la dimension performance environnementale.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 30 : Résultats des estimations réalisées avec le MEDAF pour les portefeuilles construits selon la dimension performance environnementale

Portefeuille	Alpha	*Rm*	R^2 ajusté
Top ENV	-0,0023	1,08	83%
t-stat	*-0,73*	*13,39*	
p-value	*46,50%*	*0,00%*	
Low ENV	0,0050	0,94	75,77%
t-stat	*1,51*	*11,05*	
p-value	*13,20%*	*0,00%*	
Top - Low ENV	**-0,0073****	0,14	4,25%
t-stat	*-2,11*	*2,20*	
p-value	*3,50%*	*2,80%*	

Top ENV le portefeuille des titres ayant les meilleures notes sur la dimension performance environnementale
Low ENV le portefeuille des titres ayant les plus mauvaises notes sur la dimension performance environnementale
Top - Low ENV le portefeuille construit en soustrayant les rentabilités du Low ENV des rentabilités du Top ENV
t-stat: Test de Newey-West
La période étudiée est de 84 mois (décembre 1999- décembre 2006)
Tous les portefeuilles sont pondérés par la capitalisation boursière des titres
** Significatif au seuil de 5%

Tableau 31 : Résultats des estimations réalisées avec le modèle de Carhart pour les portefeuilles construits selon la dimension performance environnementale

Portefeuille	*Alpha*	*Rm*	*SMB*	*HML*	*MOM*	R^2 ajusté
Top ENV	-0,0028	1,04	-0,21	-0,85	-0,02	83,93%
t-stat	*-0,88*	*11,29*	*-1,68*	*-2,90*	*-0,44*	
p-value	*37,80%*	*0,00%*	*9,20%*	*0,40%*	*66,10%*	
Low ENV	0,0042	0,94	-0,10	-0,66	0,00	75,96%
t-stat	*1,17*	*10,10*	*-0,76*	*-1,98*	*0,09*	
p-value	*24,00%*	*0,00%*	*44,50%*	*4,80%*	*92,50%*	
Top - Low ENV	**-0,0069****	0,10	-0,11	-0,19	-0,02	0,00%
t-stat	*-1,91*	*1,44*	*-0,81*	*-0,63*	*-0,47*	
p-value	*5,60%*	*15,00%*	*42,00%*	*53,20%*	*63,90%*	

Top ENV le portefeuille des titres ayant les meilleures notes sur la dimension performance environnementale
Low ENV le portefeuille des titres ayant les plus mauvaises notes sur la dimension performance environnementale
Top - Low ENV le portefeuille construit en soustrayant les rentabilités du Low ENV des rentabilités du Top ENV
t-stat: Test de Newey-West
La période étudiée est de 84 mois (décembre 1999- décembre 2006)
Tous les portefeuilles sont pondérés par la capitalisation boursière des titres
** Significatif au seuil de 5%

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Comme le montrent ces tableaux, le portefeuille "Top-Low ENV " sous-performe significativement le marché aussi bien dans le cadre du MEDAF que dans le cadre du modèle de Carhart. Autrement dit, la sous-performance persiste même en ajustant pour les 4 facteurs de risque connus. Cette sous performance est de l'ordre de 0,73% pour l'estimation réalisée avec le MEDAF et de 0,69% pour l'estimation réalisée avec le modèle de Carhart. En plus, dans les deux cas, elle est significative au seuil de 5%. Ces résultats indiquent qu'en matière d'environnement, les titres les mieux notés sous-performent les titres les moins bien notés.

Nous pouvons également observer que le portefeuille "Top ENV " enregistre une surperformance de -0,23% alors que le portefeuille " Low ENV " surperforme le marché de 0,5%. Ces résultats ne sont, cependant, pas significatifs d'un point de vue statistique. Ainsi, les stratégies consistant uniquement à vendre les titres les mieux notés ou à acheter les titres le moins bien notés (par rapport à leurs performances environnementales) ne suffisent pas pour générer des surperformances significatives. En revanche, en combinant les deux stratégies, il est possible de surperformer le marché. Néanmoins, l'étude ne permet pas d'affirmer que les rentabilités anormales observées représentent des gains nets car nous ne tenons pas compte des frais de transaction et des coûts liés à la recherche et l'analyse de l'information.

Outre le portefeuille "Top-Low ENV ", aucun autre parmi les 18 considérés dans l'étude n'enregistre de rendement anormal significatif. Autrement dit, les autres dimensions ne conduisent à aucune différence de performance financière significative entre les titres recevant les meilleures notes et les titres recevant les notes les plus mauvaises.

Nous pouvons donc dire que durant la période étudiée :

- l'information sur la performance environnementale de l'entreprise, matérialisée par les notes attribuées par Vigéo, a un impact significatif sur les prix des titres concernés Cet impact indique que les meilleures performances environnementales conduisent à une sous-performance financière alors que les plus mauvaises donnent lieu à des surperformances.
- les autres informations testées, notamment celle concernant la performance sociétale globale de l'entreprise, ne provoquent pas d'impact significatif sur les prix des titres

En nous appuyant sur les apports théoriques développés au deuxième chapitre, nous pouvons interpréter ces résultats de la manière suivante.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les notes attribuées à la performance environnementale par Vigéo véhiculent un contenu informationnel :

- perçu par une majorité des intervenants sur le marché ;
- utilisé dans leurs évaluations des rentabilités futures des titres ;
- les conduisant à remanier leurs portefeuilles de titres.

Plus exactement, le contenu informationnel que nous pouvons déduire de la sous-performance du portefeuille "Top-Low ENV " durant la période étudiée est : l'acquisition d'une performance environnementale supérieure à celle des autres entreprises détruit la valeur future du titre.

Ce signal perçu par la majorité des intervenants peut être expliqué par le coût important de l'amélioration des performances environnementales par les entreprises. Plus spécifiquement, la mise en place de dispositifs pour réduire les impacts environnementaux de l'entreprise se traduisent par des coûts qui ne sont pas compensés par les avantages que l'entreprise peut en tirer. Il est intéressant de constater que cette interprétation semble dominer sur le marché pour l'ensemble des entreprises, tous secteurs confondus. Autrement dit, l'importance des coûts causés par l'amélioration des performances environnementales de l'entreprise par rapport aux avantages qui en découlent ne dépend pas de l'activité de l'entreprise.

Par contre, l'absence de réactions liées aux autres informations testées peut être interprétée de différentes manières :

- ces informations ne véhiculent aucun contenu informationnel aux investisseurs et ne provoquent donc aucune action de leur part ;
- elles véhiculent un contenu informationnel à une partie des investisseurs seulement dont les actions ne sont pas assez importantes pour se refléter sur les prix courants ;
- elles véhiculent des signaux différents selon les investisseurs, les actions qui en découlent sont donc opposées et leurs effets sur les prix s'annulent.

Ainsi, de même que pour l'étude précédente sur les impacts à court-terme des informations sociétales, les résultats de cette étude nous permettent d'étayer les propositions P1 et P3. En outre, les résultats suggèrent la validité des propositions P4 et P5. En effet, ces résultats nous permettent de montrer que :

- les informations sociétales peuvent avoir un contenu informationnel dans le sens où elles amènent une partie des investisseurs à remanier leurs portefeuilles de titres (P1) ;

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

- qu'une majorité de ces investisseurs peut agir de la même manière face à des informations sociétales puisque leurs actions sont visibles sur les prix des titres (P3) ;
- que les informations sociétales constituent un système d'information auxquels peuvent être liés plusieurs signaux (l'information concernant la performance environnementale est visiblement perçue différemment par les investisseurs) (P4) ;
- que ces différents signaux donnent lieu à des utilisations différentes (du moins, nous pouvons affirmer que les signaux concernant la performance environnementale sont utilisés alors que les autres, ils sont soit utilisés de manière différente, soit ils ne sont pas utilisés) (P5).

Nous ne pouvons en revanche pas nous avancer sur les autres propositions à la lumière de ces résultats. En particulier, nous ne pouvons pas affirmer l'existence d'une hétérogénéité des interprétations puisque celle-ci ne peut pas se lire à travers sur les cours des titres. La présence de RA significatifs peut aussi bien signifier que tous les investisseurs ont interprété l'information de la même façon, qu'une partie d'entre eux seulement (représentant une majorité). En revanche, l'absence de RA significatifs peut être interprétée de plusieurs manières, et notamment par le fait que tous les investisseurs ne perçoivent pas de contenu informationnel aux informations dont il est question dans l'étude et n'agissent par conséquent pas.

L'étude qualitative présentée dans le chapitre suivant a pour ambition de compléter les réponses aux questions restant en suspens concernant l'hétérogénéité des interprétations et leurs origines.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Synthèse du troisième chapitre

Les études d'événement menées révèlent que certaines informations sociétales, approximées par les indicateurs de performance sociétale de l'agence Vigéo peuvent génrérer des réactions significatives à la fois à court terme et à long terme.

Notre première étude examinant les impacts à court-terme des annonces de changement de composition de l'indice socialement responsable ASPI Eurozone sur les prix des titres, montre que l'événement « sortie de l'indice » induit une rentabilité anormale significative le lendemain de son annonce. En revanche, aucune réaction significative n'apparaît pour l'événement « entrée dans l'indice ». Nous faisons alors l'hypothèse que les investisseurs sont plus sensibles aux nouvelles concernant une dégradation de la performance sociétale de l'entreprise qu'à celles portant sur leur amélioration. Ces résultats nous permettent d'étayer les propositions P1 et P3 sur l'existence d'un contenu informationnel pour les informations sociétales et leur capacité à impacter les prix des titres.

La seconde étude s'intéressant aux impacts à long terme des notations sociétales sur les performances financières à long terme montre qu'il y a une différence significative de rentabilité entre les titres les mieux notés et les titres les moins bien notés sur la dimension performance environnementale. Plus exactement, cette différence avantage les titres recevant les plus mauvaises notes. La principale hypothèse émise concernant ce résultat concerne le coût important de l'amélioration des performances environnementales par les entreprises. Autrement dit, les investisseurs perçoivent que le supplément de coûts généré par la mise en place de dispositifs pour réduire les impacts environnementaux n'est pas compensé par les avantages que l'entreprise peut en tirer. Cependant, outre cette dimension aucune autre (RH, relations avec la communauté, comportement sur le marché, gouvernement d'entreprise et performance gloabale) ne se traduit par une différence de performance significative entre les titres se trouvant en haut du classement et ceux se trouvant en bas de l'échelle. Ce résultat suggère que les informations sociétales ne sont pas toutes perçues et utilisées de la même façon par les investisseurs ce qui nous permet d'étayer partiellement les propositions P4 et P5. En outre, l'observation d'une différence de performance significative liée aux notes attribuées sur la performance environnementale nous permet d'étayer encore les propositions P1 et P3.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Chapitre 4 : Perception et utilisation des informations sociétales : les apports d'une étude qualitative exploratoire

Les deux études précédentes nous ont permis de tester les impacts de certaines informations sociétales sur les prix des titres et d'étayer ainsi en partie les propositions 1 et 2 formulées dans le deuxième chapitre. L'étude qualitative exploratoire présentée dans ce chapitre complète notre investigation empirique en creusant les aspects ne pouvant pas être clarifiés par les méthodes quantitatives.

Cette étude s'appuie sur des données primaires recueillies par des entretiens semi-directifs auprès d'analystes financiers et ISR (*sell-side* et *buy-side*) et des gérants de portefeuilles traditionnels et ISR.

Les conversations recueillies et retranscrites font l'objet d'une analyse de contenu nous permettant de capter les perceptions des répondants des informations sociétales et leurs représentations de leur utilisation dans les pratiques d'évaluation et de choix d'investissement.

Avant de présenter les résultats de cette étude (3), il convient, dans un premier temps, de préciser ses objectifs retenus et la méthode d'investigation employée (1), et de décrire, dans un deuxième temps, les principales étapes de sa mise en œuvre (2).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1. Objectifs et méthode d'investigation de l'étude

Dans cette recherche, l'étude qualitative se justifie par la nature de notre question de recherche et de nos choix de positionnement théorique. Les résultats des études d'événement présentés dans le chapitre précédent nécessitent d'être complétés afin de pouvoir apporter des réponses plus précises à nos questionnements de départ.

Cette section se consacre à la présentation des objectifs de cette étude (1.1) et de la méthode d'investigation retenue pour la mettre en œuvre (1.2).

1.1 Objectifs de l'étude qualitative

Les études qualitatives ne sont pas très répandues dans les recherches en finance. Pourtant, elles peuvent être très utiles au traitement de plusieurs problématiques qui intéressent cette discipline. En l'occurrence, celle de cette recherche. En effet, en nous inscrivant dans une approche « élargie » de l'efficience des marchés financiers, les réponses à nos interrogations à propos de l'utilité des informations sociétales et de l'usage qu'en font les investisseurs ne peuvent pas s'appuyer uniquement sur l'observation des réactions des prix des titres. En outre, nous nous intéressons à un phénomène émergent sur lequel nous ne disposons pas d'explications préalables satisfaisantes. Il nous a donc semblé indispensable de nous adresser directement à certains représentants des milieux d'analyse et d'investissement afin d'avoir leurs perceptions sur le sujet et de confronter nos propositions issues de l'analyse de la littérature à leurs représentations des pratiques d'évaluation des titres et d'investissement sur le marché financier.

A travers cette étude, nous souhaitons, tout d'abord, recueillir les perceptions des personnes interrogées quant à l'utilité des informations sociétales. Plus précisément, nous souhaitons savoir si ces informations ont pour eux un contenu informationnel qui les aide à évaluer les titres, et si oui, essayer de savoir lesquelles informations et comment elles sont traduites.

Notre deuxième objectif consiste à essayer de comprendre à travers les discours des répondants si ces informations sont effectivement utilisées dans leurs processus habituels d'évaluation des titres et de choix d'investissement. Autrement dit, nous essayons d'évaluer la capacité de ces informations à les amener de changer leur valorisation des titres, leurs décisions d'investissement ou leurs recommandations (analystes financiers *sell-side*).

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Nous cherchons également à obtenir des éléments de réponse nous permettant d'étayer ou d'infirmer nos propositions théoriques qui ne peuvent pas l'être en s'appuyant sur les études du chapitre précédent. Plus particulièrement, nous tentons d'apporter des éclairages sur :

- l'hétérogénéité des perceptions de l'utilité des informations sociétales et de leur utilisation ;
- le traitement différencié des informations sociétales selon le contexte et les spécificités de l'entreprise ;
- l'influence de la formation et de l'expérience des individus sur leurs perceptions ;
- l'influence du coût d'accès et d'analyse des informations sociétales sur leur utilisation.

Par ailleurs, les éléments de réponse apportés peuvent nous permettre de mieux interpréter les résultats de nos études d'événement.

1.2 La méthode d'investigation par entretien

Avant de décrire notre démarche de recherche dans cette étude qualitative, nous proposons de présenter les principales spécificités et étapes de la méthode de recherche par entretien, à savoir : la collecte des données, leur traitement, leur analyse et la rédaction du compte rendu.

1.2.1 La méthode de collecte de données par entretien

L'entretien compte parmi les méthodes de collecte de données les plus utilisées dans les études qualitatives (Groleau, 2003). Issue des recherches en sciences sociales, notamment en sociologie et en anthropologie, elle est utilisée ensuite par plusieurs chercheurs en sciences de gestion qui y trouvent un moyen d'investigation adapté à l'étude des organisations.

Comme le rappelle Demers (2003), l'entretien utilisé en recherche qualitative est très différent de ce qu'on appelle entretien structuré ou standardisé qui est un questionnaire administré oralement. Contrairement à celui-ci, un entretien de recherche qualitative, ne se compose jamais de questions fermées dont le but est de marquer une position que une échelle préétablie ou de cocher une réponse du type « vrai » ou « faux ». Dans le cadre d'une exploration qualitative, l'entretien est conçu comme une conversation qui peut être plus ou moins guidée par le chercheur selon le type d'entretien (non-structuré ou semi-structuré).

Dans un entretien non-structuré, le chercheur se contente juste de suggérer un thème et laisse son répondant parler sans diriger la discussion. En revanche, l'entretien semi-structuré ou

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

semi-directif consiste à préparer des questions ouvertes permettant de guider la conversation dans le but d'amener le répondant à aborder tel ou tel point en particulier. Cependant, les questions doivent être ouvertes et l'attitude du chercheur doit permettre une interaction entre lui et le répondant de manière à le laisser également aborder des sujets qu'il n'avait pas prévu en préparant son guide. L'entretien semi-structuré est le type d'entretien le plus utilisé en sciences de gestion.

L'entretien a l'avantage d'être adapté aussi bien à une démarche de recherche déductive qu'à une perspective interprétative. Cependant, selon l'approche adoptée, il est conçu et utilisé de manière différente.

Dans une démarche déductive, le chercheur part d'une synthèse de la littérature lui permettant d'élaborer un modèle d'analyse qu'il cherche ensuite à valider à travers les entretiens. Dans ce cas, le guide d'entretien est plus élaboré et plus directif. Une recherche s'inscrivant dans une perspective interprétative s'appuie moins sur les modèles théoriques car elle conçoit qu'il n'y a pas de réalité objective mais plusieurs réalités construites. Le but est alors de découvrir ces réalités à travers le terrain et de laisser le plus de marge possible au répondant pour évoquer des thèmes non prévus d'avance (Demers, 2003 : 182).

En réalité, il est difficile de s'inscrire totalement dans l'une des approches. Un chercheur adoptant une démarche déductive peut laisser la possibilité au répondant d'aller sur des terrains qu'il n'avait pas spécifié dans son guide et découvrir ainsi des éléments qu'il mobilise par la suite dans son analyse. De même, les recherches s'inscrivant dans une perspective interprétative partent malgré tout avec un ensemble d'idées issues des lectures ou de discussions que le chercheur a eu sur le sujet.

Dans tous les cas, le chercheur prépare un guide d'entretien en fonction des questions et des objectifs de sa recherche. Généralement, les premières questions servent à mieux connaître le répondant (sa formation, son expérience professionnelle, …). Même si elles ne sont pas directement liées aux objectifs de la recherche, ces questions sont importantes à poser pour au moins deux raisons. La première est qu'elles permettent d'établir le contact avec le répondant surtout si le chercheur ne l'a jamais rencontré auparavant avant d'entrer dans le vif du sujet. La seconde est que ce sont des questions qui peuvent se révéler importantes lors de l'analyse de l'entretien. Par exemple, elles peuvent permettre au chercheur de faire le lien entre un type de réponse et un profil.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Ensuite, il est préférable d'entrer dans le sujet progressivement en commençant par des questions larges (Demers, 2003 ; Ghiglione & Matalon, 1998). Cela permet de laisser au répondant une certaine liberté qui lui permet d'évoquer les thèmes qui lui viennent à l'esprit et d'arriver spontanément aux sujets qui intéressent le chercheur. Celui-ci peut de temps en temps recentrer la conversation si le répondant part dans sur des sujets qui s'éloignant de son champ d'intérêt. Lors de la préparation du guide d'entretien, le chercheur doit également veiller à utiliser des termes très abstraits ou un langage très spécifique (tiré par exemple de sa revue de la littérature) et à formuler des questions simples. Le but est de se faire comprendre sans équivoque et de ne pas impressionner le répondant. En effet, le plus important pour le chercheur est d'obtenir un matériel exploitable et lui permettant de découvrir ce qu'il cherche.

Afin de ne rien rater du discours du répondant, il est conseillé d'enregistrer les entretiens et de les retranscrire intégralement lorsque cela est possible. Selon Bardin (2003), l'enregistrement et la retranscription intégrale sont presque une nécessité dans la méthode de collecte par entretiens car ils permettent de capturer la richesse de la conversation et saisir tous les moments y compris les hésitations, les rires, les silences etc. Cela permet par la suite au chercheur de retrouver les subtilités de la conversation lors de l'analyse des données collectées.

1.2.2 Le traitement des données

L'analyse des données qualitatives est un exercice long et fastidieux. Elle est composée de plusieurs activités que l'on peut regrouper dans trois principales étapes : la pré-analyse, l'exploitation du matériel et le traitement des résultats, l'inférence et l'interprétation (Bardin, 2003).

La pré-analyse correspond à la phase durant laquelle le chercheur organise son analyse des données recueillies. Elle est constituée de plusieurs activités comme la préparation des documents à analyser, la mise en contact avec les textes, le repérage des messages importants et la préparation d'un plan d'analyse et des règles de codage.

Si la pré-analyse est faite correctement, l'exploitation du matériel consiste à l'application des décisions prises durant la phase précédente. Il s'agit alors de découper et de coder tous les documents selon les règles qui ont été fixées. A la fin de cette étape, le chercheur dispose d'un matériel prêt à être traité. Selon les objectifs fixés par le chercheur, le traitement peut

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

mobiliser des opérations d'analyse quantitative (pourcentages, fréquences, analyse factorielle) ou un processus d'analyse qualitative ou les deux à la fois.

L'analyse qualitative ou l'analyse de contenu a pour objet d'apprécier la valeur ou l'importance des thèmes et des catégories plutôt que de compter leur fréquences ou de les mesurer. A travers l'analyse qualitative, le chercheur tente d'interpréter la présence ou l'absence d'une catégorie, en tenant compte du contexte dans lequel le discours a été produit (Allard-Poesi, Drucker-Godard, & Ehlinger, 2003). Ce processus peut conduire à la lier certaines catégories ou unités d'analyse entre elles ou à des variables contextuelles afin de vérifier s'il y a des associations possibles entre certaines d'entre elles. L'analyse de contenu peut également être utilisée à des fins descriptives, de comparaison ou d'explication (Allard Poesi et al., 2003 : 463). Par exemple, en soulignant l'importance de certains thèmes dans les discours, l'analyse de contenu peut suggérer des explications aux comportements des acteurs, leurs stratégies ou leurs perceptions.

Cependant, quels que soit l'objectif et le choix du chercheur, une des étapes les plus importantes de l'analyse de contenu est le codage du texte (Miles & Huberman, 2003). En effet, cette étape oriente considérablement l'analyse et l'interprétation des résultats. Les unités d'analyse et les catégories créées constituent, en quelque sorte, un filtre à travers lequel le chercheur sélectionne et interprète les données brutes issues du discours retranscrit. Ainsi le codage conditionne de manière importante la pertinence et la fiabilité de l'analyse produite.

1.2.2.1 Le codage des données

Le codage consiste à découper le contenu du texte en unités d'analyse et de les classer ensuite en catégories définies selon la problématique et les objectifs de la recherche (Allard Poesi et al., 2003 : 463).

Les unités d'analyse peuvent être de taille variable selon le type d'analyse de contenu. Certains découpages se font à un niveau sémantique, par exemple le « thème » le mot, d'autres à un niveau linguistique, par exemple « le mot » ou « la phrase » (Bardin, 2003 : 135). En sciences de gestion, les analyses les plus fréquentes sont les analyses thématiques, c'est à dire celles qui adoptent le « thème » comme unité d'analyse (Allard Poesi et al., 2003 : 463). Un thème est « *une affirmation sur un sujet. C'est-à-dire une phrase, ou une phrase composée, habituellement un résumé ou une phrase condensée, sous laquelle un vaste ensemble de formulations singulières peuvent être affectées* » (Berelson , 1971 ; d'après

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Bardin, 2009 : 136). Autrement dit, une analyse thématique peut adopter comme unité d'analyse une phrase, plusieurs phrases ou une portion de phrase. Dans ce type d'analyse, le découpage n'est pas défini selon une forme précise (phrase, nombre de mots, paragraphe) et figée pour l'ensemble du texte analysé mais selon la signification.

Après le découpage du texte selon l'unité d'analyse choisie, le chercheur s'attaque à la définition des catégories. Le processus de catégorisation consiste en « *la ventilation des composants des messages analysés dans des rubriques ou catégories* » ((Bardin, 2003 : 151). La catégorisation se fait généralement en deux étapes. Tout d'abord, le chercheur classifie les différentes unités du texte par différenciation, ensuite, il les regroupe par genre.

Selon la démarche de la recherche, les catégories peuvent être définies « *a priori* » ou « *a posteriori* ». Dans le premier cas, le chercheur les détermine avant le travail de codage en s'appuyant sur son cadre théorique ou des résultats de recherches antérieures. Dans le second, la définition des catégories se fait durant le processus de codage, c'est le contenu qui dicte leurs choix. Par exemple, le repérage d'un thème qui se répète souvent peut suggérer au chercheur l'idée d'une catégorie. Dans le cas du codage « *a posteriori* », le chercheur doit s'assurer de la pertinence de ses catégories au fur et à mesure qu'il avance dans le codage.

Il est cependant important de noter qu'il arrive souvent, dans le cadre d'une catégorisation « *a priori* » qu'une ou plusieurs catégories supplémentaires émergent du discours pendant le codage ou la catégorisation. En effet, lors de la première étape de découpage du texte ou de catégorisation, le chercheur peut se rendre compte de l'importance d'un thème, soit parce qu'il revient souvent lors du codage, soit parce qu'il a une valeur explicative importante et qu'il n'est pas pertinent de le placer à l'intérieur des thèmes définis. Dans ce cas, la création d'une nouvelle catégorie s'impose. Le chercheur doit rester ouvert à de telles possibilités qui peuvent lui apporter des éclairages intéressants pour son analyse. Comme le rappelle Demers (2003), « *même dans les études les plus déductives, il faut rester ouvert aux découvertes, notamment en portant attention aux particularités du langage des répondants* » (Demers, 2003 : 201).

Il est également important de souligner que le processus de codage n'est pas linéaire, c'est un processus qui se fait par essai-erreur et qui peut évoluer au fur et à mesure que le chercheur lit de nouveaux entretiens. Ainsi, tant que tous les discours ne sont pas entièrement codés, le chercheur doit sans cesse réévaluer son schéma de codage et s'assurer de la pertinence des catégories définies.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Les logiciels de traitement de données qualitatives se révèlent d'une grande aide lorsque le processus de codage évolue de manière importante. Les changements successifs ne créent pas un chaos de couleurs et de signes dus aux différents soulignements et d'annotations effectués par le chercheur comme dans le cas d'un travail sur un document en papier. En outre, le chercheur peut conserver plusieurs fichiers aves les évolutions réalisées afin de pouvoir y revenir s'il en a besoin. Toutefois, la démarche du codage à l'aide d'un logiciel est exactement la même que celle faite à la main. Le logiciel ne fait que faciliter certaines choses, notamment le découpage des retranscriptions et l'organisation des thèmes et des catégories. Cependant, Demers (2003) met les chercheurs en garde par rapport aux dangers potentiels de l'utilisation des logiciels de traitement de donnés. En effet, la facilité avec laquelle le texte peut être découpé et les passages peuvent être isolés pour être regroupés dans un autre document peut amener le chercheur à perdre de vue le contexte dans lequel ces passages sont cités. Le chercheur doit donc veiller à ne pas traiter les citations hors contexte et à garder en tête les liens que le répondant tisse entre les différents sujets (Demers, 2003 : 202).

1.2.2.2 L'analyse des données et la rédaction du compte rendu

Suite au codage, le chercheur a généralement repéré les principaux axes d'analyse des discours retranscrits et se sent plus familier avec son matériel. Cependant, lorsqu'il se penche sur son matériel pour faire le lien entre les différentes catégories, comparer les différentes variations d'un même thème ou retracer la suite des événements, il peut être surpris par la difficulté de ce processus.

En effet, après le découpage du texte, l'analyse suppose une reconstruction des différentes pièces du puzzle dans le but de donner du sens aux données. Cette démarche ne suit pas de règles précises, elle repose en grande partie sur la créativité du chercheur (Demers, 2003). En outre, l'analyse qualitative des thèmes et catégories ne peut pas être conçue séparément de la façon dont le compte rendu va être rédigé. Le chercheur doit donc savoir comment restituer, à partir des données traitées, son analyse à ses lecteurs de manière à répondre à ses objectifs de recherche et à lier ses résultats à son modèle conceptuel.

Le compte rendu peut être rédigé de plusieurs manières selon l'objet de l'étude. Lorsque la recherche porte sur un processus, le chercheur peut opter pour une forme narrative en identifiant les moments marquants pour restituer l'histoire dans ordre chronologique ou

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

comparer les caractéristiques des différentes périodes repérées[56]. Cette stratégie convient particulièrement à l'analyse de la dynamique d'évolution d'un phénomène étudié (Langley, 1999). Il est également possible de construire des cas d'entreprises à partir d'entretiens (Yin, 1994). La structuration du compte rendu peut également être thématique. Dans ce cas, la structure est marquée par les différents thèmes que l'analyse a permis de révéler (Demers, 2003).

[56] Dans son article intitulé « *strategies for theorising from process data* », Langley (1999) identifie sept stratégies d'analyse qualitative qui peuvent être combinées par le chercheur pour donner du sens aux données relatives à l'étude des processus.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2. La mise en œuvre de l'étude

Conformément aux recommandations de Miles et Huberman (2003), nous précisons notre protocole de recherche et détaillons les principales étapes de sa mise en œuvre dans l'objectif d'accroître la fiabilité de la recherche menée.

Nous présentons d'abord notre échantillon de personnes interviewées (2.1), et ensuite nous explicitons la méthode d'analyse de contenu mise en œuvre (2.2).

2.1 Le choix des interlocuteurs

Bien que notre question de recherche ne concerne pas explicitement les investisseurs professionnels, notre choix pour mener nos entretiens s'est tourné directement vers eux pour plusieurs raisons. D'abord, ils représentent la majorité des transactions et gèrent les encours les plus importants sur le marché financier. Ensuite, contrairement à la plupart des investisseurs particuliers, l'investissement constitue pour les professionnels une occupation quotidienne, ils ont donc *a priori* une meilleure connaissance des pratiques d'évaluation et de choix d'investissement. Enfin, ils sont mieux informés que les investisseurs individuels car ils ont accès à plus de sources, notamment les notes de recherches des organismes d'analyse financière. Les investisseurs professionnels, et en particulier les gérants de fonds, constituent alors pour notre recherche des répondants plus adaptés que les investisseurs individuels.

Cependant, outre les gérants de fonds, qui définissent les choix d'investissement dans les sociétés de gestion, les analystes financiers constituent également une cible pertinente pour notre collecte de données. Ces derniers n'interviennent pas directement dans les prises de décision d'investissement mais ils ont les moyens d'influencer les choix des gérants. En effet, les analystes financiers jouent le rôle de prescripteurs sur les marchés financiers. A travers leurs recherches ils peuvent orienter la valorisation des titres et les choix d'investissement.

Nous distinguons les analystes financiers *sell-side* qui travaillent dans les sociétés de bourse (*brokers*) et les analystes financiers *buy-side* qui opèrent dans les sociétés de gestion. La principale différence entre les deux est que les opinions des premiers sont diffusées à un grand nombre d'investisseurs sur le marché alors que celles des seconds concerne uniquement la société de gestion pour laquelle il travaille. Nous pouvons donc considérer, d'un certain point de vue, que les opinions des analystes *sell-side* sont plus influentes étant donné le rayonnement important que peuvent avoir leurs publications sur le marché.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Les principaux vecteurs des opinions des analystes financiers *sell-side* sont les notes de recherche qui sont publiées régulièrement et qui consistent en une synthèse d'environ deux ou trois pages contenant une analyse brève de la stratégie de l'émetteur et ses perspectives suivie d'une recommandation (achat, vente, conservation ou neutre) et d'un objectif de prix pour le titre. D'autres publications plus volumineuses et plus détaillées sur un secteur d'activité ou une entreprise en particulier sont également produites tous les deux ou trois mois par les analystes financiers *sell-side*.

En outre, les idées des analystes *sell-side* sont relayées aux investisseurs institutionnels par l'intermédiaire des vendeurs (*sales*). Ces derniers ont pour rôle de récupérer tous les matins les principales lignes directrices des recherches des analystes financiers de la société de gestion dans laquelle ils opèrent afin de les utiliser pour orienter les investisseurs dans leurs choix de transactions. Il arrive également que les analystes financiers *sell-side* entrent directement en contact avec certains investisseurs institutionnels lorsque ces derniers ont besoin de plus de précision que ce que peut leur fournir le vendeur ou la note de recherche qui leur a été envoyée. Les analystes *sell-side* peuvent également rencontrer les investisseurs à d'autres occasions comme les « *road shows* [57]».

Les analystes *buy-side* ont pour rôle principal d'étudier les informations et les analyses les plus importantes publiées sur le marché et de se faire sa propre opinion. Il exploite essentiellement les analyses produites par les analystes *sell-side* avec lesquels sa société de gestion coopère. Par ailleurs, il est également amené à rencontrer directement les dirigeants des entreprises pour s'informer directement auprès d'eux. Le travail de l'analyste *buy-side* est d'épauler le gestionnaire et de l'aider dans les choix d'investissement. Il arrive également que l'analyste *buy-side* cumule les deux missions, c'est-à-dire l'analyse financière et les décisions d'investissement.

Ainsi, aussi bien les analystes financiers *sell-side* que les analystes financiers *buy-side* participent activement dans l'évaluation des titres des entreprises et constituent par conséquent des répondants importants pour notre recherche.

---

[57] Un « *roadshow* » consiste en une série de présentations d'une entreprise se déroulant chez d'importants investisseurs institutionnels nationaux et internationaux. Elles sont organisées par un broker à l'initiative d'un émetteur ou par l'émetteur lui-même pour rencontrer des investisseurs. Ces rendez vous, particuliers (one-on-one) ou groupés (petits-déjeuners, déjeuners…), sont l'occasion de présenter les résultats de l'exercice, la stratégie du groupe, et répondre aux questions des investisseurs. Ils peuvent également être organisés à l'occasion d'une opération financière (D'après l'Observatoire de la Communication Financière).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cependant, la question qui s'est posée, au début de la phase d'identification des potentielles cibles à contacter pour la conduite des entretiens, concernait la focalisation sur les analystes financiers et gérant de fonds traditionnels ou l'élargissement du cercle des répondants aux analystes et gérant dits ISR.

Comme nous l'avons précisé dans le premier chapitre, parallèlement à la montée en puissance de l'ISR, en termes d'encours gérés et de nombre de fonds dédiés, est apparu le métier d'analyste ISR. Au début, les analystes ISR étaient exclusivement *buy-side*, c'est-à-dire qu'on ne les trouvait que chez les sociétés de gestion, et en particulier celles qui gèrent des fonds ISR. Vers le début des années 2000, quelques sociétés de bourse créent également des équipes de recherche ISR ou extra-financière. On a commencé alors à avoir des analystes ISR *sell-side*. En France, la première équipe de recherche ISR *sell-side* est apparu en 2004 chez CM-CIC.

Il est important de noter que la dénomination de ces analystes diffère parfois d'une société de bourse à une autre. Certains les appellent « analystes ISR *sell-side* », d'autres « responsables de l'analyse extra-financière » et d'autres encore les appellent « analystes financiers ISR *sell-side* ». Comme nous le remarquons à travers l'étude menée, cette confusion fait écho au manque de clarté de leur positionnement.

Nous avons finalement fait le choix de rencontrer les deux profils pour plusieurs raisons. Tout d'abord, comme nous le montrons dans le premier chapitre, avec l'arrivée des gérants classiques et des banques traditionnelles sur le créneau de l'ISR, cette activité est devenue essentiellement pratiquée avec des objectifs de performance financière. L'ISR éthique représentant au départ le « paradigme » dominant a laissé progressivement place à l'ISR de performance (de Brito et al., 2005). Autrement dit, l'ISR est devenu, en grande partie, pratiqué dans le but de profiter d'opportunités financières en s'appuyant sur des critères sociétaux. Ensuite, le développement de la recherche extra-financière au sein des sociétés de gestion répond principalement au souhait d'intégrer les critères sociétaux dans l'analyse financière classique.

Pour accéder au terrain, nous nous sommes appuyés au départ sur des connaissances qui nous ont aidées à décrocher nos premiers rendez-vous avec quelques analystes et gérants. Parmi ces derniers, certains nous ont ensuite introduits auprès d'autres collègues à eux, travaillant avec eux ou dans une institution différente. En effet, débordés par le travail et régulièrement sollicités pour des entretiens ou des questionnaires de recherche, les analystes et les gérants

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

sont souvent difficiles à approcher pour des rencontres. Même en étant introduits et recommandés, il nous est arrivé d'accuser des refus de la part de certains d'entre eux pour manque de temps. En outre, plusieurs fois les rendez-vous nous ont été accordés en précisant la durée de temps maximale dont nous pouvions profiter.

Les entretiens ont été menés sur une période de 12 mois (de juin 2007 à mai 2008). Nous avons en avons réalisé en tout 20 avec des personnes différents mais tous n'ont pas été utilisés finalement pour cette étude.

En effet, en plus des analystes et des gérants, nous avons eu quatre entretiens avec des personnes travaillant dans des agences de notation sociétales. Cependant, ces entretiens n'ont finalement pas été mobilisés pour cette étude empirique car nous nous sommes rendus compte que, bien que faisant partie des producteurs d'information sociétales, les représentants des agences de notation n'interviennent pas dans l'évaluation financière des titres. Leurs analyses et opinions peuvent être mobilisées dans l'évaluation faite par les analystes et gérants, cependant, ils ne se prononcent pas eux même sur l'impact que peuvent avoir leurs informations sur la performance financière des titres. Nous avons cependant compris que c'était pour certains d'entre eux un projet envisageable dans l'avenir proche. Ces entretiens nous ont quand même servi à comprendre le fonctionnement des agences de notation et leurs relations avec les milieux d'investissement.

En outre, deux personnes rencontrées (gérants de fonds ISR) n'ont pas souhaité que la conversation soit enregistrée, nous avons pris des notes mais en fin de compte, le contenu ne nous ont pas paru assez riche et suffisamment clair et nous ne les avons donc pas pris en compte dans notre analyse.

Finalement, nous avons donc pu exploiter que 14 entretiens menés avec des :

- gérants de fonds traditionnels
- gérants de fonds ISR
- analystes financiers *sell-side*
- analystes financiers *buy-side*
- analystes ISR *sell-side*
- analystes ISR *buy-side*

Le tableau ci-dessous décrit l'échantillon des personnes interviewées correspondant aux entretiens mobilisés dans cette étude.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 32 : Echantillon des personnes interviewées

Date	Interlocuteurs	N° Interlocuteur[58]	N° société	Formation	Durée
22/06/2007	Gérant traditionnel & Analyste financier *buy-side*	GT-AFB1	1	Gestion-Finance	65
03/07/2007	Analyste ISR *sell-side*	AIS2	2	Sciences Po-Economie	100
10/07/2007	Analyste ISR *sell-side*	AIS3-1	3	Gestion-Environnement	60
11/07/2007	Analyste financier *sell-side*	AFS4	4	Economie	75
19/07/2007	Analyste ISR *sell-side*	AIS5	5	Sciences Po-Finance	50
20/07/2007	Analyste ISR *buy-side*	AIB6	6	Gestion-Finance	70
01/08/2007	Gérant ISR	GI7	7	Economie	90
17/10/2007	Gérant ISR	GI8	8	Econométrie-Finance	55
17/10/2007	Analyste ISR *buy-side*	AIB8	8	Gestion-Finance	60
21/12/2007	Analyste financier *sell-side*	AFS5	5	Gestion-Finance	60
21/12/2007	Gérant traditionnel	GT9	9	Gestion-Finance	50
25/03/2008	Analyste financier *sell-side*	AFS10	10	Gestion-Finance	50
10/04/2008	Analyste financier *buy-side*	AFB11	11	Gestion-Finance	70
06/05/2008	Analyste ISR *sell-side*	AIS3-2	3	Gestion-Finance	50

[58] Code utilisé lors des citations d'extraits d'entretiens

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tous les répondants décrits dans le tableau ci-dessus ont accepté de nous laisser enregistrer l'intégralité de la conversation mais plusieurs ont précisé qu'ils ne souhaitaient pas être cités sous leurs vrais noms ou que l'on puisse les reconnaître à travers les extraits utilisés ou la description de leur profil. Nous avons donc procédé de la même manière pour toutes les personnes interrogées en les désignant elles-mêmes et les sociétés où elles travaillent par un code et en veillant à ne pas mentionner des détails à travers lesquels on peut les identifier.

2.2 Le déroulement des entretiens

Le recueil des données par entretiens semi-directifs n'est pas un exercice très simple, il présente plusieurs difficultés qu'il faut pouvoir gérer afin d'obtenir un matériel exploitable et intéressant à analyser. Nous décrivons ci-dessous les principales difficultés que nous avons relevées durant cette expérience et la manière avec laquelle nous avons essayé de les contourner.

Une première difficulté que nous avons rencontrées consiste à trouver à chaque fois les bons mots afin d'établir le contact et mettre la personne à l'aise sans trop parler pour ne pas perdre du temps. Nous avons donc opté pour une petite introduction où nous nous présentons et expliquons rapidement la raison de notre présence suivie directement de deux questions sur la mission du répondant et son parcours académique et professionnel : « *Pour commencer, pourriez-vous m'expliquer en quoi consiste votre métier* », et « *qu'avez-vous fait avant d'occuper ce poste ?* ».

Durant cette phase introductive et parfois au milieu de la discussion, il arrive que la personne interviewée pose nous pose des questions sur notre objectif de recherche, sur ce que nous attendons de l'entretien ou encore sur ce que nous avons lu sur le sujet et ce que nous pensons sur le sujet. La difficulté est de répondre, afin de ne pas paraître fermé à la discussion, sans dévoiler nos propres opinions ou nos attentes exactes de l'entretien afin d'éviter de biaiser les propos du répondant. Nous avons essayé, à chaque fois que cette situation s'est présentée, de ne pas nous étaler et de répéter la même chose que nous avons dit au téléphone ou par e mail pour expliquer l'objet de notre recherche: « *A travers cette recherche, nous essayons de comprendre si les informations sociétales, c'est-à-dire, les informations concernant les efforts fournis par une entreprise pour réduire ses impacts environnementaux et améliorer ses relations avec ses partenaires qu'il soient salariés, fournisseurs, clients ou simplement les citoyens qui l'entourent, sont importantes à prendre en compte pour évaluer les titres d'une*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

entreprise d'un point de vue financier. C'est pour cela que nous souhaitions vous rencontrer et avoir votre avis… ». Par la suite, nous essayons de poser directement une question qui dépend de l'interlocuteur (ISR ou traditionnel) et du degré d'avancement dans la discussion. Par exemple : « *selon vous, que peuvent indiquer ces dimensions pour un analyste ou un gérant qui a besoin d'évaluer les titres d'une entreprise ou de prendre une décision d'investissement ?* » ; ou alors « *quel est d'ailleurs, selon vous, le meilleur moyen d'accéder à ce type d'informations ?* ».

En outre, il est important de trouver la bonne attitude à adopter afin de maîtriser le déroulement de l'entretien de manière à couvrir tous les thèmes prévus, tout en laissant une liberté au répondant lui permettant d'évoquer les différents sujets spontanément et à son rythme et d'aborder d'autres aspects intéressants et non-identifiés préalablement. Nous avons à chaque fois essayé de trouver le bon équilibre entre laisser la liberté au répondant et relancer par une question qui oriente la conversation dans le sens cherché. Cela dépendait beaucoup du temps que nous avions devant nous pour la conduite de l'entretien.

Tous les entretiens ont été conduits sur les lieux de travail des répondants, soit dans son bureau, soit dans une salle de réunion, soit encore à la cafétéria de la société. Parmi les 14 entretiens exploités, douze ont été réalisés à Paris et deux à Bruxelles. La durée moyenne d'un rendez-vous est d'à peu près une heure (65 minutes).

2.3 Les thèmes abordés dans les entretiens

Le guide d'entretien utilisé a été construit de manière à couvrir les thèmes identifiés à travers notre revue de la littérature. Nous avons structuré le guide autour des mêmes thèmes pour tous les entretiens, mais nous avons adapté certaines questions selon le métier du répondant (analyste ISR, analyste financier, gérant, etc.) et les réponses qu'il a préalablement apportées.

Les thèmes et sous-thèmes du guide s'appuient donc essentiellement sur notre analyse de la littérature et des propositions émises à la fin du deuxième chapitre. Cependant, certains sous-thèmes ont été développés à partir des données (indiqués par des Astérix dans l'Annexe 3). Il s'agit principalement de certaines interprétations de la non-utilisation des informations sociétales que nous n'avions pas initialement prévues.

En tout, cinq thèmes sont développés dans cette étude:

- Thème 1 : le profil du répondant

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

- Thème 2 : le contenu informationnel des informations sociétales
- Thème 3 : L'utilisation des informations sociétales dans l'évaluation financière et les choix d'investissement classique
- Thème 4 : Les Sources d'informations sociétales

Pour le premier thème, nous nous sommes contentés de coder les données concernant le métier du répondant (analyste financier *sell-side* ou *buy-side*, gérant traditionnel, …) et son expérience dans le domaine. Nous n'avons pas jugé utile de détailler des codes correspondant à la formation initiale des répondants car comme le montre le tableau 32, il n'y a pas de grandes différences à ce niveau entre les individus de l'échantillon étudié. Les répondants ont des profils assez homogènes de point de vue formation dans le sens où leurs diplômes universitaires sont essentiellement en gestion et en économie. Cela nous pose un problème concernant la proposition 6 qui ne peut malheureusement pas être étayée à partir de cette étude étant donné l'homogénéité des formations des individus interrogés.

Pour amener les répondants à donner leur opinion sur le deuxième thème (l'existence d'un contenu informationnel), il était important d'être précis dans la question posée sans suggérer de réponse possible. Nous avons donc essayé d'aller progressivement dans les questions et de les adapter selon le répondant. Par exemple, lorsqu'il s'agit d'un analyste financier ou d'un gérant traditionnel, nous abordons ce thème en posant d'abord une question qui reste assez générale « Vous arrive-t-il de vous intéresser aux informations sociétales dans le cadre de votre travail ?» , selon les développements du répondant, d'autres questions pouvaient suivre pour obtenir un avis précis, par exemple : « *quel genre de précisions ce type d'information peut-il vous apporter lorsque vous cherchez à évaluer les titres d'une entreprise ?* » ou « *est-ce que les informations sociétales peuvent aider à valoriser les titres d'une entreprise ?* ». En revanche, lorsqu'il s'agit d'analystes ou de gérants ISR, sachant que leur mission consiste à analyser les informations sociétales, nous essayons d'être clairs dès le départ sur le sens de notre interrogation : « est-ce que les informations sociétales peuvent apporter des précisions utiles à l'évaluation des titres d'une entreprise d'un point de vue financier ? ». De même, selon les réponses, il est parfois utile de poser une ou deux autres questions supplémentaires pour obtenir une opinion précise, comprendre comment ces informations peuvent être interprétées et voir si leur utilisé dépend d'autres variables (contexte, dimension, source,…) : par exemple : « *est-ce que certaines informations sociétales sont plus pertinentes à prendre en compte que d'autres dans l'évaluation financière de l'entreprise?* ».

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

L'utilisation des informations sociétales est généralement ensuite abordée spontanément mais il est également nécessaire de temps en temps d'amener le répondant à affiner ses propos : « *Concrètement, comment utilisez-vous ce type d'information ? » ou « pourquoi vous n'utilisez pas ces informations?* ».

Les thèmes et sous-thèmes ont été développés de manière à faciliter l'analyse des données et de nous permettre de nous focaliser sur les parties des conversations qui sont directement liées à nos interrogations de départ. En effet, les données collectées à travers les entretiens menés sont très riches et dépassent par moments les objectifs de cette recherche. Il nous a donc fallu nous imposer une grille de lecture à travers les thèmes et sous-thèmes retenus afin de ne pas nous éloigner de nos objectifs.

Le découpage et le codage des textes suivent une approche thématique. Autrement dit, les unités d'analyse retenues ne sont pas définies selon un nombre de mots ou de phrases mais plutôt selon le sens du contenu. Certains passages ont été retenus pour plusieurs thèmes et sous-thèmes à la fois tandis que d'autres n'ont pas été mobilisés car ils ne concernent pas directement les thèmes qui nous intéressent dans cette recherche.

L'utilisation du logiciel NVivo nous a été d'une grande aide car il nous a beaucoup facilité le processus de codage, notamment en nous donnant la possibilité de nous tromper sans devoir par la suite tout reprendre dès le début et de ranger plusieurs passages sous différentes catégories sans que le résultat ne devienne illisible.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3. Les résultats de l'analyse des entretiens

Suivant le conseil de Demers (2003), nous avons essayé de ne pas laisser l'analyse à la fin de la collecte des données. En effet, il est important de prendre des notes au fur et à mesure des éléments marquants et des premières idées qui se développent. Cette étape est importante car nous a permis de nous familiariser avec notre matériel et de noter nos premières remarques qui nous ont aidé par la suite à faire le travail d'analyse.

Suite au travail de codage, nous avons souvent sollicité les notes prises après chaque entretien afin de nous assurer que les principaux messages retenus à la suite de la conversation apparaissent dans les thèmes et sous-thèmes construits.

La présentation des résultats de l'analyse suit un cheminement linéaire qui reprend les thèmes abordés. Cette linéarité ne traduit cependant pas l'ordre dans lequel l'analyse a été effectuée. Elle ne respecte pas non plus l'ordre selon lequel les sujets ont été évoqués pendant les entretiens. Nous avons choisi de présenter les résultats selon une structuration thématique afin de faciliter la lecture des apports en fonction des objectifs fixés et des propositions théoriques émises. Devant la quantité de passages codés, nous avons privilégié à chaque fois d'insérer l'illustration qui nous a paru la plus parlante et la plus représentative des opinions des différents répondants.

3.1 L'existence d'un contenu informationnel conditionné par la fiabilité de l'information et par le contexte de l'entreprise

L'analyse de ce thème s'est avérée plus difficile que prévu pour deux principales raisons. Tout d'abord, les passages renseignant ce thème sont parmi les plus éparpillés dans les discours, les répondants l'abordent parfois à plusieurs endroits en parlant d'un autre sujet. Ensuite, les propos tenus par un même répondant à différents endroits sont parfois contradictoires.

C'est par exemple le cas d'un analyste dont nous parlons plus tard (AFS10) qui nous fait clairement comprendre au début de l'entretien que les informations sociétales ne lui servent à rien dans son travail et qui, un quart d'heure plus tard, nous explique que certaines informations peuvent parfois servir. Ce cas n'est pas un cas isolé, tous les répondants font la différence entre l'intérêt des différentes informations sociétales pour diverses raisons (contexte, source,…). Cependant, certains le disent dès le départ, d'autres commencent en

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

affirmant que ce type d'information n'a aucune utilité et finissent pas nous donner des exemples sur certains cas où elle peut avoir un contenu informationnel. Nous nous rendons compte que ces contradictions résultent, notamment, de la mauvaise compréhension de ce que nous entendons par informations sociétales. Pour les répondants non familiers avec les thèmes de l'intégration des informations sociétales dans l'analyse financière, typiquement les analystes financiers *sell-side*, le terme «informations sociétales » renvoie souvent aux informations contenues dans les rapports de développement durable des entreprises.

Ainsi, à la fin du processus de codage, nous nous rendons compte, que les passages rangés sous le code (« Cont-0 » : absence de contenu informationnel) correspondent généralement aux propos tenus aux débuts des entretiens avec certains analystes financiers et que pour les mêmes répondants, d'autres passages sont rangés sous le code (« Cont-? » : l'existence d'un contenu informationnel est conditionnée par d'autres variables). De même, nous nous apercevons qu'il arrive que pour un nombre de répondants d'avoir certains propos codés (« Cont-1 » : existence d'un contenu informationnel) et portant le code (« Cont-? »). Autrement dit, l'avis qui domine consiste à dire que les informations sociétales ne sont pas systématiquement utiles ou inutiles, cela dépend des cas.

Nous en concluons que les informations sociétales ne sont pas toutes perçues et prises en compte de la même façon (comme le suggère notre proposition 4) et que le contexte et les caractéristiques de l'entreprise pèsent énormément sur l'utilisation des informations sociétales par les analystes et les gérants (comme le suggère notre proposition 5).

Nous proposons de commencer la première partie de la présentation des résultats par un paragraphe dédié (3.1.1) aux problèmes soulevés concernant la fiabilité et la disponibilité de l'information et de nous intéresser ensuite aux sources d'informations sociétales privilégiées par les investisseurs et analystes interrogés (3.1.2). Ensuite, le paragraphe (3.1.3) se focalise sur les aspects sociétaux les plus regardés par les analystes et gérants. En effet, l'analyse des entretiens nous montre que certains aspects sont plus considérés que d'autres par les analystes et gérants interrogés dans cette étude (la qualité du management et le gouvernement d'entreprise). Enfin, le dernier paragraphe illustre comment le contexte et des caractéristiques de l'entreprise et de son environnement conditionnent l'utilité et l'utilisation des informations sociétales (3.1.4).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.1.1 Le problème de la fiabilité de la comparabilité et de la disponibilité de l'information

Bien que n'ayant pas été prévu dès le début, l'explication de la non-intégration des informations sociétales par le manque de fiabilité de la source d'information (ou la non-pertinence des données qu'elle délivre) s'est révélée importante à souligner. Comme nous l'avons indiqué plus haut, certains répondants affirment au départ de l'entretien ne pas tenir compte des informations sociétales en pensant à celles diffusée par une source en particulier (entreprise, agence de notation).

Par exemple, au début d'un entretien avec un analyste financier *sell-side* (AFS10), celui-ci m'a affirmé que les informations sociétales n'ont pas de place dans le travail qu'il fait. Pour lui, ces informations ne révèlent rien d'exploitable pour l'évaluation d'une entreprise, elles relèvent du pur marketing: « *par exemple, moi quand je lis le rapport annuel d'une entreprise, toutes les parties concernant le développement durable, la consommation de papier ou les arbres plantés, je passe, je ne regarde même pas, ce n'est que de la com qui ne nous sert à rien*» (AFS10).

Un quart d'heure plus tard, en parlant des équipes d'analyse ISR *sell-side* qui ont fait leur apparition chez certains brokers, les propos du répondant laissent comprendre que certaines informations sociétales peuvent parfois être prises en compte : « *ces critères sur lesquels les analystes ISR enquêtent comme la gouvernance d'entreprise ou le climat social, personne ne les regarde dans les temps normaux, on ne s'y intéresse jamais sauf quand il y a un problème* ». En lui demandant ce qu'il veut dire par problème, il répond : « *lorsqu'il y a une OPA par exemple, là on va regarder ce qui se passe au niveau de la gouvernance d'entreprise pour voir s'il y a un problème qui peut surgir de ce côté-là. Ou lorsqu'il y a un problème avec un dirigeant ou qu'il y a une crise, comme ce qui s'est passé dernièrement avec la Société Générale, pareil, là on s'intéresse un peu plus au conseil d'administration et à sa composition car ils sont susceptibles de reprendre la main si le dirigeant se fait lourder. Dans ce genre de situation, on peut chercher des informations sur la composition du CA et sur les relations entre les personnes qui y siègent […]. Parce que vous savez, une entreprise ce n'est pas une démocratie, il y a des décideurs et il faut les identifier pour pouvoir imaginer ce qu'ils peuvent bien nous sortir. Mais ce sont des situations spéciales et ponctuelles. En tout cas pour mes clients, ce n'est clairement pas une réelle préoccupation sauf lorsqu'il y a un cas particulier* » (AFS10).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Cette citation nous montre donc que l'avis de cet analyste sur les informations sociétales, en l'occurrence, celles relatives au gouvernement d'entreprise, n'est pas si tranchée qu'il ne le montrait au début. En effet, au départ, il affirme que les informations sociétales ne sont d'aucune utilité pour un analyste financier. Cependant, en avançant dans la discussion, il suggère que le gouvernement d'entreprise est un paramètre qui peut, dans certains cas, l'aider à se forger une opinion sur l'avenir d'une entreprise. Nous comprenons donc que son affirmation au début de l'entretien ne concerne pas toutes les informations sociétales mais certaines d'entre elles, en particulier celles se trouvant dans les rapports des entreprises et qui relève de la communication autour du développement durable. Les propos qu'il tient par la suite nous confirment cette impression. Par ailleurs, la dernière phrase de la citation de cet analyste montre l'importance de la demande des clients pour l'analyste *sell-side*. En effet, comme nous le montrons tout à l'heure (3.2.2), l'intérêt à un type particulier d'informations peut être dicté par les besoins des clients.

De même que pour l'analyste AFS10, la source d'information constitue pour d'autres répondants un critère important pour évaluer sa fiabilité et par conséquent son utilité. Par exemple, deux des gérants que nous avons rencontrés (GI7 et GI8) nous ont confié que les informations que leur procurent certaines agences de notation sociétale ne sont pas toujours utiles car elles manquent de profondeur. Plus exactement les reproches concernent le manque de recul des analystes de ces agences et leur manque de connaissance des enjeux des entreprises: « *parfois on se demande pourquoi on continue à acheter leurs bases de données, je ne suis pas sur qu'ils ont tous compris comment marche une entreprise, il est important de comprendre les enjeux, les spécificités des secteurs pour faire ça et des fois on a l'impression que les données qu'ils collectent et les analyses qu'ils en font se ressemblent, elles sont toutes plates* » (GI7). Pour un autre gérant, le manque de hauteur par rapport à la communication des entreprises rend parfois le travail des agences inutile dans le sens où elles reprennent les informations que leur communiquent les entreprises sans faire d'effort supplémentaire pour les recouper, les vérifier ou les comparer avec les faits : « *des fois ça m'est même arrivé de me demander si c'était un analyste de l'agence qui a écrit la note ou si c'était le responsable développement durable de l'entreprise, où est l'intérêt d'avoir un regard externe si ça reprend les phrases des supports de communication de l'entreprise* » (GI8).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Il est cependant important de noter que pour d'autres personnes interrogées (GT9 et AIS3-1), les agences de notation sociétales peuvent délivrer des compléments d'informations intéressants.

Outre la fiabilité, d'autres répondants soulèvent également les problèmes de la disponibilité et de la comparabilité des informations sociétales. Les propos du gérant-analyste traditionnel (GT-AFB1) illustrent bien les doutes que les professionnels de l'investissement émettent à l'égard de la fiabilité des informations délivrées par les entreprises et la problématique de la difficulté de comparaison à laquelle ils peuvent se heurter : « *Le gros problème de l'ISR c'est la communication. Le problème de l'ISR c'est qu'il n'y a pas de modèle, de référentiel et de reporting extra-financier. En fait, le problème qu'on a toujours c'est qu'une entreprise A présente tel point, tel point, tel point… et quand on va voir une entreprise concurrente B, elle parle d'autres points, donc les informations ne sont pas toujours comparables et par conséquent on se demande à quel moment on se fait avoir et à quel moment c'est du marketing ? Comment interpréter ces différences de communication ? Il y a à mon avis plusieurs hypothèses, ça peut être 1) de la mauvaise fois et elles ne veulent pas communiquer, ce qui arrive dans pas mal de cas ; 2) elles ont en interne des systèmes de reporting assez différents qui font que l'information qui remonte n'est pas exactement la même* » (GT AFB1).

La disponibilité d'informations pertinentes constitue une autre barrière pour leur intégration dans les pratiques d'évaluation et de décisions d'investissements. En effet, certains répondants regrettent le manque d'information détaillée et d'explications suffisantes de la part des entreprises et de leurs dirigeants. Après avoir parlé de l'importance de certains facteurs comme les relations avec les clients et les salariés pour la création et le maintien d'un capital immatériel pour l'entreprise, le gérant-analyste (GT-AFB1) souligne la mauvaise qualité de communication des dirigeants des entreprises sur ces aspects. Selon lui, cette mauvaise communication résulte principalement de la méconnaissance et du manque de recul sur le sujet de la part des patrons : « *Dans le capital immatériel aucun dirigeant d'entreprise ne fait la différence entre les différents types de capitaux immatériels : capital client, capital IT, capital marque, etc. Donc la vraie réflexion est là. […] Si lui qui travaille dans l'entreprise, il n'a pas toutes les données ou ne sait pas les interpréter, alors nous financiers que pouvons-nous faire ?* » (GT AFB1). Cette citation soulève un point très important qui conditionne fortement l'intégration des informations sociétales par les analystes financiers et les gérants. En effet, elle indique que si la principale source d'information sur l'entreprise, c'est-à-dire son

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

dirigeant, n'est pas capable de fournir les informations sociétales nécessaires et d'expliquer en quoi celles-ci peuvent être utiles et importantes à l'analyse de la situation de leur entreprise, ces éléments pourront difficilement être perçus et repris par les évaluateurs externes de l'entreprise.

Les limites du reporting sociétal sont parmi les thèmes les plus récurrents cités par les répondants lorsqu'ils expliquent leurs difficultés à prendre en compte les facteurs sociétaux dans les processus l'évaluation des entreprises et de décision d'investissement. Ils sont évoqués spontanément par onze répondants.

Ces citations confirment que la communication sociétale de l'entreprise n'est pas considérée par un nombre d'analystes et de gérants de fonds comme une source fiable d'information sociétale. Cela montre que les entreprises n'ont pas réellement compris les besoins des investisseurs et des analystes par rapport à ce type d'informations. Le paragraphe suivant insiste sur cet aspect qui a été souligné par une majorité des répondants et montre que la communication sociétale ne devrait pas être considérée par les dirigeants des entreprises comme le lot des responsables marketing ou développement durable. La communication sur les aspects sociétaux serait effectivement plus intéressante et interpellerait davantage les analystes et gérants si les dirigeants des entreprises s'y impliquaient plus sérieusement.

3.1.2 Les sources d'information privilégiées

D'après les entretiens menés, le meilleur moyen d'obtenir des informations sociétales utiles et exploitables est la discussion avec les dirigeants. Les passages ci-dessous soulignent l'importance pour les dirigeants d'entreprise et les responsables de communication financière de ne pas négliger les aspects sociétaux lorsqu'ils s'adressent aux analystes et investisseurs : « *Moi, c'est plutôt à travers les discussions que j'ai les informations dont j'ai besoin. Ce type de problématiques (RSE et DD) me rappelle les préoccupations pour les systèmes d'information (SI) qu'il y avait à un moment. Oui c'est un peu comme les SI pour moi, à une époque, il y a plusieurs boîtes qui n'ont pas voulu mettre les moyens qu'il faut pour avoir un bon SI. Quand on posait les questions aux dirigeants on avait toujours l'impression qu'ils essayaient de repousser, toujours en train d'attendre le dernier moment pour s'occuper du SI, et après ils étaient en retard par rapport aux autres. Mais on l'avait senti déjà à travers leurs réponses évasives quand on leur posait des questions pendant les réunions. Et là, c'est pareil, si j'ai une société devant moi pour laquelle je sais que les émissions carbone c'est important,*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

je pose des questions pour me faire mon idée sur le sérieux qu'ils accordent au sujet, est-ce qu'ils savant répondre de manière précise, est-ce qu'ils ont réfléchi à la question… tout ça se sent à travers les discussions. Donc c'est vraiment en discutant que j'ai les meilleures informations, je n'ai pas besoin de savoir que l'entreprise est numéro un par rapport à ces questions ou ce qu'elle a exactement fait et planifié mais si j'ai deux ou trois informations intéressantes à l'occasion d'une réunion, ou un roadshow ça me suffit pour me faire une opinion » (AFS10).

Ces propos montrent que d'un côté, les analystes financiers s'intéressent beaucoup aux aspects sociétaux, et d'un autre qu'ils cherchent à s'informer dessus directement auprès des dirigeants. La façon de répondre aux interrogations peut donner une idée à l'analyste sur le niveau de la réflexion sur le sujet dans l'entreprise et peut lui indiquer si l'entreprise se met dans une position confortable ou risquée.

La conversation avec cet analyste nous donne aussi une idée sur les questions qui peuvent être posées et nous montre que les informations sociétales peuvent être abordées lors de rendez-vous consacré à la communication financière de l'entreprise comme les *roadshows*. En effet, lorsque je demande si ces aspects peuvent être évoqués lors des *roadshows*, l'analyste me confirme que oui et me donne quelques exemples de questions abordées : « *ah oui bien sûr ça peut, ça parle de tout dans les roadshows, on peut demander aux dirigeants comment ils se situent par rapport aux concurrents, ce qu'ils pensent changer dans leurs usines dans les années à venir, on essaie aussi de savoir s'ils ont des procès, s'ils ont des mis des provisions, etc.* » (AFS10).

Le recours aux visites d'entreprise est également une solution envisageable pour certains analystes afin d'avoir les informations nécessaires à l'appréciation d'une situation particulière. C'est ce que montre la citation suivante d'un autre analyste financier *sell-side* AFS4 : « *Je me souviens d'un cas récent d'une entreprise dans le bâtiment qui n'allait pas super bien depuis quelques mois déjà : une communication financière déplorable, un marché tendu, des carnets de commande pas trop remplis… et au même moment, on a su par un fournisseur de cette entreprise que ça se passait mal avec les salariés, et on avait tout de suite pris les choses au sérieux car ce n'était pas le moment d'avoir des conflits ou des grèves, nous sommes donc allés les voir sur place, nous sommes allés sur un des principaux sites pour voir et entendre par nous-mêmes… bon après nous avons eu des réponses, nous avons compris que c'était en train de s'arranger, je pense que le fournisseur qui nous a parlé du*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

problème a peut être un peu exagéré. Mais voilà comment ça se passe, quand on a un doute et que ça nous parait important on se rend sur place et on pose des questions » (AFS4). Nous comprenons donc que les sources d'information sociétales peuvent provenir de plusieurs endroits, et notamment les parties prenantes qui font partie du réseau de connaissances des analystes, comme dans ce cas le fournisseur de l'entreprise. Par ailleurs, encore une fois, c'est dans un contexte difficile que l'analyste se préoccupe particulièrement des aspects sociétaux. Dans ce cas, il n'hésite pas à consacrer du temps à visiter l'entreprise pour constater par lui-même la gravité de la situation. En outre, cet analyste insiste sur l'importance de la communication dans les cas de crise : « *Ça nous inquiète de ne pas avoir de réponses, dans le cas de cette entreprise, nous avons pu obtenir des réponses qui nous ont rassuré, s'ils avaient refusé de nous recevoir, nous aurions pu nous inquiéter plus et décider d'être plus prudent par rapport à nos objectifs pour l'entreprise à moyen terme. Et c'est encore plus important de communiquer dans un contexte où le marché est sensible comme c'est le cas actuellement, les investisseurs ont besoin d'une communication financière de très haut niveau, on a besoin qu'on nous réponde à nos questions et de les anticiper, le marché est tellement nerveux* » (AFS4).

Les deux gérants ISR rencontrés nous ont également confié que les discussions avec les dirigeants représentaient pour eux le meilleur moyen pour obtenir les renseignements dont il ont besoin sur les dimensions sociétales : « *Souvent le moyen le plus intéressant de s'informer sur la politique de l'entreprise et la vision du dirigeant concernant l'environnement, la gestion des ressources humaines, le gouvernement d'entreprise ou autre est d'en discuter directement avec lui au cours d'une discussion informelle ou éventuellement aussi des réunions de gestion* » (GI8). De même, le gérant GI7 souligne sa préférence pour les informations qu'il peut avoir de manière directe. Par ailleurs, ses propos montrent son exaspération des réponses limitées apportées par les dirigeants au sujet des informations sociétales : « *Moi si je le pouvais, je ne poserai que des questions aux dirigeants et à leur entourage, c'est la meilleure façon de s'informer correctement et de sentir la stratégie de l'entreprise sur le plan social ou environnemental. C'est vrai que je suis souvent frustré car les réponses ne sont pas toujours complètes et parfois même on sent que la personne évite de répondre vraiment, elle essaie de se raccrocher rapidement à un autre sujet* » (GI7). Cette citation montre un paradoxe assez intéressant au niveau de la communication des entreprises sur les aspects sociétaux. En effet, d'un côté, elles dépensent énormément de ressources pour

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

concevoir leurs rapports développement durable, et d'un autre côté, lorsque ses dirigeants ont la possibilité de communiquer directement et de convaincre, ils se défilent.

Les analyses proposées par les équipes de recherche extra-financière travaillant chez des brokers sont également citées par certains gestionnaires de fonds rencontrés (GT-AFB1, GI7 et GI8). « *Par exemple, nous à Paris*[59]*, on travaille beaucoup avec les brokers qui ont développé des antennes ISR, par exemple chez Cheuvreux, chez Société Générale, chez ODDO et chez CIC qui vont d'ailleurs bientôt arrêter l'analyse ISR probablement […]. On travaille beaucoup avec ces brokers, d'ailleurs, je ne sais pas si vous l'avez vu mais la semaine dernière, ont été révélé les sept brokers qui font partie du classement de l'EAI et sur les 7 meilleurs brokers mondiaux, il y avait 3 français, ces 3 là [Cheuvreux, SG et ODDO], et donc là il va y avoir aussi les résultats de Thomson Extel qui font des sondages financiers* ». La seconde partie de cette citation montre le rôle joué par les classements publiés par l'EAI (Enhanced Analytics Initiative) et par Thomson Reuters Extel dans la promotion du développement de l'analyse extra-financière chez les brokers. Ces classements permettent en quelque sorte de légitimer cette activité au sein des sociétés de bourse et offre aux équipes d'analyse extra-financières existantes une publicité auprès de la communauté financière.

Par ailleurs, même si elles sont décriées par quelques répondants, les agences de notation sociétales comptent pour certains gérants et analystes (AIS5, AIS3-1, GT-AFB1, GT9, GI8,) parmi les sources d'information utilisées. Il est d'ailleurs intéressant de constater que le gérant GI8 qui adresse des critiques virulentes aux agences de notation, déclare en même temps utiliser leur recherche pour compléter de la recherche extra-financière faite en interne par les analystes *buy-side* de son équipe.

Certains autres répondants se disent également intéressés par les informations fournies par les ONG lorsqu'ils cherchent à obtenir des renseignements plus objectifs que ceux délivrés par les entreprises. Les ONG comme source d'information ne sont cependant pas largement citées. En effet, trois répondants seulement évoquent cette source de manière spontanée. Néanmoins, lorsque nous l'évoquons vers la fin des entretiens, la plupart d'entre confirment que les ONG peuvent apporter des éléments intéressants à étudier. Les ONG ne sont cependant pas considérées comme totalement objectives ou impartiales du fait des positions qu'elles défendent et des idéaux qu'elles souhaitent diffuser. Ainsi, un des répondants confie

[59] La Société de gestion dans la quelle travaille ce répondant a une autre filiale située dans un autre pays européen.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

qu'il s'y réfère de temps en temps mais non sans recul : « *Nous dans notre travail chez [société 1], on travaille beaucoup avec la communication des ONG […]. Nous les (les informations fournies par les ONG) prenons malgré tout avec des pincettes parce que s'il est vrai que les ONG sont moins sujettes à l'impartialité, elles ne sont pas totalement impartiales. Certaines pour le nucléaire par exemple regardent toujours par les trous de la serrure. Il y a donc des idées comme ça sur lesquelles il faut faire gaffe quoi mais on ne peut pas ignorer les ONG, elles sont quand même sur le terrain et elles sont quand même intéressantes, en général objectives, mais des fois il y en a qui ont des arguments peu cohérents et très politiques. Néanmoins elles soulèvent des questions importantes et on ne peut pas se permettre de les ignorer* » (GT-AFB1).

Ainsi, les analystes et gérants ne se contentent pas forcément des seules informations délivrées par l'entreprise. Bien au contraire, certains disent les éviter ou ne pas pouvoir compter dessus à cause de leur manque de fiabilité. En effet, nous constatons que globalement, la majorité des répondants (onze sur quatorze)[60] se plaint de la qualité de la communication des dirigeants des entreprises à propos des dimensions sociétales. Il est également souvent souligné qu'ils n'obtiennent pas toujours de réponses satisfaisantes à leurs questions sur ces sujets et que beaucoup de dirigeants restent très évasifs lorsqu'ils essaient d'y répondre.

Cette attitude peut visiblement être mal interprétée par les analystes qui y voient un manque d'intérêt de la part des dirigeants à des questions potentiellement importantes. Or, comme le montre le paragraphe suivant, certains analystes font le lien entre la capacité à gérer les dimensions sociétales et la qualité de management.

3.1.3 L'importance accordée à la qualité du management et au gouvernement d'entreprise

En analysant les discours recueillis, nous nous apercevons que certains indicateurs de la responsabilité sociétale sont plus considérés que d'autres par les analystes et gérants rencontrés. Principalement, il s'agit de la qualité de gestion de l'entreprise et le gouvernement d'entreprise.

---

[60] Le thème de la communication limitée par les dirigeants des entreprises sur les dimensions sociétales n'a pas été abordé dans les discours de l'analyste ISR *buy-side* AIB6, de l'analyste financier *buy-side* AFB11 et de l'analyste ISR *sell-side* AIS3-1.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Un des aspects qui revient souvent dans les discours des répondants concerne le lien qu'ils font entre une gestion « socialement responsable » et la qualité de la gestion gobale de l'entreprise

Par exemple, la citation de l'analyste AFS10 montre que le degré d'avance d'une entreprise sur la performance environnementale lui donne des indications sur la manière dont elle est gérée : « *Avec l'expérience, il y a un truc auquel j'accorde de plus en plus d'importance, on a parfois des entreprises qui sont comparables sur un certain nombre de points dont certaines sont en retard d'un train et d'autres qui sont plutôt en avance d'un train sur des problématiques comme l'écologie et l'environnement. Et souvent, ça reflète quand même la qualité de gestion de l'entreprise et ses capacités à mettre en place des pratiques innovantes. C'est-à-dire que moi, je le prends le raisonnement plutôt à rebours, c'est-à-dire que pour moi une société qui est totalement à la ramasse sur des questions comme l'environnement, ça veut dire que ses dirigeants ne veulent pas faire les investissements nécessaires et qu'ils sont en train de la mettre en retard par rapport aux autres sociétés, et ça ils le paieront certainement un jour et cher en plus. Comment ? C'est difficile de faire des pronostics, mais il y a plusieurs raisons qui peuvent faire que ça tourne mal pour eux. En tout cas, ce qui est sûr pour une société comme ça, c'est que ses dirigeants attendent vraiment le dernier moment pour réagir et de débloquer les fonds nécessaires. Ce genre de choses nous permettent alors de voir comment le dirigeant gère sa boîte, ça montre qu'il n'a pas compris que ça fait partie de ses missions de prévoir ce genre de choses et d'y consacrer le temps nécessaire* » (AFS10). Nous pouvons ainsi comprendre que selon cet analyste, un bon dirigeant doit être capable d'avoir la sensibilité nécessaire pour comprendre ce qui constitue un enjeu pour son entreprise. Cette idée renvoie à l'hypothèse de « bonne gestion » défendue par les défenseurs de l'approche partenariale qui suggère que la gestion responsable est tout simplement un principe de bonne gestion dans le sens où elle illustre la sensibilité et l'écoute du dirigeant aux demandes sociales émanant des parties prenantes de l'entreprise.

La suite de la citation précédente est également intéressante car elle aborde le thème de la dispersion des missions des managers et le temps qu'ils passent à gérer des problématiques qui semblent secondaires, comme l'environnement, mais qui peuvent être selon l'analyste très importantes. Contrairement aux tenants de l'approche actionnariale minimaliste présentée dans l'analyse de la littérature, l'analyste suggère que le temps consacré à ces problématiques n'est pas perdu. Par ailleurs, il fait le parallèle avec la communication financière pour donner

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

un exemple d'activité qui peut paraître inutile et consommatrice de temps alors qu'elle a une grande importance pour la valorisation de l'entreprise : « *C'est sûr que ça peut être galère pour certains dirigeants de s'occuper d'un tas de choses en même temps, mais vous commencez à ne pas le faire et les ennuis commencent. Il y a des choses pour lesquelles il faut prendre le temps de les faire. Vous savez, c'est un peu comme la communication financière, c'est parfois un mal nécessaire, les dirigeants quand ils prennent le temps de parler avec les investisseurs, de voyager pour les rencontrer, prendre des analystes au téléphone, etc., ils ne bossent pas sur autre chose pendant ce temps là. Certains peuvent penser que ça les met en retard car les affaire n'avancent pas entre temps mais ils ont tort, s'ils ne nous parlent pas, nous ne les comprenons pas et ça risque de mal se passer pour eux par la suite car on ne sait pas bien les valoriser. Donc certains l'ont compris et le font et ça fait partie de leurs missions* » (AFS10).

Deux principaux éléments sont soulignés à travers la citation ci-dessus. Tout d'abord, la performance sociétale peut renvoyer un signal clair sur la qualité du management, elle permet, notamment de mesurer le degré de leur proactivité et de leur sensibilité à des enjeux majeurs. Ensuite, la communication des dirigeants envers les analystes reste la clé d'une bonne valorisation de l'entreprise. Il est en effet tout fait logique que s'ils ne sont pas guidés par les dirigeants pour percevoir et comprendre l'intérêt de certains facteurs, ils ne peuvent pas les valoriser. Cette idée fait écho au problème souligné précédemment (paragraphe 3.1.2) concernant le manque de disponibilité d'informations sociétales.

Le second aspect qui revient également souvent dans les discours est le gouvernement d'entreprise. C'est d'ailleurs le premier critère extra-financier cité par les analystes et gérants traditionnels interrogés. Selon notre analyse, cette dimension les intéresse pour deux principales raisons. Tout d'abord, la connaissance des caractéristiques du gouvernement d'entreprise donne une idée aux analystes sur la qualité du management et une meilleure connaissance des vrais décideurs au sein de l'entreprise. Ensuite, il leur permet de pouvoir construire des pronostics et des scénarios sur le déroulement des événements futurs lorsque l'entreprise est dans un contexte particulier comme une crise ou un OPA. Les propos de l'analyste financier AFS5 illustrent assez bien cet intérêt : « *Il y a des sujets comme la corporate governance qui nous intéresse forcément car ça nous permet de voir si on peut avoir confiance dans le management ou si certaines décisions risquent de passer ou pas […]. On peut par exemple regarder si le Board satisfait telle ou telle règle comme par exemple la*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

manière dont il est constitué, la manière avec laquelle il tourne etc. car ça peut avoir un impact sur la probabilité et sur les spéculations de rachat d'une société : est ce que le Board est facilement amovible, est ce qu'il bouge souvent, est ce que ce sont des nuls, est ce qu'ils sont respectés par les actionnaires, est ce qu'ils font n'importe quoi… ? Ce genre de choses peut alimenter un scénario et des spéculations… Après si le Bord est bien tenu, qu'il très sérieux, qu'il a un track record et qu'il est familial… on peut s'imaginer que les spéculations sur un éventuel rachat n'ont pas lieu d'être » (AFS5).

L'intérêt porté au gouvernement d'entreprise dans des contextes spécifiques tels que les crises ou les OPA se lisent aussi à travers les propos cités précédemment de l'analyste financier AFS10 (paragraphe 3.1.1). De même que son collègue AFS5, l'analyste AFS10 indique que les informations sur le gouvernement d'entreprise sont très utiles lors d'événements particuliers pour construire des scénarios sur les décisions futures (probabilité de limogeage d'un dirigeant, son remplacement, etc.).

Selon un autre analyste (AIS2), il y a d'autres facteurs qui rendent le gouvernement d'entreprise plus fortement mobilisé que d'autres dimensions sociétales : « *Aujourd'hui, on va dire que le domaine le plus avancé c'est celui de la gouvernance pour plusieurs raisons : la première c'est qu'on a plus facilement accès à l'information pertinente. Ensuite parce qu'on est cœur du lien entre les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration. Donc les marchés financiers se l'approprient assez vite. Et en plus, c'est un critère qui est pertinent sur tous les secteurs. Et enfin il y a tout l'historique d'Enron, Parmalt etc. D'ailleurs, j'aurai tendance à dire que la révélation de ces scandales, c'est ce qui a le plus irrigué le phénomène* » (AIS2). Pour résumer ces propos, le gouvernement d'entreprise intéresse plus les analystes et les investisseurs car : 1) ils peuvent accéder à des informations standardisées et pertinentes ; 2) c'est une dimension qui s'inscrit dans une approche actionnariale de l'entreprise ; 3) elle est pertinente quelque soit le secteur d'activité (ce qui n'est pas le cas des autres dimensions comme nous allons le voir plus loin) ; 4) c'est une dimension qui a bénéficié d'un grand coup de projecteur suite aux affaires de dissimulation financière du début des années 2000.

Comme le montre le paragraphe suivant, malgré l'intérêt qu'elles peuvent avoir, d'autres dimensions sociétales comme la qualité de la gestion environnementale ou des ressources humaines sont considérées de manière moins systématique car leur pertinence dépend beaucoup plus du contexte de l'entreprise (secteur, business plan, etc.).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.1.4 L'importance du contexte et des caractéristiques de l'entreprise

L'analyse des discours recueillis nous permet de constater que la plupart des informations sociétales ne sont pas considérées systématiquement comme pertinentes ou utiles. Plus précisément, les informations sur la gestion des ressources humaines, sur la qualité des relations avec les clients ou sur les efforts mis en œuvre en termes de gestion environnementale ne sont pas toujours considérées comme primordiales. Leur intérêt dépend notamment du secteur de l'entreprise, de ses choix stratégiques ou encore des circonstances spécifiques qu'elle traverse (crise, changement de dirigeant, fusion). Autrement dit, l'utilité de ce type d'information est jugée au cas par cas.

Les propos des répondants AFS5, GT9, GT-AFB1 illustrent particulièrement bien l'importance des caractéristiques et du contexte de l'entreprise dans la prise en compte des informations sociétales.

En répondant à la question « *quelles sont les informations sociétales que vous trouvez importantes pour analyser la situation d'une entreprise d'un point de vue financier ?* », l'analyste-gérant GT-AFB1 donne quelques exemples de dimensions qui sont selon lui plus pertinentes à regarder pour des secteurs en particulier et conclut à la fin qu'il n'existe pas de critères dans l'absolu à prendre en compte : « *Il faut à mon avis s'y intéresser par secteur, chaque secteur a ses propres enjeux, c'est à dire si on considère les pétroliers ou alors les grandes entreprises minières, là je vais effectivement beaucoup m'intéresser à l'environnement et aux droits de l'homme. L'environnement parce que c'est évident et les droits de l'homme parce que ce sont des secteurs de plus en plus à risque de ce point de vue là. Mais si je regarde une entreprise de software, ce ne sont pas ces critères qui vont m'intéresser le plus, je vais regarder plutôt les RH car dans ce secteur, les entreprises misent tout sur la matière grise de leur personnel, je regarderai aussi éventuellement la corporate governance pour voir si ces entreprises sont bien gérées ou s'il n'y a pas de loups car ces boîtes là sont sujettes à beaucoup de risque en terme de corporate governance, il y a eu dans le passé beaucoup de problèmes de ce genre dans ces boîtes là. Donc je n'ai pas de critères dans l'absolu à regarder* ».

L'importance de la gestion des ressources humaines pour les entreprises du secteur technologique est également confirmée par le gérant traditionnel GT9. Cependant, selon lui, en plus du secteur il faut également prendre en compte le business plan de l'entreprise et les choix qu'elle a fait en termes de gestion interne des ressources humaines (RH). Il s'appuie sur

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

une expérience qu'il a eu lorsqu'il a commencé à s'intéresser aux notations extra financières de deux agences de notation sociétale pour voir si ces données pouvaient lui être d'une certaine utilité dans l'analyse financière des entreprises[61]. Etonné de voir que deux entreprises (Atos Origin et Publicis) étaient mal notées sur la dimension RH, il creuse le sujet et découvre que les notes des agences étaient justifiées pour les deux entreprises. Cependant, l'information ne pouvait pas être intégrée de la même façon dans les deux cas. En effet, pour la première entreprise (Atos), la mauvaise gestion des RH pouvait entraîner des risques importants car elle concernait des employés clés pour l'entreprise (les ingénieurs) : « *Ils (les gérants d'Atos Origin) ne gèrent que de la matière grise, donc si jamais les gars n'ont pas les meilleures pratiques en terme de gestion des RH, ils prennent un risque, c'était donc assez surprenant. […]. Alors il s'est avéré par la suite qu'ils avaient effectivement un problème, leur cours en bourse a d'ailleurs baissé, je ne suis pas sûr que c'était dû seulement aux problèmes de RH mais en partie certainement. D'ailleurs, après coup, ils ont changé pas mal leur staff, leur gestion des RH etc.* » (GT9)

Alors que pour la seconde entreprise (Publicis), la mauvaise gestion des RH constatée n'était pas spécialement inquiétante car elle ne concernait qu'une partie du personnel qui était considéré comme non-stratégique par l'analyste : « *Par rapport à Publicis ça m'a permis de comprendre quelque chose : c'est que les gens ne sont pas tous traités de la même façon en interne. Chez eux, la relation avec le client passe à travers une poignée d'individus seulement. L'accès aux clients se fait à travers quelques individus qui ont des relations privilégiées avec certaines personnes clés et avec des contractants potentiels. Et du coup on s'occupe plutôt bien de ces personnes là car elles ont une grande importance pour la société et tous les autres on s'en occupe beaucoup moins bien. La mauvaise note de Publicis en RH s'explique de cette manière pour moi et le fait de le comprendre, ça m'a permis de mieux comprendre leur business model* » (GT9).

Cet exemple permet de montrer qu'un même « système d'information » (la qualité de gestion des RH) peut envoyer à un analyste des signaux différents selon les caractéristiques de l'entreprise (ici, son business plan). Il illustre ainsi la possibilité analysée par Beavers (1981) d'avoir des perceptions et des utilisations différenciée d'un « système d'information » par les

[61] La société de gestion dans laquelle travaille ce gérant avait signé à cette époque les PRI (Principles for Responsible Investment) ce qui a suscité une campagne de sensibilisation à la prise en compte des critères extra-financiers parmi les analystes et gérants. C'était dans ce contexte que le gestionnaire GT9, a décidé de se pencher sur les notations délivrées par les agences de notation sociétale.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

investisseurs » et étaye les propositions P4 et P5 avancées à la in de la seconde partie de cette thèse.

Outre le secteur et le business model de l'entreprise, l'autre paramètre qui peut amener un analyste financier à considérer certaines informations sociétales sont les circonstances par lesquelles passe l'entreprise. Cet aspect avait déjà été souligné plus haut par rapport aux indicateurs du gouvernement d'entreprise qui sont davantage regardés lorsque l'entreprise passe par un contexte de crise ou de rumeurs d'OPA. De même que le gouvernement d'entreprise, d'autres dimensions sociétales attirent plus l'attention des analystes lors d'événements spécifiques. Par exemple, la citation suivante de l'analyste financier AFS5 montre que le climat social peut être une variable importante dans le cas d'une fusion-absorption mais que le même sujet n'a pas forcément d'intérêt à d'autres moments : « *il y a eu un cas de fusion absorption suivi d'une restructuration, qui se poursuit d'ailleurs encore en ce moment, où il y avait un risque syndical assez important au niveau de la cible au moment de l'acquisition. Il se trouve qu'aujourd'hui le management a réussi à gérer cette situation qui aurait pu être dramatique pour la boîte, mais je peux vous dire que pendant deux ou trois semaines j'ai suivi ça de prêt alors que dans d'autres circonstances je n'y aurais pas consacré beaucoup d'intérêt…* » (AFS5).

L'annonce de changement de réglementation peut également amener les analystes à s'intéresser à des informations auxquelles ils prêtaient moins d'attention auparavant. Deux exemples nous ont été donnés concernant les effets de changement de réglementation sur la prise en compte de facteurs environnementaux par les analystes. Le premier concerne l'annonce de l'ouverture du marché européen des quotas d'émission de dioxyde de carbone (CO2). Selon l'analyste AIS3-2, « *lorsque la Commission Européenne a décidé qu'elle passait en 2013 d'un système d'allocation gratuite des quotas de CO2 à un système de mise aux enchères des quotas au moins pour un secteur, le secteur des utilities, en une semaine ça été pris en compte par le marché, ça a changé la valorisation du secteur des utilities* » (AIS3-2). Il explique que lorsqu'il évoquait le sujet des émissions carbone auparavant avec ses collègues analystes financiers travaillant dans la même société de bourse que lui, il ne rencontrait pas beaucoup d'enthousiasme de leur part. Plus exactement, ils lui répondaient que c'était un sujet qui était certainement important mais qu'ils ne voyaient pas d'intérêt urgent à travailler dessus. Lorsque l'annonce de changement de règle par la Commission Européenne est tombée, ils ont rapidement cherché à obtenir des informations sur le sujet à valoriser les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

effets potentiels sur les cash-flows des entreprises qu'ils couvrent. « *C'était vers octobre 2005 de mémoire. […]. A cette époque, le prix d'une tonne de carbone coûtait autour de 20 euro, la nouvelle contrainte se traduisait alors entre la période de 2013 à 2020 par une matérialité financière d'environ 250 milliards d'euros pour le secteur d'utilities. Lorsqu'on a porté à la connaissance du marché qu'il y a une très forte probabilité pour que le secteur doive supporter une charge financière d'à peu près 250 milliards d'euros entre 2013 et 2020, le marché a rapidement pris en compte le montant des cash-flows futurs en moins en tenant compte du taux d'actualisation pour ce secteur. Par exemple, nos analystes utilities l'avaient rapidement intégré pour les valeurs concernées comme quelques valeurs allemandes qui étaient fortement exposées* » (AIS3-2).

Le second exemple concerne l'adoption du règlement européen sur les normes d'émission automobile. De même que son collègue AIS3-2, l'analyste AIS3-1 souligne le changement d'attitude des analystes financiers concernant les politiques des constructeurs automobile en termes de réduction des émissions de CO2 des voitures dès que les premières rumeurs sur l'adoption du règlement européen ont commencé à circuler. « *En fait, nous l'avons faite (l'étude sur les constructeurs automobiles européens) avec les analystes financiers spécialistes de l'automobile. Ce qui est intéressant dans cette étude c'est que quand nous (l'équipe des analystes ISR) sommes allés les voir six mois avant, ils ont dit « oui, on veut bien écrire quelque chose dessus, ça peut être marrant mais bon, on ne sait pas très bien, a priori il n'y aura pas d'impact sur les chiffres, et puis c'est trop long terme… ». Et puis ensuite ça a traîné, ils n'étaient pas très motivés. […] Nous (l'équipe des analystes ISR), on avait déjà commencé à travailler dessus car clairement on savait que l'industrie automobile était responsable de 25% des émissions à effet de serre et qu'il fallait bien que ça éclate à un moment. […] Et puis finalement la Commission Européenne avait commencé à remuer le sujet et à parler de réglementation et là les analystes financiers sont revenus vers nous et nous ont dit « quand même ! Finalement ça va avoir un impact » et c'est là qu'on a commencé à travailler avec eux sur le sujet* » (AIS3-1).

Ces exemples montrent que les analystes financiers classiques peuvent changer leur perception sur certaines dimensions sociétales à partir du moment où il y a des évidences qui montrent l'impact que ces facteurs peuvent avoir sur les cash-flows futurs ou le risque des entreprises. Autrement dit, à partir du moment où ils perçoivent une matérialité (l'importance de la matérialité des informations sociétales sera analysée plus loin (paragraphe 3.2.4)). Les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

exemples cités soulignent également l'importance de l'horizon temporel des impacts des informations. Lorsqu'il est très long ou qu'il y a une incertitude concernant sa définition, les analystes financiers ne cherchent pas à analyser ou à intégrer les informations en question. Cet aspect est analysé plus bas (3.2.4).

Les éléments d'analyse présentés dans les paragraphes précédents nous permettent de constater que la prise en compte des informations sociétales est fortement conditionnée par un certain nombre de facteurs comme la fiabilité de la source d'information et sa disponibilité (3.1.1 et 3.1.2), la présence d'un événement particulier (OPA ou crise) ou l'existence d'un climat de méfiance causé par des crises récentes (les scandales d'Enron ou de Parmalat) (3.1.3) ou encore les caractéristiques de l'entreprise et de son environnement (secteur, business plan, circonstances particulières, règlementation).

Ces constats nous permettent ainsi d'étayer les propositions P4 et P5 selon lesquelles la perception et l'utilisation des informations sociétales dépendent des signaux envoyés à l'investisseur et du contexte dans lequel évolue l'entreprise.

3.2 Une utilisation des informations sociétales conditionnée par le temps, la matérialité des informations et la demande des clients

L'utilisation des informations sociétales est très difficile à cerner à travers les discours. En effet, les répondants n'ont pas forcément toujours conscience de la manière dont ils utilisent les informations et des raisons qui les amènent à le faire. Leur prise en compte se fait plutôt de manière intuitive. Nous avons tout de même essayé de faire ressortir les principaux éléments caractérisant l'utilisation des informations sociétales.

Nous proposons alors de souligner, tout d'abord, les éléments recueillis nous permettant d'étayer notre proposition P7, il s'agit de l'influence du coût de la recherche et l'analyse des informations sociétales (3.2.1). A travers le paragraphe suivant, nous nous intéressons à l'influence de la demande des clients sur le travail des analystes et gérants (3.2.2). Ensuite, nous présentons un des problèmes majeurs empêchant les analystes d'intégrer plusieurs informations sociétales dans l'évaluation des titres, à savoir la longueur de l'horizon des impacts potentiels de la performance sociétale sur la valeur des titres (3.2.3). Le paragraphe suivant souligne un autre facteur freinant l'intégration de certaines informations sociétales: leur manque matérialité (3.2.4). Enfin, le dernier paragraphe montre la tendance constatée à

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

prendre en compte les informations sociétales vers la fin du processus de valorisation et à les utiliser plutôt pour estimer le risque de l'entreprise (3.2.5).

3.2.1 Le manque de temps à consacrer aux informations sociétales

Le manque de temps constitue un des principaux arguments qui est revenu plusieurs fois dans les propos des analystes financiers et gérants traditionnels pour expliquer la difficulté de prendre en compte les informations sociétales. Débordés par la quantité d'informations à gérer, ils sont obligés de faire un tri selon un ordre de priorité qui est souvent défini par la demande des clients. L'affirmation de l'analyste financier *sell-side* AFS5 illustre la difficulté pour les analystes de gérer la grande masse d'information provenant du marché: « *Notre difficulté c'est de gérer le flux d'information, on est débordé par l'information, je dois passer un temps monstrueux ne serait ce qu'à supprimer des e-mails qui ne servent à rien ou qui ne sont pas dans ma liste des priorités et comme je n'arrive déjà pas à gérer toutes mes priorités, je n'ai pas le temps de lire tout ce qui se fait à côté, ce qui est dommage certainement* » (AFS5).

La suite de cette citation est très intéressante également car elle montre une perception de l'efficience du marché et de l'intégration des informations dans les prix très proche de celle de l'approche élargie de l'efficience développée dans la seconde partie de cette thèse. En effet, l'analyste AFS5 pense que toutes les informations se retrouvent en fin de compte intégrées dans le prix des titres sans pour autant être prises en compte dans leur totalité par tous les acteurs sur le marché. Selon lui, chaque intervenant sur le marché incorpore une partie de l'information et c'est l'action de tous les participants qui amène une intégration complète des informations « *Je dois peut être passer à côté de beaucoup de choses mais il faut que je puisse garder l'essentiel car le marché intègre certes toutes les informations mais parce qu'il y a énormément d'acteurs et que chacun capte une partie de l'information mais chaque acteur n'est pas capable d'intégrer l'ensemble des informations* » (AFS5).

Cette citation souligne également la capacité limitée d'un analyste à appréhender toute l'information disponible. Ainsi, bien que convaincu qu'il peut passer à côté de renseignements importants, il ne peut pas les prendre en compte car ils ne font pas partie de ceux considérés comme « essentiels ». En effet, les informations sociétales ne viennent donc pas toujours en tête des informations sur lesquelles se concentrent les analystes financiers et gérants traditionnels. Comme nous le montrons plus bas, l'ordre de priorité accordé aux

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

informations par les analystes s'avère fortement lié à la demande de leurs clients, c'est dire les investisseurs institutionnels et les gérants de fonds.

En outre, comme le relève l'analyste AFS5, les domaines sociétaux demandent une implication particulière et un temps d'analyse considérable : « *on n'a pas le temps de traiter beaucoup d'informations, on est toujours à la course à l'information, à la course aux idées et il y a des sujets qu'on ne peut pas spécialement développer. Moi on ne peut pas me demander de travailler 3 jours sur 'quelle est la pollution générée par le secteur des boissons ?'. Parce que moi à ce moment là, il va falloir que je me spécialise dans le sujet environnemental, il va falloir que je me fasse une idée de toutes les législations et réglementations, les différentes choses qui se font sur un niveau européen ou mondial car lorsqu'on étudie une société mondiale on doit se faire une idée sur ce qui se fait dans tous les pays, je pense que c'est un savoir-faire et une connaissance qui est facilement applicable à toutes les sociétés et du coup comme on traverse toutes les sociétés, on peut faire ça plus rapidement, c'est un savoir-faire qui peut trouver des synergies pour plusieurs sociétés alors que si chaque analyste passait une semaine à se former sur l'environnement, qu'est ce que c'est, la législation, les risques et le suivi de tout ça dans le temps… on ne serait plus capable d'être précis sur un sujet particulier* » (AFS5).

Cette citation montre combien les informations sociétales peuvent être prenantes et par conséquent couteuse en termes de recherche et d'analyse. Cet avis est partagé par les trois analystes financiers *sell-side* interrogés. Selon eux, pour pouvoir obtenir quelque chose d'intéressant de ces informations, il est important de prendre son temps, de lire et de se documenter sur certains aspects particuliers. Or, ils ont des dizaines d'autres sujets à étudier. Ces développements nous permettent d'étayer notre proposition 7 selon laquelle les signaux liés au système d'informations sociétales ne sont pas utilisés par les investisseurs lorsque le coût lié à leur perception est élevé. En effet, le plus grand poste de coût dans l'analyse des informations correspond au temps passé par l'analyste et selon nos répondants, le temps est pour eux une ressource rare qui détermine les choix des sujets traités.

Outre, la quantité d'informations à traiter et le temps nécessaire pour exploiter et interpréter les informations sociétales, le manque de temps empêche les analystes financiers de s'intéresser à certaines informations. Ce manque de temps est lié en grande partie à aux changements progressifs de leurs missions qui sont devenues de plus en plus tournées vers le côté commercial plutôt que vers la recherche. C'est ce que révèle par exemple la citation

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

suivante de l'analyste AFS4[62] : « *Avant, plus de 90% de notre temps on le passait à chercher des documents, à visiter les entreprises etc, c'est tombé dans les années 90 à 70% et maintenant 20% seulement du temps de l'analyste est consacré à la recherche le reste du temps il le passe dans les voyages et à vendre les études aux clients. En plus, si on travaille à 70% de son temps sur de la recherche et qu'on suit une 5-10 valeurs d'entreprises, on peut encore le faire correctement mais quand on en suit 20 ou 30 valeurs, ce n'est plus possible car il faut constamment fouiner […]. L'été 2006, il y a une firme chinoise dont l'essentiel des ouvriers sont des enfants qui fabriquent pour MacDonald tous les petits jeux que les enfants obtiennent lorsqu'ils vont chercher leurs petits paniers. Je ne sais plus combien ils sont payés mais on ne les nourrit et ne les paie que s'ils font des cadences. Il y a eu une grève, c'est l'armée qui est entrée dans l'usine, et ça combien d'analystes l'ont vu, cette information et pourtant elle a été diffusée dans le monde entier !* ».

Ainsi, le manque de temps peut amener les analystes à ignorer certaines informations ou à ne pas les percevoir. Ce constat soutient la position de Beaver (1981) à propos de l'importance de faire la différence entre « information disponible » et « information utilisée ». En effet nous avons là un exemple montrant qu'il est possible d'avoir une information disponible et publique qui n'est pas utilisée malgré son utilité potentielle.

3.2.2 L'importance de la demande des clients

A travers ces entretiens, nous avons pu saisir à quel point l'analyse et l'utilisation des informations par les analystes financiers est liée à la demande de leurs client, c'est-à-dire : les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion. Cet argument est présent dans le discours de tous les analystes financiers classiques de notre échantillon. Tous, à un moment ou un autre de l'entretien m'expliquent que tant que leurs clients ne leur posent pas de questions sur un domaine, ils ne sont pas incités à se renseigner dessus. C'est par exemple le cas des informations sociétales.

L'analyste AFS5 reconnaît que les dimensions sociétales suscitent un peu plus d'intérêt que par le passé mais qui n'est pas encore assez important pour justifier qu'il passe du temps dessus : « *Le développement durable est un thème qui est très à la mode en ce moment, il y a de plus en plus de gens qui s'y intéressent même les gens qui n'y croient pas trop commencent à lire des articles dans la presse donc forcément ils s'y intéressent de près ou de loin et peut*

[62] Cet analyste a plus de 15 ans d'expérience dans le métier d'analyste financier.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

être pour avoir une vue d'ensemble ils pourraient être tentés d'appeler « AIS5[63] *» pour faire un point sur les différentes activités, les différents secteurs… après est ce que ces mêmes clients souhaitent avoir un suivi ou souhaitent qu'on les appelle systématiquement dès qu'il y a une nouvelle idée ? Personnellement, je ne pense pas. […]. En tout cas moi, je n'ai pas encore eu de questions particulières d'un client sur le développement durable, si peut être une ou deux fois, mais dans ce cas je les renvoie vers « AIS5 ». Quand il y aura beaucoup de clients qui posent ce genre de questions, je serai peut être obligé de m'y intéresser un peu plus* » (AFS5).

Nous pouvons voir à travers cette citation que même chez les brokers qui ont des équipes d'analystes ISR et qui affichent un intérêt pour l'intégration des informations sociétales, il y a toujours une distance entre l'analyse extra-financière et l'analyse financière. En effet, la plupart du temps, les deux analyses se côtoient mais ne se mélangent toujours pas.

Contrairement à l'analyste AF5, d'autres répondants (AIS2, AIS5, AIS3-1, AIB6 et AIB8) ont un avis contraire concernant l'intérêt des investisseurs institutionnels aux informations sociétales. Selon eux, il commence à y avoir suffisamment de clients sur le marché qui souhaitent intégrer des facteurs extra-financiers pour que l'offre d'analyse sociétale se développe. On croirait que ces analystes n'opèrent pas sur le même marché que l'analyste AFS5 mais ce qui les différencie c'est que l'un est analyste ISR et l'autre est analyste financier. Ils ne perçoivent donc pas la réalité de la même manière. Cependant, tous les analystes s'accordent pour dire que les thématiques auxquelles ils s'intéressent dépendent de la demande des clients. Comme l'exprime l'analyste AIS2, ce sont les clients qui décident, tant qu'ils paient, leur demandes sont réalisées : « *Aujourd'hui, on arrive à travailler avec la majorité des analystes[les analyste financiers classiques]parce que c'est le principe de la réalité, ils se sont rendus compte que ça a une valeur, que les clients votent, que les clients paient*[64]*. On est dans un métier où on demande du concret : si les clients paient, s'il y a une demande, tout le monde est content. Vous savez nous si on se rendait compte qu'on serait payé par les clients à remplir un verre d'eau avec une grenouille dedans et qu'ils nous paient très cher pour faire ça, on ferait ça ! Et si on trouvait un indicateur comme quoi quand la*

[63] L'analyste financier AFS5 fait référence à son collègue analyste ISR (AIS5) qui travaille avec lui chez le même broker

[64] L'analyste fait référence aux membres de l'EAI qui votent pour les meilleures recherches extra-financières, le classement ensuite détermine les brokers qui auront au moins 5% des commissions de courtage des membres d'EAI.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

grenouille saute le matin c'est parce que les marchés vont monter et qu'on avait raison on serait milliardaires ! Donc voilà, le principe de la réalité sur les marchés financiers : ou ça marche ou ça ne marche pas. Et aujourd'hui à travers la recherche qu'on a pu produire depuis deux ans on est bien reconnus par les vendeurs en interne, par les analystes, par les clients et c'est ce qui fait que de plus en plus d'analystes acceptent finalement de travailler avec nous pour faire avancer le Chmilblik » (AIS2). Les propos de cet analyste laissent entendre qu'il ferait n'importe quoi à partir du moment où les clients le paient pour le faire. La citation dénote aussi des relations assez complexes entre les analystes ISR *sell-side* et leurs collègues analystes financiers. Elle reflète une certaine réalité selon laquelle les analystes ISR tentent de légitimer leur présence à côté des autres analystes et de montrer leur utilité. Cependant, ici les propos sont assez ambigus dans le sens où le répondant hésite entre légitimer son utilité par la qualité de son travail ou par la demande des clients qui sont prêts à payer pour acheter ce qu'il produit.

Il est important de souligner que la demande pour les informations sociétales a effectivement évolué si on la compare aux débuts des années 2000. Il s'agit cependant principalement d'un type particulier de clients comme les investisseurs institutionnels du réseau EAI (Enhanced Analytics Initiative) ou d'un certain nombre de fonds de pension comme l'ERAFP ou le FRR en France. Ces derniers ont décidé d'allouer une partie de leurs encours gérés à une gestion qui intègre les dimensions sociétales. Selon plusieurs répondants, l'apparition de ce type d'initiatives a fortement encouragé le développement de l'analyse extra-financière dans les sociétés de gestion et les sociétés de bourse françaises. D'après le gérant-analyste (GT-AFB1), les appels d'offres de l'ERAFP et du FRR constituent la principale impulsion au développement de l'analyse extra-financière « *En l'occurrence le marché français a été drivé par ça (les appels d'offres de l'ERAFP et du FRR) […] le marché français a toujours été un peu à la traîne par rapport au marché Suisse par exemple, il a commencé à bien se réveiller en 2004-2005 avec les offres du fonds de retraite du FRR et de l'ERAFP* » (GT-AFB1).

L'impulsion donnée par les membres de l'EAI et par les appels d'offres du FRR et l'ERAFP à l'analyse extra-financière est confirmée par plusieurs autres répondants comme les gérants GI7, GI8 et GT9 et les analystes AIS2, AIS5, AIB6 et AIB8.

Cependant, pour les uns, la demande des clients justifie leur manque d'intérêt pour les dimensions sociétales, et pour les autres, elle justifie le fondement de leur métier consistant à analyser ces dimensions.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.2.3 La longueur de la valorisation des dimensions sociétales

La plupart des analystes interrogés s'accordent pour dire que les effets potentiels de la performance sociétale sur la performance financière ne peuvent se voir que sur le moyen et long terme. L'horizon de valorisation de l'impact des dimensions sociétales va, selon les répondants, de 3 à plus de 20 ans. La longueur de cet horizon n'encourage pas les investisseurs à intégrer les informations sociétales dans la valorisation financière des titres.

D'après le gérant-analyste GT-AFB1, cette orientation vers le court terme ne caractérise pas uniquement les investisseurs. Pour lui, elle est également enracinée dans la culture des dirigeants qui souhaitent voir les valeurs boursières des entreprises qu'ils gèrent monter rapidement pour en profiter tant qu'ils sont encore à leurs postes. « *Les managers ont surtout une vision court terme car ils veulent atteindre leurs objectifs et maximiser les cours pendant qu'ils sont là et alors que la RSE s'inscrit dans une approche plus long terme qui visent des objectifs à long terme et des best practices qui peuvent prendre 10-20-30ans avant de donner totalement leurs fruits* » (GT-AFB1). Selon cet analyste-gérant, cette tendance à vouloir faire grimper la valeur à court terme, amène les managers à ne pas associer les aspects sociétaux à leur stratégie et à ne pas communiquer efficacement sur les politiques sociétales menées.

L'approche court terme dans la valorisation des entreprise est le premier aspect abordé par l'analyste AIS3-1 lorsque nous avons commencé l'entretien : « *Il faut savoir que notre travail n'intéresse pas tout le monde parce que nos analyses sont pertinentes seulement pour les investisseurs qui ont une vision long terme, je ne vais pas dire qu'il n'y en a pas beaucoup mais je dirai qu'il n'y en a pas assez* » (AIS3-1). Il est intéressant de constater que son collègue (AIS3-2), qui travaille chez le même broker et que j'ai rencontré quelques mois plus tard, m'a également parlé de la longueur de l'horizon de valorisation des dimensions sociétales dès le début de la conversation. En revanche, avec la plupart des autres répondants, ce sujet n'est évoqué que plus tard. Il est ainsi probable que chez ce broker, l'équipe d'analyse extra-financière est identifié comme faisant de la recherche pour les investisseurs ayant des horizons moyen et long terme.

L'analyste ISR AIS5 semble exaspéré par la situation délicate dans laquelle il se trouve car d'un côté, on lui demande de faire de la recherche extra-financière et d'un autre côté, on lui demande des analyses portant sur le court terme : « *On nous demande d'intervenir alors qu'on n'intervient bien que sur des hypothèses de long terme dont finalement tout le monde s'en fout d'une part et a peur d'autre part. Donc quand je travaille sur le bêta, c'est super*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

intéressant sauf que le bêta intervient dans le WACC et que le WACC ne va avoir véritablement un effet que sur le moyen long terme. Et les hedge fund vous croyez qu'ils s'intéressent au WACC ? Pas du tout. Aux taux de croissance long terme ? Pas du tout, ils sont hyper sensibles aux variations du prix à court terme, c'est tout. Or les hedge fund pour un broker c'est 60% du cash sur une année » (AIS5). Contrairement à son collègue AIS2, travaillant chez un autre broker, AIS5 ne semble pas convaincu de l'importance de son rôle au sein de la société de bourse. Son discours laisse entendre qu'il considère que sa valeur ajoutée est quasi-nulle pour les clients les plus importants de sa société (*les hedge funds*).

Il est cependant intéressant de noter que les analystes financiers *sell-side* n'ont pas évoqué le thème de la longueur de l'horizon de valorisation spontanément. Cependant, lorsque nous avons essayé d'avoir leur opinion, ils étaient de même d'accord sur le fait que les effets des dimensions sociétales ne se matérialisent souvent qu'à moyen et long terme. Néanmoins, deux d'entre eux n'avaient pas d'avis totalement tranché par rapport à la vision à court terme de la majorité des investisseurs. En effet, selon AFS4 et AFS10, plusieurs investisseurs institutionnels comme les fonds de pension ont des horizons d'investissement à long terme. Néanmoins, ils reconnaissent que les questions relatives aux perspectives à moyen et long terme ne comptent pas parmi les plus fréquemment posées par les investisseurs en général.

3.2.4 Le manque de matérialité des informations sociétales

Le manque de matérialité est souvent le terme employé par les répondants pour désigner la difficulté de traduire certaines informations en chiffres pour les incorporer dans les modèles de valorisation des titres habituellement utilisés.

La citation suivante de l'analyste AFS10 montre sa difficulté à expliquer comment il utilise concrètement les informations sociétales qu'il perçoit comme utiles, en l'occurrence la qualité du management : « *Encore une fois, financièrement ça ne sert pas proprement dit à calculer la valeur fondamentale de la boîte, c'est un peu plus subtil, mais c'est un élément qui sert surtout à connaître la qualité de management de la boîte, un élément qualitatif qui peut indiquer si le management est proactif, s'ils savent faire les dépenses nécessaires. Etre trop radin ça peut conduire à des ennuis, il faut savoir se mettre au goût du jour en matière de développement durable, s'il ne le fait pas aujourd'hui, il sera obligé de le faire deux ans plus tard et il risques de te mettre en retard. Ça peut renseigner sur un risque éventuel, on ne peut pas toujours l'identifier et le quantifier, mais on sait que ça peut arriver. Donc comment je*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

fais dans ce cas ? Je deviens plus vigilent par rapport à l'entreprise, j'essaie de ne pas perdre ce risque de vue quand je fais une évaluation à moyen terme » (AFS10).

Cette citation montre que les informations sociétales n'ont pas toujours une place identifiée dans le processus d'évaluation. L'interprétation qu'en fait l'analyste peut lui donner un sentiment en particulier, par exemple concernant le risque potentiel de l'arrivée d'un problème, mais elle est difficilement traduisible en chiffres pour évaluer la « valeur fondamentale » de l'entreprise.

En les interrogeant sur la manière avec laquelle ils intègrent les informations sociétales, j'ai parfois l'impression que j'amène certains répondants à s'interroger eux-mêmes et à tenter de trouver une réponse rationnelle pour expliquer la manière avec laquelle ils les utilisent. C'est par exemple le cas de l'analyste AFS5 qui semble à travers ses propos réfléchir à voix haute : « *Il faut savoir qu'on les prend toujours de manière indirecte (les dimensions environnementales et de corporate governance) ne serait ce que dans la formulation du WACC à travers le bêta entre autres, mais également à travers la confiance qu'on peut avoir dans le management et dans les objectifs fixés par la société : quand un directeur financier a quelques années dans la société et qu'il est connu comme conservateur dans ses messages, le marché financier va forcément s'ajuster par rapport à ça tout comme les analystes financiers qui vont se dire par exemple « cette année il a dit qu'il y aurait une augmentation de 5% du CA, or à chaque fois qu'il a dit 5 il a fait 10, donc a priori on va dire qu'il va faire 8 »… je schématise un peu mais c'est pour vous montrer comment on prend en compte la confiance qu'on a dans le management* » (AFS5).

D'autres répondants disent clairement : « *Les dimensions sociétales c'est intéressant, ça a du sens, mais le problème c'est de traduire leur effets en chiffres, là je ne sais pas toujours le faire. Dans certains cas, la matérialité est plus évidente, par exemple, pour des problématiques comme le gaz carbonique et les émissions, il est possible d'imaginer qu'elles peuvent avoir un impact sur la valorisation à partir du moment où il y a des pénalités car l'effet sur le cash-flow devient évident. Mais pour d'autres cas, c'est difficile de savoir quel sera l'impact sur le cash-flow* » (GT-AFB1). Cette citation, nous montre l'importance accordée par les analystes et gérants aux chiffres, une information qualitative pose problème car on ne sait pas évaluer avec exactitude son impact financier. Elle nous permet également de comprendre que certaines informations peuvent plus facilement être intégrées car leurs effets

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

sur les rentabilités futures est chiffrable. L'argument de la matérialité peut par conséquent peser sur le type d'information pouvant être utilisée.

Par ailleurs, la difficulté de traduire les informations financière en chiffres amène les analystes et les gérants à les intégrer plutôt à la fin de leurs processus de valorisation (3.2.5).

3.2.5 Une intégration davantage orientée vers le risque et intervenant en fin de processus de valorisation

Comme le montre le paragraphe précédent (3.2.4), la manière avec laquelle les analystes intègrent les informations sociétales n'est pas évidente à expliciter. Elle se fait plutôt de manière intuitive et dépend beaucoup de la matérialité de l'information.

Néanmoins, nous pouvons observer à travers l'analyse des entretiens qu'il y a deux principales caractéristiques qui semblent être partagées dans le processus d'intégration des informations sociétales.

La première est la tendance à utiliser ces informations plus dans le but de prévoir les risques pouvant toucher les entreprises que pour identifier les opportunités qu'elles peuvent avoir. En effet, les termes « risque », « menace » où « coût » reviennent régulièrement dans les discours des personnes interrogées lorsqu'elles parlent des impacts potentiels des facteurs extra-financiers. En revanche, nous ne recensons que très peu de termes positifs tels que « opportunité » ou « avantage ». Plus exactement, trois répondants uniquement utilisent des expressions positives quand ils nous parlent des aspects positifs liés aux dimensions sociétales. Le premier est l'analyste AIS3-1 lorsqu'il nous parle des avantages que peuvent avoir les constructeurs automobiles qui ont de l'avance sur les autres sur la conception de moteurs moins gourmands en énergie. Le second est le gérant GI8 qui fait le lien entre la mise en place d'un bon système de gouvernance et l'amélioration de la réputation de l'entreprise sur le marché. Enfin le troisième répondant est le gérant-analyste GT-AFB1 qui parle de la possibilité d'une influence positive d'une politique socialement responsable sur le chiffre d'affaires ou sur la fidélisation des employés avant de s'attarder finalement sur les risques que ce type de gestion peut faire éviter : « *J'ai de bons indices qui me font penser que si l'entreprise met en place des politiques de RSE, ça lui donne l'opportunité de vraiment maximiser son CA. Il y a pas mal d'autres exemples types comme le fait de garder les meilleurs talents parce qu'on gère bien les RH. La RSE peut aussi faire baisser le risque de l'entreprise. Elle peut par exemple faire éviter pas mal de procès en ce qui concerne*

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

l'environnement ou les RH ». Ainsi, même s'il commence par une approche positive, le discours de l'analyste se focalise ensuite sur une approche orientée vers le risque lorsqu'il aborde l'impact des dimensions sociétales : « *Notre démarche pour apprécier l'ISR finalement est sa capacité à diminuer l'exposition aux entreprises risquées. […] Nous pensons qu'une gestion responsable doit permettre à moyen terme de réduire les risques pour l'entreprise* » (GT-AFB1).

La perception des dimensions sociétales comme un indicateur des risques potentiels de l'entreprise se lit également à travers les passages suivants extraits du discours de l'analyste AFS5 : « *En fait le but de l'extra- financier est de sensibiliser à quelque chose qui peut arriver, qui peut impacter les coûts d'une entreprise […].On peut lorsqu'on sent quelque chose par rapport à certaines dimensions l'intégrer par exemple dans un premier temps dans un facteur bêta, dans une prime de risque, et dans un second temps, une fois que c'est connu et qu'on peut chiffrer l'impact en termes de cash-flows, on peut réduire ses primes de risque qu'on avait augmenté pour réduire le risque puisqu'on le connaît et on le chiffre concrètement dans les cash-flows* ». (AFS5).

L'utilisation des dimensions sociétales pour détecter des problèmes potentiels qui peuvent toucher l'entreprise est également évoquée dans plusieurs propos cités précédemment comme ceux par exemple des analystes AFS10 et AIS3-2 et du gérant GT9.

En outre, l'analyse des discours nous révèle que dans la plupart des cas, l'intégration des informations sociétales se fait plutôt en bout de chaîne, c'est dire à la fin du processus de valorisation financière classique. Ainsi dans la plupart des cas, l'analyse des dimensions sociétales vient compléter le jugement qu'a un analyste d'une entreprise. C'est le cas par exemple du gérant traditionnel GT9 qui regarde de temps en temps les notations et les études fournies par les agences de notation pour voir s'il y a une dimension qui peut contredire ou confirmer son analyse financière. Selon l'analyste-gérant GT-AFB1, cette façon de procéder est la plus répandue chez les analystes et gérants qui essaient de prendre en compte les informations sociétales.

Dans le même esprit, le gérant GI8 nous explique que les informations sociétales peuvent être utilisées pour vérifier si elles confirment ou pas les indicateurs de performance financières de l'entreprise. Selon lui, dans une situation d'expansion et de croissance, une entreprise doit logiquement mettre en place en ensemble d'actions concernant les RH ou le gouvernement d'entreprise que l'on peut identifier à travers des critères extra-financiers. « *C'est à dire que*

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

pour une entreprise qui vous dit « je crée de la valeur, je fais de la croissance et j'ai une stratégie de développement, normalement vous devez pouvoir le vérifier dans le compte de résultat mais si vous ne le voyez pas aussi dans un certain nombre d'éléments extra-financiers, c'est qu'il y a un problème. Normalement vous devez le voir dans l'orientation des embauches, dans les évolutions des salaires, dans les orientations de formation, dans le gouvernement d'entreprise, il y a plein d'indicateurs comme ça qui peuvent permettre de vérifier » GI8. Cette manière d'utiliser les informations extra- financières est en ligne avec l'hypothèse selon laquelle le niveau de performance financière de l'entreprise conditionne son niveau de performance sociétale (hypothèse présentée dans le deuxième chapitre de cette thèse (page 237-238)).

L'analyse des dimensions sociétales peut aussi déboucher à attribuer à l'entreprise étudiée « *un bonus ou un malus* » (GT9) qui vient compléter l'analyse faite sur des critères classiques. « *C'est parfois difficile de valoriser certains critères financièrement. Le plus souvent ce qu'on fait lorsqu'on voit que l'entreprise fait des choses innovantes ou qu'elle a une bonne réputation par rapport à sa façon de gérer les RH ou ses relations avec ses clients c'est qu'on attribue un bonus. On la conseillera plus par exemple. Si au contraire on voit qu'elle est à la traîne par rapport à certains domaines, elle aura un malus. Ou ce qu'on fait lorsqu'il y a un problème potentiel, c'est qu'on décide de sortir de la boîte par exemple* » (GT9).

D'après les analystes AIS2 et AIS5, cette pratique d'attribuer des bonus ou des malus est la plus courante dans le travail des analystes des équipes d'analyse tes ISR travaillant dans des sociétés de bourse. De même, trois des gérants de fonds rencontrés affirment que l'intégration des conclusions de l'analyse extra-financière intervient la plupart du temps à la suite du processus d'analyse financière qui leur permet de définir l'univers de titres dans lequel ils font leur choix d'investissement. L'intégration des conclusions de l'analyse financière en première étape permet d'assurer un choix portefeuille répondant aux objectifs de rentabilité financière requis. Cette façon de procéder dans les décisions de choix d'investissement caractérise aussi bien les gérants ISR que les gérants traditionnels. Ainsi, selon le gérant ISR GI8 « *Le schéma d'investissement de tous les fonds ISR c'est ça, c'est à dire pour ne pas travailler pour rien, on va regarder les sociétés qui ont de bonnes chances de tenir la route su un horizon 5 ans sur le plan financier, ensuite nous définissons l'univers socialement responsable avec une partie interne et une partie externe puisqu'on utilise aussi les recherches des agences spécialisées et de certains brokers* » (GI8). De même, l'analyste-gérant GT-AFB1 indique utiliser les

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

critères extra-financiers en complément à l'analyse financière : « *Nous on essaie de l'intégrer [l'information sociétale], on a tous les mois une fiche valeur avec un côté financier et un côté ISR… mais on mentirait si on disait qu'aujourd'hui on sait calculer l'impact d'une politique RSE sur la valeur, honnêtement on mentirait parce qu'on n'en sait rien, alors on peut essayer d'approximer, on peut essayer de donner des idées mais nous dans le doute on s'abstient. On préfère dire : voilà d'un point de financier ce que ça vaut, voilà notre objectif, voilà ce qu'on en pense et à côté de ça on dit tiens ce critère ça devrait être un bonus pour ça, à moyen et long terme cette entreprise pourrait faire mieux que ce qu'on peut imaginer aujourd'hui* » (GT-AFB1).

Cette dernière citation illustre clairement la difficulté de l'intégration des informations sociétales par les analystes et gérants traditionnels et leur utilisation tardive dans les processus d'évaluation et de décision d'investissement. Elle montre aussi l'utilisation de l'analyse extra-financière et de l'analyse financière de manière juxtaposée plutôt qu'intégrée.

A travers cette seconde partie de l'analyse des entretiens (3.2), nous pouvons constater que l'utilisation des informations sociétales dépend de plusieurs facteurs : le temps que demande leur analyse, l'horizon de leur valorisation, la possibilité de les traduire en chiffres et l'intérêt des clients pour les dimensions sociétales. Ces facteurs se rajoutent à ceux identifiés dans la première partie de l'analyse (3.1) pour confirmer que la perception et l'utilisation des informations sociétales ne sont pas systématiques.

Cette analyse nous permet également d'identifier quelques barrières limitant la perception et l'utilisation des informations sociétales par les analystes et les gérants. Il s'agit principalement du manque de disponibilité et de matérialité de l'information et des pratiques d'évaluation et de décisions d'investissement privilégiant le court terme. Ces constats confirment les résultats de la recherche menée par Guyatt (2006) sur les obstacles comportementaux qui bloquent le développement de pratiques d'investissement socialement responsable. Cette recherche identifie également l'orientation court terme dans les horizons d'évaluation et d'investissement comme un obstacle majeur à l'intégration des critères sociétaux par les gérants de fonds et les analystes. Selon Guyatt (2006), les pratiques d'investissement sont fortement conditionnées par les conventions internes et externes qui

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

dominent sur le marché. Ainsi, un changement potentiel des pratiques dominantes nécessite une évolution des conventions sur le marché.

Globalement, l'étude qualitative menée dans cette thèse nous permet d'étayer les propositions P4 et P5 et P7.émises à la fin de la première partie de cette thèse. Le manque de diversité des personnes interrogées de point de vue formation ne nous a malheureusement pas permis d'étayer même partiellement la proposition P6 selon laquelle l'hétérogénéité des perceptions est liée à leurs connaissances acquises durant leurs études. Par ailleurs, nous nous rendons compte qu'il est difficile de saisir l'hétérogénéité des croyances à travers les entretiens. En effet, même si on peut s'apercevoir, à travers les entretiens, que les répondants n'accordent pas la même importance aux mêmes informations ou qu'ils ne paraissent pas les utiliser de la même façon, les données recueillies ne sont pas tout à fait comparables. Afin de pouvoir analyser l'hétérogénéité des perceptions, il serait plus pertinent de poser des questions plus directives à tous les individus en leur spécifiant un contexte donné et une information en particulier. Ce qui est difficile à faire dans le cadre d'une étude qualitative semi-directive. Les méthodes expérimentales peuvent être plus intéressantes pour révéler les différences d'interprétation des investisseurs des événements et des informations.

Néanmoins, à la question « est-ce que l'intégration des informations sociétales est un mythe ou une réalité ? », cette étude suggère que l'on se rapproche plus de la réalité que du mythe. En effet, tous les répondants affirment à un moment ou un autre que certaines informations sont regardées et utilisées. Il est cependant certain que cette intégration est loin d'être systématique et que dans la plupart des cas elle se fait à la fin du processus de valorisation. En effet, d'après cette étude, les informations sociétales sont dans la plupart des cas utilisées pour confirmer ou compléter un jugement ou pour aider à construire un scénario de possibilités potentielles.

Enfin, nous constatons que les informations sociétales sont plutôt utilisées pour estimer les risques potentiels que pour analyser les opportunités qu'elles peuvent procurer. Ce constat peut expliquer en partie les résultats de l'étude d'événement menée sur les annonces d'entrée et de sortie de l'indice sociétal ASPI Eurozone. En effet, ayant une approche orientée plus vers le risque que vers les opportunités, le marché valorise davantage les informations négatives (sortie de l'indice) que les informations positives (entrée dans l'indice).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Synthèse du quatrième chapitre

L'application d'une méthode d'exploration qualitative basée sur des entretiens se révèle être d'un grand intérêt dans cette recherche. En effet, elle nous permet de recueillir des données nous permettant d'apporter des réponses à nos interrogations restées en suspens à la suite des études d'événement. En particulier, les discours des personnes interrogées montrent que l'utilité des informations sociétales est conditionnée par plusieurs variables, et en particulier le contexte de l'entreprise. Ils nous permettent aussi de nous apercevoir que les dirigeants des entreprises n'accordent pas toujours l'intérêt nécessaire aux dimensions sociétales dans leur communication vers les analystes et les gérants de fonds. Il est donc probable qu'une meilleure communication sur ces sujets peut amener les investisseurs à prendre davantage en compte les informations sociétales dans leur valorisation des titres.

Les entretiens nous révèlent aussi que l'utilisation de ces informations est souvent compromise par leur manque de matérialité, c'est-à-dire la difficulté de les traduire en chiffres. C'est également sur cet aspect que la communication des entreprises devrait se diriger un peu plus afin d'aider les investisseurs d'évaluer les impacts potentiels des efforts fournis pour répondre aux diverses demandes de leurs parties prenantes.

La demande des clients semble aussi être un facteur prépondérant dans la détermination des informations pertinentes à collecter et à analyser. Dans ce sens, nous pouvons donc penser que les initiatives encourageant la prise en compte des dimensions sociétales dans l'évaluation financière peuvent participer considérablement à une meilleure intégration future des informations sociétales par les investisseurs.

En outre, un des facteurs ressortant de l'analyse des discours recueillis comme un frein à la prise en compte des informations sociétales est le manque de temps. Les analystes financiers et les gérants de fonds sont souvent débordés d'activités autres que la recherche et l'analyse (les *roadshow* par exemple) et sont assez souvent invités à couvrir un grand nombre d'entreprises. Par conséquent, ils sont obligés de faire des choix dans les informations à considérer et le temps à passer sur l'analyse de certaines dimensions.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Conclusion générale

Partant de questionnements entourant l'émergence de l'intérêt par plusieurs investisseurs institutionnels, sociétés de gestion et sociétés de bourse pour les dimensions sociétales, cette recherche avait pour objectif d'élucider les fondements de l'intégration des informations sociétales dans l'évaluation financière des titres de l'entreprise. Les développements présentés dans les chapitres de cette thèse nous ont permis d'apporter des pistes de réponse aux questions soulevées dans notre problématique. Bien que ce travail apporte des réponses, il soulève également de nouvelles questions et met à jour des limites ouvrant vers un possible prolongement de cette recherche. Pour conclure cette thèse, nous rappelons tout d'abord les objectifs de cette recherche et ses principaux développements, ensuite nous présentons ses principaux résultats et apports avant de préciser ses limites et de souligner les perspectives que nous avons identifiées à l'issue de ce travail.

Rappel des objectifs et des développements de cette recherche

A travers cette recherche, nous nous interrogeons sur les fondements de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation financière des titres des entreprises. Plus particulièrement, nous questionnons l'utilité de ces informations dans le processus d'évaluation financière, leurs impacts sur les cours boursiers et leur utilisation par les investisseurs pour estimer la valeur des titres.

Ces trois questionnements se justifient par le cadre théorique dans lequel se situe cette recherche, à savoir l'approche élargie de l'efficience des marchés financiers (EMH) représentée notamment par Beaver (1981) et Rubinstein (1975). Contrairement aux tenants de l'approche traditionnelle de l'efficience, ces derniers considèrent qu'une information peut être utile sans pour autant être intégrée dans les anticipations des investisseurs et par conséquent sans impacter les prix des titres. En abandonnant les conditions d'efficience du marché, initialement définies par Fama (1965, 1970), les tenants de l'approche élargie de l'EMH, et en particulier Beaver (1981) et Rubinstein (1975), considèrent que les investisseurs n'ont pas

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

toujours accès aux mêmes informations et qu'ils peuvent avoir des interprétations hétérogènes des événements qu'ils perçoivent.

Cette conception de l'efficience, plus réaliste de part la manière dont elle considère les investisseurs et le marché, nous amène à explorer séparément, l'utilité des informations sociétales, leurs impacts et leur utilisation.

Afin de comprendre les origines du récent intérêt affiché pour les dimensions sociétales sur le marché financier, nous commençons ce travail de recherche par une analyse des soubassements de ce phénomène émergent. Autrement dit, nous examinons les principaux facteurs qui amènent les investisseurs à s'intéresser à la performance sociétale de l'entreprise (PSE). Nous consacrons alors une section à l'examen du champ de la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) et des concepts qui y sont développés. Cela nous permet, d'un côté, de comprendre que dès le début du XXe siècle, la RSE est mobilisée par certains dirigeants d'entreprises à des fins utilitaristes, et d'un autre côté, de définir le concept de PSE en nous appuyant notamment sur le travail de Wood (1991a). Ce concept renvoie à l'ensemble des efforts (programmes, actions, politiques, etc.) volontaires et tangibles fournis par l'entreprise dans le but de répondre aux attentes de ses parties prenantes.

La section suivante s'intéresse aux principaux leviers ayant contribué à susciter l'intérêt des investisseurs pour les informations sociétales (l'investissement socialement responsable (ISR) ; l'arrivée des agences de notation sociétale, etc.). Nous distinguons alors deux principales pratiques de l'ISR : la première dite « ISR éthique » consiste à intégrer les dimensions sociétales dans les choix d'investissement dans le principal but de respecter des principes moraux et éthiques (maximisation de « l'éthique » sous contrainte de performance économique) ; la seconde dite « ISR de performance » correspond à la recherche de la maximisation de la rentabilité des titres à travers la prise en compte des critères sociétaux dans les décisions d'investissement (maximisation de la performance financière sous contrainte « éthique »)[65]. Suite à la diffusion de cette seconde pratique entre la moitié des années 1990 et le début des années 2000, plusieurs investisseurs traditionnels se sont emparés de l'idée sous-jacente à l'« ISR de performance » selon laquelle les dimensions sociétales constituent des indicateurs dont la prise en compte améliore la qualité de l'évaluation des titres. Cette position défendue par un nombre croissant d'investisseurs institutionnels a pour

[65] Les appellations « ISR éthique » et « ISR de performance » sont issues de de Brito et al. (2005).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

principaux fondements leur croyance en la capacité des critères sociétaux à prédire les performances financière des titres.

Dans le deuxième chapitre, nous proposons alors d'explorer des fondements plus solides à l'utilité et l'utilisation des informations sociétales dans la valorisation des titres et de comprendre en quoi la PSE peut impacter la performance financière de l'entreprise. Dans un premier temps, nous nous intéressons aux apports de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (EMH) sous sa conception traditionnelle (Fama, 1965a, b, 1970, 1991 ; Jensen, 1978) et élargie (Beaver, 1981 ; Grossman & Stiglitz, 1980 ; Rubinsterin, 1975). En s'affranchissant des conditions d'efficience définies par Fama (1965a, b, 1970), les tenants de l'approche élargie conçoivent l'efficience des marchés dans un cadre d'hétérogénéité des anticipations des investisseurs et d'asymétrie d'information. Elle offre donc une nouvelle conception de l'efficience plus réaliste et moins rigide.

A travers la section suivante, nous examinons les travaux qui s'intéressent aux impacts de la prise en compte des demandes de plusieurs partenaires de l'entreprise sur sa performance financière. Après avoir précisé les visions dans lesquelles s'inscrivent ces travaux, c'est-à-dire les visions actionnariale et partenariale instrumentale, nous nous intéressons aux différentes explications fournies pour expliquer le lien entre la PSE et la performance financière de l'entreprise (PFE). Nous en distinguons deux groupes : le premier groupe d'arguments défend une influence négative de la PSE sur la PFE et le second défend la position contraire. Les arguments du premier groupe s'appuient essentiellement sur les coûts engendrés par une gestion « socialement responsable » pour expliquer l'impact négatif de la PSE sur la PFE. Ces coûts se composent principalement des dépenses engagées par l'entreprise pour mettre en place des projets sociétaux, des coûts d'agence qui augmentent suite à la dispersion des objectifs des managers et la difficulté de les contrôler et des coûts liés à la perte de performance de ces deniers due à la poursuite de plusieurs objectifs simultanément. En revanche, bien qu'admettant la possibilité de voir les dépenses de l'entreprise augmenter en essayant d'améliorer sa PSE, les arguments du second groupe suggèrent que les bénéfices procurés par une gestion « socialement responsable » peuvent permettre de couvrir largement ces charges supplémentaires. Cela contribue alors à améliorer sa performance financière.

Dans la troisième section, nous essayons de croiser les apports des travaux des deux sections précédentes afin de disposer d'une assise théorique nous permettant de formuler un ensemble de propositions concernant l'utilité des informations sociétales, leurs impacts potentiels et leur

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

utilisation par les investisseurs. Les propositions émises se situent dans l'approche élargie de l'efficience et s'appuient en particulier sur le du travail de Beaver (1981). Principalement, nous considérons que :

- les informations sociétales sont utiles à partir du moment où elles conduisent au moins un investisseur à acheter ou vendre des titres (P1) ;
- l'absence de réaction boursière ne signifie pas toujours que ces informations ne sont pas utilisées par les investisseurs (P2) ;
- la présence de réaction boursière ne signifie pas que ces informations sont utilisées par tous les investisseurs mais par au moins une majorité d'entre eux (P3) ;
- Différents signaux peuvent être perçus à travers les informations sociétales selon les individus et le contexte[66] de l'entreprise (P4) ;
- L'utilisation de ces signaux dépend de la perception des investisseurs (P5) ;
- La perception et l'utilisation de ces signaux dépend de la formation des investisseurs (P6) ;
- Ces signaux ne sont pas utilisés lorsque le coût lié à leur perception est élevé (P7).

Le troisième chapitre présente les études d'événement menées dans le but de mesurer l'impact des annonces des indicateurs de PSE publiées par l'agence de notation Vigéo sur les cours boursiers des entreprises concernées. La première étude examine les impacts à court-terme des annonces de changement de composition de l'indice socialement responsable ASPI Eurozone sur le prix des titres. La seconde étude s'intéresse aux impacts à long-terme des notations sociétales sur les rentabilités boursières. Plus exactement, elle tente d'évaluer la différence de performance financière entre les titres les mieux notés par Vigéo et les titres les moins bien notés sur cinq dimensions (Environnement, RH, relations avec la communauté, comportement sur le marché, gouvernement d'entreprise).

Enfin, le quatrième chapitre, développe l'étude qualitative exploratoire réalisée dans le principal objectif de recueillir les perceptions d'un échantillon de représentants des milieux d'analyse et d'investissement financier à propos de l'utilité des informations sociétales et de

[66] La notion de contexte renvoie à la période de temps considérée, les caractéristiques et enjeux de l'entreprise concernée, l'environnement concurrentiel, etc. Autrement dit, à toutes les variables pouvant entrer en compte dans l'analyse de l'individu de la situation de l'entreprise.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

leur utilisation dans l'évaluation des titres de l'entreprise. Les principaux résultats de nos études empiriques sont présentés dans le paragraphe suivant.

Rappel des principaux résultats de la recherche

La première étude d'événement réalisée porte sur l'impact des annonces des entrées et des sorties de l'indice socialement responsable ASPI Eurozone sur les cours des titres concernés. Afin de minimiser les problèmes liés à l'interdépendance des rendements des titres composant nos échantillons (échantillon entrée et échantillon sortie), nous avons choisi d'agréger les titres ayant connu le même événement dans un portefeuille. Ainsi, au lieu d'estimer les rentabilités anormales (RA) pour chaque titre séparément, nous estimons les RA pour le portefeuille construit. Cette méthode est fortement recommandée lorsque les événements étudiés se présentent par vagues (Fama, 1998 ; Kothari et Warner, 2006), comme c'est le cas pour les annonces de changement de composition des indices. Cette étude révèle que la sortie des titres de l'indice ASPI Eurozone provoque le lendemain de l'annonce un rendement anormal négatif statistiquement significatif. En revanche, nous n'enregistrons aucune réaction significative pour les prix des titres entrants. La principale hypothèse émise pour expliquer ces résultats est l'existence d'un contenu informationnel plus important pour les sorties que pour les entrées dans l'indice. Cette différence est due à une plus grande sensibilité des investisseurs aux informations négatives comme le suggère la théorie des perspectives (Thaler et al., 1997). Autrement dit, la perception des investisseurs des conséquences négatives liées à la baisse de la PSE de l'entreprise est amplifiée par rapport à leur perception des avantages potentiels liés à l'amélioration de la PSE. L'observation d'un impact significatif sur les cours des titres permet d'étayer les propositions P1 et P3 concernant l'existence d'un contenu informationnel des informations sociétales et leur capacité et générer une réaction des prix des titres concernés.

L'étude d'événement à long-terme s'appuie sur les notes attribuées par Vigéo aux entreprises sur cinq domaines. Elle est menée dans le but d'examiner si les titres les mieux notés surperforment ou sous-performent les titres les moins bien notés. Douze portefeuilles sont construits afin de mesurer les performances financières des titres les moins bien notés et les mieux notés par rapport à six types de performance sociétale : les performances dans chacun des cinq domaines notés et la PSE globale représentée par la moyenne des cinq notes reçues. Six autres portefeuilles sont ensuite formés en soustrayant les rentabilités des titres recevant les notes les plus basses et de celles des titres ayant les meilleures notes. Pour évaluer les

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

performances financières de tous les portefeuilles ainsi formés, nous nous appuyons sur l'approche en temps calendaire (Calendar Time Portfolio Approach-CTAR) en suivant les recommandations de Mitchell et Stafford (2000). Cette méthode nous permet de contrôler les problèmes liés à l'hétéroscédasticité et à l'interdépendance en coupe transversale des rendements des titres constituant l'échantillon étudié. En outre, nous utilisons le modèle multi-factoriel de Carhart (1997) afin de tenir compte des principaux biais connus dans la littérature susceptibles d'affecter les rentabilités estimées, à savoir : les facteurs taille, *book-to-market* et *momentum*. Nos résultats montrent des performances anormales significatives uniquement pour le portefeuille constitué en fonction de la différence de performance en matière d'environnement (les rentabilités du portefeuille des titres ayant les meilleures notes moins les rentabilités du portefeuille des titres ayant les notes les plus basses sur la dimension performance environnementale). Nous émettons alors l'hypothèse selon laquelle le coût lié à l'amélioration des performances environnementales par les entreprises est perçu comme trop important par les investisseurs. Autrement dit, le supplément de coût généré par la mise en place de dispositifs pour réduire les impacts environnementaux n'est pas compensé par les avantages que l'entreprise peut en tirer. L'absence de différence significative de performance financière liée aux autres dimensions testées nous montre, par ailleurs, que les informations sociétales ne sont pas toutes perçues et interprétées de la même manière par les investisseurs. Ce constat nous permet alors d'étayer partiellement les propositions P4 et P5 concernant la diversité de l'interprétation et de l'utilisation des signaux liés aux informations sociétales. En outre, de même que lors de l'étude précédente, les résultats de cette étude permettent de montrer que certaines informations sociétales peuvent être utilisées par les investisseurs et impacter les prix des titres. Les propositions P1 et P3 sont alors de nouveau étayées.

Enfin, l'étude exploratoire qualitative conduite par entretiens semi-directifs avec des analystes et des gérants de fonds permet de donner des éclairages complémentaires sur la perception des informations sociétales et leur utilisation par les investisseurs. Tout d'abord cette étude nous permet d'étayer les propositions : P4 et P5. En effet, les discours des répondants montrent clairement que l'utilité et l'utilisation des informations sociétales est fortement conditionnée par le contexte de l'entreprise (OPA, crise, secteur d'activité, …). Ensuite, l'analyse des entretiens nous apprend que les dimensions sociétales ne sont souvent pas considérées dans leur travail de tous les jours, en grande partie, à cause du temps que nécessitent la collecte et l'analyse des informations les concernant. Autrement dit, l'analyse des informations sociétales est perçue comme trop couteuse. Ce résultat nous permet donc d'étayer la

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

proposition P7 selon laquelle les coûts liés à la perception et l'utilisation de certaines informations peuvent amener les investisseurs à ne pas les prendre en compte.

Par ailleurs, cette étude nous révèle un certain nombre de « réalités » intéressantes à souligner. Par exemple, nous comprenons à travers les entretiens menés que l'intérêt manifesté par les analystes aux informations dépend beaucoup de la demande de leurs clients. Par conséquent, si ces derniers ne posent pas beaucoup de questions sur un sujet, les analystes ne le considèrent pas non plus. En revanche, à partir du moment où une grande partie des clients s'intéresse à un thème et sont prêts à payer pour des analyses sur celui-ci, les analystes sont plus motivés pour y consacrer le temps nécessaire. C'est notamment ce qui explique l'émergence des équipes d'analyse extra-financière au sein des brokers suite à la création d'EAI. En effet, les membres d'EAI se sont engagés à consacrer au moins cinq pour cent du montant total de leurs commissions de courtage aux brokers qui procurent les meilleures recherches intégrant les dimensions sociétales dans l'analyse financière.

En outre, l'analyse des entretiens montre une importante insatisfaction de la part de la majorité des répondants par rapport à la qualité de communication des dirigeants des entreprises sur les dimensions sociétales. En effet, souvent, ces considérations sont reléguées par les responsables de communication financière de l'entreprise, et à leur tête les dirigeants, à la périphérie de leurs occupations. L'apparition de départements développement durable au sein des entreprises n'a visiblement pas amélioré la situation, il est même probable qu'elle l'a empirée en séparant la communication financière de la communication sociétale. Ainsi, d'un côté, les informations sociétales communiquées par les entreprises sont assimilées par certains analystes et investisseurs à de la publicité vide de contenu, et d'un autre côté, les responsables de communication financière ne se sentent pas concernés par les dimensions sociétales.

Les discours recueillis permettent également d'identifier un certain nombre de freins à l'intégration de certaines informations sociétales dans la valorisation des titres. Il s'agit principalement de la difficulté de les traduire en chiffres, la matérialisation des effets des dimensions sociétales à long-terme et le manque de temps pour s'intéresser de près à ces informations.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Apports de la recherche

Nous identifions pour cette recherche des apports conceptuel, empirique et managérial.

Les apports conceptuels de ce travail résultent à la fois de l'analyse des travaux de l'approche élargie de l'EMH et des résultats de nos études empiriques. En revisitant la littérature sur l'EMH, cette recherche permet de remettre certains concepts importants au cœur du débat sur l'évaluation financière des titres de l'entreprise sur les marchés financiers. Par ailleurs, nos études empiriques mettent en évidence la nécessité de continuer à réfléchir sur ces concepts.

Tout d'abord, nous soulignons l'importance de la différentiation entre les concepts « information utilisée » et « information disponible » dans l'analyse de l'efficience du marché. En effet, certaines informations peuvent être publiques et accessibles sans pour autant être utilisées par les investisseurs pour plusieurs raisons comme le manque de temps pour les analyser, la difficulté d'interpréter les signaux qu'elles émettent sur la rentabilité future de l'entreprise ou encore la difficulté de les percevoir au milieu de la masse d'information existante. L'étude qualitative exploratoire menée appuie cette idée à travers les exemples cités par les répondants montrant que certaines informations sociétales ne sont parfois pas utilisées bien qu'elles puissent avoir un contenu informationnel. Ce constat nous amène également à insister sur la différence entre « information utile » et « informations utilisée ». En effet, une information peut être utile mais ne jamais être prise en compte par les investisseurs dans leurs anticipations pour les raisons citées plus haut.

Ensuite, cette recherche amène à réfléchir sur le sens de la notion de « valeur fondamentale ». En effet, nous remarquons que, bien que cette notion soit parfois utilisée par les analystes financiers et les investisseurs, son sens ne paraît pas clair dans leurs esprits. Cette ambiguïté se sent en particulier lorsque nous essayons de comprendre comment ils procèdent pour intégrer les informations sociétales dans la valorisation des titres. Nous n'avons pas réussi à obtenir une seule réponse claire à ce sujet. Ainsi, le processus d'évaluation permettant d'estimer la valeur fondamentale ne paraît pas plus précis chez les praticiens que dans la recherche en finance.

D'un point de vue empirique, ce travail révèle que certaines informations sociétales impactent les prix des titres. En effet, grâce aux précautions prises, d'un point de vue méthodologique, dans la mise en œuvre des études d'événement, nos résultats peuvent être considérés comme robustes. Ces observations montrent aussi que le niveau de PSE n'impacte pas toujours

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

positivement la rentabilité des titres. Ainsi, la première étude d'événement montre que les sorties des titres de l'indice ASPI Eurozone sont sanctionnées par les investisseurs alors que la seconde étude révèle que les titres les mieux notés sur le domaine environnemental sous-performent financièrement les entreprises les moins bien notées. Ces résultats font écho à nos propositions théoriques P4 et P5 selon lesquelles les informations sociétales ne peuvent pas être considérées et utilisées de la même manière. Ceci explique probablement la divergence de conclusion des nombreuses études empiriques réalisées sur le lien entre la PSE et la PFE. Nos résultats suggèrent alors qu'il est vain de continuer à chercher si la PSE influence les cours boursiers positivement ou négativement car les impacts dépendent de plusieurs facteurs, et principalement de la nature du signal émis et de ses perception et interprétation par les investisseurs dans un contexte donné.

En outre, les résultats de notre étude qualitative exploratoire confirment que l'utilité et l'utilisation des informations sociétales sont très liées au contexte de l'entreprise. Par ailleurs, ils montrent que certaines d'entre elles ne sont pas utilisées car les investisseurs ne perçoivent pas leurs impacts potentiels, notamment à cause du manque de temps pour les analyser et la qualité limitée de la communication des entreprises sur les dimensions sociétales. Nous pouvons donc penser que l'intégration des informations sociétales peut être plus importante dans le futur. En effet, les analystes et les investisseurs ne semblent pas être opposés à prendre en compte ces informations, ils ont cependant besoin que plus d'investisseurs montrent un intérêt plus important à l'analyse de ces dimensions et que les entreprises leur fournissent les éléments nécessaires pour le faire correctement.

Enfin, d'un point de vue managérial, les apports de cette thèse s'adressent, d'un côté, aux analystes financiers et gérants de fonds, et d'un autre côté, aux responsables de communication financière des entreprises.

Pour les premiers, nos résultats peuvent leur donner une image des pratiques d'évaluation sur le marché financier leur permettant de prendre du recul par rapport à leurs propres expériences et celles de leurs collègues. En particulier, cette recherche permet de constater qu'ils peuvent passer à côté d'informations pouvant améliorer leur valorisation des titres à cause des différentes contraintes liées à leur travail, et en particulier le manque de temps.

Ensuite, cette recherche attire l'attention des dirigeants d'entreprises et des responsables de communication financière par rapport à la qualité des informations qu'ils donnent au marché sur les dimensions sociétales. Chaque question laissée de côté représente une occasion

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

manquée pour permettre aux investisseurs de mieux valoriser les titres des entreprises qu'ils représentent. Les résultats présentés dans ce travail leur confirment que les informations sociétales peuvent avoir un intérêt important pour les investisseurs et les analystes financiers et leur rappelle que ces derniers attendent encore des progrès au niveau de la communication sociétale. Les attentes du marché concernent particulièrement la précision des réponses apportées aux questions sur les domaines sociétaux. Ces précisions peuvent leur permettre de mieux prendre en compte les effets des efforts fournis par l'entreprise pour répondre aux attentes de ses parties prenantes et de les inclure dans leur évaluation. Sans explications, les investisseurs risquent d'interpréter ces efforts négativement en pensant qu'il s'agit de dépenses inutiles. Le travail d'analyse des impacts de la performance sociétale doit d'abord être fait par les dirigeants des entreprises car ils connaissent mieux que quiconque les enjeux et le contexte auxquels ils font face et peuvent ainsi mieux percevoir les retombées des efforts fournis dans les domaines sociétaux. Ce faisant, ils peuvent montrer au marché les avantages potentiels que l'entreprise peut acquérir et le convaincre ainsi de les prendre en compte.

Limites de la recherche

Le traitement de la problématique de cette recherche a nécessité de faire un nombre de choix méthodologiques et théoriques qui nous ont, d'un côté, aidé à apporter des éléments de réponses mais qui ont été, d'un autre côté, à l'origine de certaines limites.

Une première limite a trait aux données employées dans les études d'événement présentées dans le troisième chapitre. Le recours aux notations délivrées par Vigéo et aux changements de composition de l'indice ASPI Eurozone nous a permis d'utiliser des *proxys* représentant un type particulier d'informations sociétales. Cependant, ce choix présente certains inconvénients qu'il est important de noter. Tout d'abord, ces indicateurs représentent l'opinion d'un seul acteur sur le marché dont la légitimité pour évaluer la performance sociétale est encore contestée par certains dirigeants d'entreprise et certains investisseurs. En effet, bien qu'essayant de suivre un processus standardisé et des méthodes d'évaluation censées assurer l'objectivité des opinions produites, la démarche n'est pas dépourvue de subjectivité. Cette subjectivité provient notamment du choix des données prises en compte dans la formation du jugement des analystes des agences et par l'importance accordée aux événements perçus. En outre, plusieurs de nos répondants dans l'étude qualitative indiquent que les opinions et analyses de certaines agences manquent de recul par rapport à la

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

communication sociétale des entreprises. Ensuite, nous ignorons comment ces indicateurs sont utilisés sur le marché. Les analyses que nous proposons pour expliquer nos résultats des études d'événement restent donc limitées car nous n'avons pas d'idée exacte sur la manière dont la majorité des investisseurs emploie ces indicateurs. Notre étude qualitative ne nous aide pas non plus à déterminer la perception et l'usage dominant de ces indicateurs sur le marché et par conséquent à interpréter de manière plus précise les résultats significatifs observés dans les études d'événement réalisées.

Le choix des personnes interrogées dans l'étude qualitative exploratoire constitue également une limite. Tout d'abord, nous n'avons pas de répondants ayant un parcours différent, notamment sur le plan académique, afin d'évaluer le poids potentiel de la formation des individus sur leurs divergences d'opinion. Cela ne nous a donc pas permis d'étayer une de nos propositions inspirée du travail de Beaver (1981) portant sur le lien entre la formation des investisseurs et l'interprétation des signaux (P6). Ensuite, l'échantillon des personnes interrogées n'est pas construit selon des critères de représentativité statistique. Nous ne pouvons pas prétendre non plus avoir respecté les règles d'un « échantillonnage théorique » au sens de Strauss et Corbin (1998). En effet, nous n'avons pas contrôlé le choix des personnes interrogées selon les recommandations consistant à rechercher « *les personnes permettant de maximiser l'opportunité de découvrir une variation dans les concepts* » (Strauss & Corbin, 1998 : 201). Pour ce faire, il aurait fallu rechercher l'accès à des personnes diverses de plusieurs points de vue (géographique, nombre d'années d'expérience, formation…), et notamment des personnes « *particulières* » ou « *excentriques* » afin d'avoir une variation importante des données collectées (Strauss & Corbin, 1998). Les résultats de cette étude ne peuvent donc pas être considérés que comme préliminaires et nécessitant des approfondissements.

Une troisième limite, d'ordre théorique, concerne l'articulation des apports des travaux sur l'efficience des marchés financiers (EMH) et des développements conceptuels relatifs aux différentes explications des impacts d'une gestion tournée vers la satisfaction des parties prenantes sur la performance financière de l'entreprise. Ces travaux sont issus de champs et de cadres théoriques différents. Croiser leurs apports présente l'avantage de compléter les apports de l'EMH et de trouver des fondements théoriques à l'utilité des informations sociétales, mais expose également à des limites. En effet, en articulant les différents travaux, nous avons dû simplifier certains apports afin de pouvoir les intégrer dans notre cadre

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

d'analyse et avons donc certainement perdu certaines subtilités utiles à leur appréhension. L'articulation de ces développements conceptuels pourrait certainement être plus approfondie.

Cependant, ces limites constituent aussi des pistes de réflexion pour prolonger ce travail de recherche.

Perspectives de la recherche

A l'issue de ce travail, plusieurs pistes de recherches futures nous apparaissent.

Tout d'abord, notre étude exploratoire qualitative mérite d'être prolongée. Il est en effet important d'essayer de pallier les limites citées ci-dessus, notamment en maîtrisant les profils des répondants afin d'avoir une plus grande diversité du point de vue formation, expérience professionnelle ou des secteurs d'entreprise suivis pour le cas des analystes financiers. En outre, il serait utile d'avoir un échantillon plus grand afin d'avoir des résultats plus représentatifs. Il serait également intéressant de mener cette étude dans d'autres places financières afin d'essayer de déterminer s'il existe des spécificités culturelles dans la prise en compte des informations sociétales. En effet, à la vue des différences qui existent au niveau des pratiques de l'ISR, il ne paraît pas étonnant d'observer des variations d'interprétation des informations sociétales entre investisseurs de différents pays. Les différences de sensibilité pour les dimensions sociétales peuvent influencer leur perception et interprétation.

Ensuite, une nouvelle étude peut se focaliser plus sur la compréhension des éléments contextuels qui favorisent ou qui freinent la prise en compte des informations sociétales par les analystes financiers et les gérants de fonds. Cela peut aider à comprendre pourquoi certaines dimensions sont prises en compte plus que d'autres. Les résultats permettraient également d'éclairer les dirigeants des entreprises sur les axes d'amélioration potentiels de leur communication sociétale. Enfin, une étude peut également être réalisée de nouveau dans un horizon de trois ou quatre ans afin de voir s'il y a une évolution de l'intégration des de ces informations par les investisseurs et les analystes financiers. En effet, si leur attention pour ces sujets est appelée à évoluer selon l'intérêt porté par les clients et l'acquisition d'informations plus précises, il est probable de percevoir un changement au niveau de la prise en compte des critères sociétaux dans l'avenir.

Par ailleurs, il serait intéressant d'explorer d'autres cadres théoriques afin de mieux appréhender l'utilisation des informations par les investisseurs et la formation de leur

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

jugement. Plus particulièrement, nous pensons aux apports des travaux en finance comportementale et des développements de la théorie des conventions. Les premiers peuvent nous indiquer des pistes d'explications possibles des différences d'interprétation des informations liées aux biais cognitifs des individus. En effet, l'hétérogénéité des interprétations peuvent avoir pour origine la présence d'investisseurs ignorants (*noise traders*) (Black, 1986 ; Shiller, 1990 ; Shleifer & Summers, 1990) ou encore les représentations déformées des états du monde à cause de certains biais heuristiques comme les biais de représentativité ou de l'ancrage (Tversky & Kahneman, 1974). Ainsi, nous pouvons disposer d'autres fondements théoriques permettant de comprendre les causes des différences de perception et d'utilisation des informations entre les investisseurs.

En outre, les développements de la théorie des conventions peuvent nous fournir de nouvelles perspectives pour comprendre comment les investisseurs se coordonnent pour former leurs opinions. En effet, ce cadre théorique apporte des réponses différentes de celui de la finance comportementale dans le sens où il ne s'appuie pas sur les biais cognitifs ou sur l'existence d'investisseurs ignorants pour expliquer les comportements des investisseurs mais sur la notion de rationalité autoréférentielle (Orléan, 1999, 2004b). Cette forme de rationalité amène l'individu à concevoir le prix des titres en se référant à ce qu'il pense être l'opinion dominante du groupe d'investisseurs existant sur le marché. Autrement dit, selon cette conception, l'individu ne forme pas ses anticipations en s'appuyant sur son propre calcul de la « valeur fondamentale » mais en s'appuyant sur l'opinion majoritaire car c'est celle-ci qui s'affirme pleinement à l'issue des échanges (Orléan, 2004a).

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Bibliographie

Ackerman, R., W. (1973). How companies respond to social demands. *Harvard Business Review, 51*(4), 88-98.

Ackerman, R., W., & Bauer, R. (1976). *Corporate Social Responsiveness: The Modern Dilemna*. Virgina: Reston Publishing Company.

Acquier, A., & Gond, J.-P. (2007). Aux sources de la responsabilité sociale de l'entreprise. (Re)lecture et analyse d'un ouvrage fondateur : social responsibilities of the businessman d'Howard Bowen (1953). *Finance Contrôle Stratégie, 10*(2), 5-35

Acquier, A., Gond, J.-P., & Igalens, J. (2005). *Des fondements religieux de la responsabilité sociale de l'entreprise à la responsabilité sociale de l'entreprise comme religion*: Cahier de recherche no. 166, IAE de Toulouse.

Agle, B. R., & Kelley, P. C. (2001). Ensuring Validity in the Measurement of Corporate Social Performance: Lessons from Corporate United Way and PAC Campaigns. *Journal of Business Ethics, 31*(3), 271-284.

Aglietta, M., & Rébérioux, A. (2004). *Dérives du capitalisme financier*: Albin Michel.

Agrawal, J., & Kamakura, W. A. (1995). The Economic Worth of Celebrity Endorsers: An Event Study Analysis. *The Journal of Marketing, 59*(3), 56-62.

Aktas, N., Bodt, E. d., & Roll, R. (2004). Market Response to European Regulation of Business Combinations. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 39*(4), 731-757.

Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review, 62*(5), 777-795.

Aldrich, H. E., & Fiol, C. M. (1994). Fools Rush in? The Institutional Context of Industry Creation. *The Academy of Management Review, 19*(4), 645-670.

Alexander, S. S. (1964). Price Movements in Speculative Markets : Trends or Random Walks. *Industrial Management Review, 5*(2), 7-26.

Allard-Poesi, F., Drucker-Godard, C., & Ehlinger, S. (2003). Analyses de représentations et de discours. In R. A. Thiétart & Coll (Eds.), *Méthodes de recherche en management* (pp. 447- 475). Paris: Dunod.

Altman, B. W. (1999). Transformed Corporate Community Relations: A Management Tool for Achieving Corporate Citizenship. *Business and Society Review, 102*(1), 43-51.

Altman, B. W., & Vidaver-Cohen, D. (2000). A Framework for Understanding Corporate Citizenship: Introduction to the Special Edition of Business and Society Review "Corporate Citizenship for the New Millennium". *Business and Society Review, 105*(1), 1-7.

Amir, E., Lev, B., & Sougiannis, T. (2003). Do financial analysts get intangibles? *European Accounting Review, 12*(4), 635–659.

Ang, S. H., & Wight, A.-M. (2009). Building Intangible Resources: The Stickiness of Reputation. *Corporate Reputation Review, 12*(1), 21-32.

Ansoff, I. (1968). *Stratégie du développement de l'entreprise*. Paris: Editions Hommes & Techniques

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The Double-Edge of Organizational Legitimation. *Organization Science, 1*(2), 177-194.

Ashley, J. W. (1962). Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results. *Journal of Political Economy, 70*(1), 82-85.

Aumann, R. J. (1976). Agreeing to Disagree. *The Annals of Statistics, 4*(6), 1236-1239.

Bachelier, L. (1900). *Théorie de la Spéculation*. Paris: Gauthier-Villars.

Bacmann, J.-F. (2001). *Analyse d'événement et dépendances temporelles des rentabilités boursières* (Vol. Thèse de doctorat): Thèse de doctorat, Faculté de droit et des sciences économiques– Neuchâtel.

Ball, C. A., & Torous, W. N. (1988). Investigating security-price performance in the presence of event-date uncertainty. *Journal of Financial Economics, 22*(1), 123-153.

Ball, R. (1989). What do we know about stock market "efficiency"? In R. M. C. Guimaraes, Kingsman, B. G., and Taylor, S. J. (Ed.), *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets* (pp. 25-55). Berlin: Springer-Verlag.

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. (6), 159-177.

Bancel, F. (1994). Impact sur les prix et les volumes des titres intriduits ou sortants du panuer de l'indice CAC 40. *Analyse financière*(101), 78-90.

Bandura, A. (1977). Self-efficacy: toward a unifying theory of behavioral change. *Psychological Review, 84*(2), 191-215.

Bandura, A. (1997). *Self-efficacy: The exercise of control*. New York: Freeman.

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics, 9*(1), 3-18.

Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Firm Size, Book-to-Market Ratio, and Security Returns: A Holdout Sample of Financial Firms. *The Journal of Finance, 52*(2), 875-883.

Bardin, L. (2003). *L'Analyse de contenu*: Puf.

Barker, C. A. (1956). Effective Stock Splits. *Harvard Business Review, 34*(1), 101-106.

Barker, C. A. (1957). Stock Splits in a Bull Market. *Harvard Business Review, 35*(1), 72-79.

Barker, C. A. (1958). Evaluation of Stock Dividends. *Harvard Business Review, 36*(4), 99-114.

Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal, 27*(11), 1101-1122.

Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review, 75*(1), 43-63.

Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance, 32*(3), 663-682.

Basu, S. (1983). The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks : Further evidence. *Journal of Financial Economics, 12*(1), 129-156.

Bauer, T. N., & Aiman-Smith, L. (1996). Green Career Choices: The Influence of Ecological Stance on Recruiting. *Journal of Business and Psychology, 10*(4), 445-458.

Baum, J. A. C., & Oliver, C. (1991). Institutional Linkages and Organizational Mortality. *Administrative Science Quarterly, 36*(2), 187-218.

Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects. *Strategic Management Journal, 8*(4), 305-317.

Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Empirical Research in Accounting, 6*, 67-92.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Beaver, W. H. (1981). Market Efficiency. *The Accounting Review, 56*(1), 23-37.

Beja, A. (1976). The limited information efficiency of market processes, *Stanford Finance Workshop*. Berkeley 1976.

Berelson, B. (1952). *Content analysis in communication researsh*. New York: Free Press.

Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation & Private Property*. New York: McMillan.

Bertelsmann Foundation. (2006). *Who is who in Corporate Social Responsibility Rating? A survey of internationally established rating systems that measure Corporate Responsibility*. Gütersloh: Bertelsmann Foundation.

Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2003). Consumer-Company Identification: A Framework for Understanding Consumers' Relationships with Companies. *The Journal of Marketing, 67*(2), 76-88.

Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2004). Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives. *California Management Review, 47*(1), 9-24.

BIiekart, J. W., & Ree, K. (1999). Reaching Consensus on the Implementation of Goog Practice in Environmental Reporting. In M. Bennet & P. James (Eds.), *Sustainable Measures, Evaluation and Reporting of Environmental and Social Performance* (pp. 586). London: Greenleaf Publishing.

Binder, J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 11*(2), 111-137.

Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance, 41*(3), 529-543.

Black, F., Jensen, M. C., & Scholes, M. S. (1972). The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. In M. C. Jensen (Ed.), *Studies in the Theory of Capital Markets*. New York: Praeger Publishers.

Boehme, R. D., & Sorescu, S. M. (2002). The Long-Run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction or Product of Chance? *The Journal of Finance, 57*(2), 871-900.

Boehmer, E., Masumeci, J., & Poulsen, A. B. (1991). Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics, 30*(2), 253-272.

Bowen, H. R. (1953). *Social Responsibilities of the businessman*. New York: Harper & Brothers.

Bowman, E. H., & Haire, M. (1975). A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility. *California Management Review, 28*(2), 49-58.

Boyer, A., & Poisson, C. (1992). Le marketing-mix écologique. *Revue Française de gestion, 89*(juin-juillet-août 1992), 105-116.

Brav, A. (2000). Inference in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Application to Initial Public Offerings. *The Journal of Finance, 55*(5), 1979-2016.

Brégeon, J. (2004). Développement durable versus responsabilité. In J. Igalens (Ed.), *Tous responsables* (pp. 75-91). Paris: Editions d'Organisation.

Brewer, M. B. (1991). The Social Self: On Being the Same and Different at the Same Time. *Personnality and Social Psychology Bulletin, 17*(5), 475-482.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics, 8*(3), 205-258.

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns : The case of event studies. *Journal of Financial Economics, 14*(1), 3-31.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Callon, M. (1998). Introduction: The imbeddedness of economic markets in economics approach. In M. Callon (Ed.), *The laws of the markets* (pp. 278 p.). Oxford ; Malden, MA: Blackwell Publishers/Sociological Review.

Campart, S., & Pfister, É. (2008). Course technologique et valeur boursière: une étude d'événements basée sur l'industrie pharmaceutique. *Revue économique, 59*(2), 307-329.

Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Capron, M., & Quairel-Lanoizelée, F. (2004). *Mythes et réalités de l'entreprise responsable , Acteurs, enjeux, stratégies*. Paris: La Découverte, Alternatives économiques.

Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance, 52*(1), 57-82.

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review, 4*, 497-506.

Carroll, A. B. (1998). The Four Faces of Corporate Citizenship. *Business and Society Review, 100*(1), 1-7.

Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility. Evolution of a Definitional Construct *Business & Society, 38*(3), 268-295.

Carroll, A. B., & Buchholtz, A., K. (2000). *Business & Society: Ethics and Stakeholder Management* Thomson South-Western

Chakrabarti, R., Huang, W., Jayaraman, N., & Lee, J. (2002). Do International Investors' Demand Curves for Stocks Slope Down Too, *European Financial Management Association (EFMA) 2002 London Meeting*. London (UK), June 26-29, 2002.

Chandra, R., Moriarity, S., & Willinger, G. L. (1990). A Reexamination of the Power of Alternative Return-Generating Models and the Effect of Accounting for Cross-Sectional Dependencies in Event Studies. *Journal of Accounting Research, 28*(2), 398-408.

Chaney, P. K., Devinney, T. M., & Winer, R. S. (1991). The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms. *The Journal of Business, 64*(4), 573-610.

Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance-Contrôle-Stratégie, 1*(2), 57-88.

Chatterjee, S. (1992). Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring-Implications for Target and Bidder Firms. *Strategic Management Journal, 13*(4), 267-286.

Clarkson, M. B. E. (1995). A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review, 20*, 92-117.

Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review, 20*(1), 92-117.

Clinebell, S. K., & Clinebell, J. M. (1994). The effect of advanced notice of plant closings on firm value. *Journal of Management, 20*, 553-564.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica, November 1937*, 386-405.

Cochran, P. L., & Wood, D. J. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *The Academy of Management Journal, 27*(1), 42-56.

Collins, J. C., & Porras, J. I. (1994). *Built to last : successful habits of visionary companies* (1st ed.). New York: HarperBusiness.

Collins, J. C., & Porras, J. I. (1996). Building your company's vision *Harvard Business Review, 74* (5), 65-77.

Cooper, S. M., & Owen, D. L. (2007). Corporate social reporting and stakeholder accountability: The missing link. *Accounting, Organizations and Society, 32*(7-8), 649-667.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Coriat, B., & Weinstein, O. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise*: LGF/Le Livre de poche.

Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate Stakeholders and Corporate Finance. *Financial Management, 16*(1), 5-14.

Corrado, C. (1993). Testing for abnormal security-price performance under conditions of event-period uncertainty. *Review of Quantative Finance and Accounting, 3*, 127-148.

Cory, J. (2001). *Business ethics: the ethical revolution of minority shareholders*. Boston/Dordrecht/London: Kluwer Academic Publishers.

Cousin, J.-G. (2005). *Etudes d'événement et diffusion d'informations: Stabilité, Spécification et Puissance* (Vol. Thèse de doctorat): Thèse de doctorat, Université Lille 2– Lille.

Cowan, A. R., & Sergeant, A. M. A. (1996). Trading frequency and event study test specification. *Journal of Banking & Finance, 20*(10), 1731-1757.

Cowen, S. S., Ferreri, L. B., & Parker, L. D. (1987). The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis. *Accounting, Organizations and Society, 12*(2), 111-122.

Cowles, A. (1933). Can Stock Market Forecasters Forecast? *Econometrica, 1*(3), 309-324.

Crane, A., & Matten, D. (2007). *Business Ethics: Managing Corporate Citizenship and Sustainability in the Age of Globalization* OUP Oxford; 2 edition

Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., & Wermers, R. (1997). Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks. *The Journal of Finance, 52*(3), 1035-1058.

Dann, L. Y., Mayers, D., & Raab, R. J. J. (1977). Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment. *Journal of Financial Economics, 4*(1), 3-22.

Davis, K. (1960). Can business afford to ignore social responsibilities? *California Management Review, 2*(3), 70-76.

Davis, K. (1973). The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management Review, 2*(3), 70-76.

De Bakker, F. G. A., Groenewegen, P., & Den Hond, F. (2005). A Bibliometric Analysis of 30 Years of Research and Theory on Corporate Social Responsibility and Corporate Social Performance. *Business Society, 44*(3), 283-317.

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance, 40*(3), 793-805.

de Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucas-Leclin, V., & Perrin, F. (2005). *L'investissement socialement responsable* (ed.). Paris: Economica.

De George, R. T. (1987). The status of business ethics: Past and future. *Journal of Business Ethics, 6*(3), 201-211.

de Jacquelot, P. (1991). L'argent disparu du groupe Maxwell évalué à 8 milliards de francs. *Les Echos*(16031), 35.

Decock-Good, C. (2000). Construction d'un indice de réputation sociétale et application empirique, *Papier présenté au 21ème congrès de l'Association Francophone de Comptabilité (AFC)*. Angers, France, 18-20 Mai 2000.

Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory *Accounting, Auditing and Accountability, 15*(3), 312 - 343.

Deegan, C., Rankin, M., & Voght, P. (2000). Firms' Disclosure Reactions to Major Social Incidents: Australian Evidence. *Accounting Forum, 24* (1), 101 - 130.

Deephouse, D. L. (1996). Does Isomorphism Legitimate? *The Academy of Management Journal, 39*(4), 1024-1039.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Deephouse, D. L. (2000). Media Reputation as a Strategic Resource: An Integration of Mass Communication and Resource-Based Theories. *Journal of Management, 26*(6), 1091-1112.

Degos, J. G., & Hirigoyen, G. (1988). *Evaluation des sociétés et de leurs titres*. Paris: Vuibert.

Déjean, F. (2004). *Contribution à l'étude de l'investissement socialement responsable. Les stratégies de légitimation des sociétés de gestion*: Thèse de doctorat, Université Paris IX - Dauphine.

Déjean, F., Gond, J.-P., & Leca, B. (2004). Measuring the Unmeasured: An Institutional Entrepreneur's Strategy in an Emerging Industry. *Human Relations, 57*(6), 741-764.

Delattre, E. (2001). Le changement de nom des entreprises : évaluation quantitative et typologie *Revue Française du Marketing*(181), 41-58.

Demers, C. (2003). L'entretien. In Y. Giordano (Ed.), *Conduire Un Projet De Recherche - Une Perspective Qualitative* (Vol. 5, pp. 174-210): EMS, Management & Société.

Dodd, M. (1932). For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review, 45*(7), 1145-1163.

Dolley, J. C. (1933). Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups. *Harvard Business Review, 11*, 316-326.

Donaldson, T. (1982). *Corporations and morality*: Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review, 20*(1), 65-91.

Drucker, P. F. (1981). What is "business ethics"? *McKinsey Quarterly*(3), 2-15.

Dutton, J. E., & Dukerich, J. M. (1991). Keeping an Eye on the Mirror: Image and Identity in Organizational Adaptation. *The Academy of Management Journal, 34*(3), 517-554.

Eberhart, A. C., Maxwell, W. F., & Siddique, A. R. (2004). An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases. *The Journal of Finance, 59*(2), 623-650.

Eells, R. S. F. (1956). *Corporation giving in a free society* ([1st ed.). New York,: Harper.

Efron, B. (1979). *Bootstrap methods: another look at the jackknife* (Vol. 7): Annals of Statistics, 7:1-26.

Elington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Tripple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone Publishing, Ltd.

Entine, J. (2003). The Myth of Social Investing: A Critique of its Practice and Consequences for Corporate Social Performance Research. *Organization Environment, 16*(3), 352-368.

Epstein, E. M. (1987). The Corporate Social Policy Process: Beyond Business Ethics, Corporate Social Responsibility, and Corporate Social Responsiveness. *California Management Review, 29*(3), 99-114.

Epstein, E. M. (2002). The field of business ethics in the United-States: Past, present and future",. *Journal of Geneal Management, 29*(1), 68-80.

Eurosif. (2008). *European SRI study 2008*. Paris: Eurosif.

Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics, 26*, 327-349.

Fama, E. F. (1965a). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business, 38*(1), 34-105.

Fama, E. F. (1965b). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal, 21*(5), 55-59.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383-417.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Fama, E. F. (1976). Efficient Capital Markets: Reply. *The Journal of Finance, 31*(1), 143-145.
Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy, 88*(2), 288-307.
Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The 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., & Blume, M. E. (1966). Filter Rules and Stock-Market Trading. *The Journal of Business, 39*(1), 226-241.
Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review, 10*(1), 1-21.
Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance, 47*(2), 427-465.
Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics, 33*(1), 3-56.
Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance, 51*(1), 55-84.
Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *The Journal of Political Economy, 81*(3), 607-636.
Favereau, O., & Picard, P. (1996). L'approche économique des contrats : unité ou diversité ? *Sociologie du Travail, 38*(4), 441-464.
Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *The Academy of Management Journal, 33*(2), 233-258.
Fombrun, C. J. (1998). Indices of Corporate Reputation: An Analysis of Media Rankings and Social Monitors' Ratings. *Corporate Reputation Review, 1*, 327-340.
Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk. *Business and Society Review, 105*(1), 85-106.
Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *The Accounting Review, 59*(4), 574-603.
Francoeur, C. (2006). *Les études d'événements : les impacts à long terme sur la valeur boursière* (Working Papers ed.): Cahier de recherche HEC Montréal – no. 06-02, Mars 2006.
Frederick, W. C. (1960). The Growing Concern Over Business Responsibility. *California Management Review, 2*(4), 54-61.
Frederick, W. C. (1986). Toward CSR-3: Why Ethical Analysis is Indispensable and Unavoidable in Corporate Affairs. *California Management Review, 28*(2), 126-141.
Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
Freeman, R. E. (1999). Response: Divergent Stakeholder Theory. *The Academy of Management Review, 24*(2), 233-236.
Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*: Yale University Press.
Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*: University of Chicago Press.
Friedman, M. (1970, September 13). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times,* pp. 122-126.
Friend, I., & Vickers, D. (1965). "Portfolio Selection and Investment Performance". *Journal of Finance, 20*(3), 391-415.
Gaslene, A. (1975). Performance and validity of filter test rules on th eParis Bourse. In B. Jaquillat (Ed.), *European France Association Proceedings*: North Holland.

© 2011 Tous droits réservés.
http://doc.univ-lille1.fr

Gendron, C. (2000). *Le questionnement éthique et social de l'entreprise dans la littérature managériale* (Working Papers ed.): Cahiers du Centre de recherche sur les innovations sociales (CRISES), Collection Études théoriques – no. ET0004.

Ghiglione, R., & Matalon, B. (1998). *Les enquêtes sociologiques : théories et pratique*: Armand Colin.

Gillet, P. (1999). *L'Efficience des Marchés Financiers* (2ème ed.). Paris: Economica

Giordano-Spring, S., & Rivière-Giordano, G. (2007). Le reporting sociétal à l'épreuve des théories normatives comptables, *Papier présenté au Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité (AFC)*. Poitiers, France, 23-25 mai 2007.

Gond, J.-P. (2006). *Contribution à l'étude du concept de performance sociétale de l'entreprise. Fondements théoriques, construction sociale, impact financier* (Vol. Thèse de doctorat): Thèse de doctorat, Université Toulouse I – Toulouse.

Goodpaster, K. E. (1991). Business Ethics and Stakeholder Analysis. *Business Ethics Quarterly, 1*(1), 53-73.

Gorz, A. (1988). *Métamorphoses du travail, quête du sens - Critique de la raison économique*. Paris: Galilée

Grant, A. M. (2007). Relational job design and the motivation to make a prosocial difference. *Academy of Management Review, 32*(2), 393-417.

Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Methodological Themes: Constructing a Research Database of Social and Environmental Reporting By UK Companies. *Accounting, Auditing and Accountability, 8*(2), 78 - 101.

Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000). Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business Society, 39*(3), 254-280.

Groleau, C. (2003). L'observation. In Y. Giordano (Ed.), *Conduire Un Projet De Recherche - Une Perspective Qualitative* (Vol. 5, pp. 211-242): EMS, Management & Société.

Grossman, S. (1976). On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have Diverse Information. *The Journal of Finance, 31*(2), 573-585.

Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review, 70*(3), 393-408.

Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate Social reporting: a rebuttal of legitimacy theory. *Accounting & Business Research, 19*(76), 343-352.

Guyatt, D. J. (2006). *Identifying and Overcoming Behavioural Impediments to Long Term Responsible Investments : A focus on UK institutional investors.* PhD Dissertation, University of Bath.

Hachette, I. (1994). *Opérations financières et transfert de richesse*: PUF collection finance.

Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 9*(1), 77-108.

Hansmann, H. (1996). *The Ownership of Entreprise*. Cambridge: MA: Belknap Harvard.

Harris, L., & Gurel, E. (1986). Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance, 41*(4), 815-829.

Harrison, J. S., Derek, O., & Allen, M. R. (2005). Event Studies and the Importance of Longer-Term Measures in Assessing the Performance Outcomes of Complex Events. *University of Richmond Working Papers*

Hart, S. L. (1995). A Natural-Resource-Based View of the Firm. *The Academy of Management Review, 20*(4), 986-1014.

Heald, M. (1957). Management's Responsibility to Society: The Growth of an Idea. *The Business History Review, 31*(4), 375-384.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Heald, M. (1961). Business Thought in the Twenties: Social Responsibility. *American Quarterly, 13*(2), 126-139.

Heald, M. (1970). *The Social Responsibility of Business: Company and Community, 1900-1960*: Cleveland: Case Western Reserve University Press.

Hellsten, S., & Mallin, C. (2006). Are „Ethical' or „Socially Responsible' Investments Socially Responsible? *Journal of Business Ethics, 66*(4), 393-406.

Hemphill, T. A. (1997). Legislating corporate social responsibility. *Business Horizons, 40*(2), 53-58.

Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies, 29*(2), 131-154.

Hirshleifer, J. (1975). Speculation and Equilibrium : Information, Risk, and

Markets *Quarterly Journal of Economics, 89*(4), 519-542.

Hogner, R. H. (1982). Corporate social reporting: Eight decades of development at US Steel. In *Research in Corporate Performance and Policy* (pp. 243-250). Greenwich, CT: JAI Press.

Hubler, J., & Meschi, P.-X. (2000). Alliances, acquisitions et valeur boursière. *Revue Française de Gestion*(131), 85-97.

Hyme, P. (2004). Des différentes acceptions de la "théorie des marchés efficients" *Économie Appliquée, vol. , 57*(4), 43-57.

Hyme, P. (2006). *Efficience des marchés financiers et théorie économique : une approche historique.* Thèse de doctorat, Université Paris VIII, Vincennes-Saint-Denis.

Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics, 2*(3), 235-272.

Igalens, J. (2004). Comment évaluer les rapports de développement durable ? *Revue Française de Gestion, 152*(5), 151-166.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics, 39*(2-3), 181-208.

Jaffe, J. (1974). Special information and insider trading. *Journal of Business, 47*(3), 410-428

Jegadeesh, N. (2000). Long-Term Performance of Seasoned Equity Offerings: Benchmark Errors and Biases in Expectations. *Financial Management, 29*(3), 5-30.

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance, 48*(1), 65-91.

Jemel, H., & Cousin, J.-G. (2006). La performance des valeurs socialement responsables, *1er Congrès du RIODD*. Paris, France, 7-8 décembre 2006.

Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance, 23*(2), 389-416

Jensen, M. C. (1969). Risk, The Pricing of Capital Assets, and The Evaluation of Investment Portfolios. *The Journal of Business 42*(2), 167-247.

Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics, 6*(2-3), 95-101.

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Corporate Applied Finance, 14*(3), 8-21.

Jensen, M. C., & Benington, G. A. (1970). Random Walks and Technical Theories: Some Additional Evidence. *The Journal of Finance, 25*(2), 469-482.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Managerial behavior agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.

Johnson, J., Scholes, K., & Fréry, F. (2002). *Stratégique*: Pearson Education.

Jones, T. M. (1980). Corporate social responsibility revisited, redefined. *California Management Review, 22*, 59-67.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Keim, D. B. (1983). Size-related anomalies and stock return seasonality : Further empirical evidence. *Journal of Financial Economics, 12*(1), 13-32.

Kendall, M. G. (1953). The Analysis of Economic Time-Series-Part I : Prices *Journal of the Royal Statistical Society, 96*, 11-25.

Khotari, S. P., & Warner, J. B. (2006). Econometrics of Event Studies. In E. B. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Vol. Ch. 1). North-Holland: Elsevier, Handbooks in Finance Series.

Kinder, P. D., & Domini, A. L. (1997). Social screening: paradigms old and new. *The Journal of Investing, 6*(4), 12-19.

Klein, A., & Rosenfeld, J. (1987). The Influence of Market Conditions on Event-Study Residuals. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 22*(3), 345-351.

Kochan, T. A., & Rubinstein, S. A. (2000). Toward a Stakeholder Theory of the Firm : The Saturn Partnership. *Organization Science, 11*(4), 367-386.

Koh, J., & Venkatraman, N. (1991). Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector. *The Academy of Management Journal, 34*(4), 869-892.

KPMG. (2002). *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2002*. Amsterdam: KPMG International.

KPMG. (2005). *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2005*. Amsterdam: KPMG International.

KPMG. (2008). *KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008*. Amsterdam: KPMG International.

Kramer, S. L. (2002). Alternative Methods for Robust Analysis in Event Study Applications. *Advances in Investment Analysis and Portfolio Management, 8*(109-132).

Kraus, A., & Stoll, H. R. (1972). Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange. *The Journal of Finance, 27*(3), 569-588.

Langley, A. (1999). Strategies for Theorizing from Process Data. *The Academy of Management Review, 24*(4), 691-710.

Lardic, S., & Mignon, V. (2006). *L'efficience informationnelle des marchés financiers*: Collection Repères, La Découverte.

Latham, M. (1986). Informational Efficiency and Information Subsets. *The Journal of Finance, 41*(1), 39-52.

LeRoy, S. F. (1976). Efficient Capital Markets: Comment. *The Journal of Finance, 31*(1), 139-141.

Levitt, T. (1958). The Dangers of Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review, September-October*, 41-50.

Lewis, A., & Mackenzie, C. (2000). Support for Investor Activism among U.K. Ethical Investors. *Journal of Business Ethics, 24*(3), 215-222.

Lewis, N. R., Parker, L. D., & Sutcliffe, P. (1984). Financial reporting to employees: the pattern of development 1919 to 1979. *Accounting, Organizations and Society, 9*(3-4), 275-289.

Lewis, P. V. (1985). Defining 'Business Ethics': Like Nailing Jello to a Wall. *Journal of Business Ethics, 4*(5), 377-383.

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics, 47*(1), 13-37.

Lintner, J. (1969). The Aggregation of Investor's Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 4*(4), 347-400.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Liu, S. (2000). Changes in the Nikkei 500: New Evidence for Downward Sloping Demand Curves for Stocks. *International Review of Finance, 1*(4), 245-267.

Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). Stock Market Prices do not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. *The Review of Financial Studies, 1*(1), 41-66.

Loiselet, E. (2000). L'investissement socialement responsable: genèse, méthode, enjeux. *L'Économie politique*(7).

Loiselet, E. (2003). Investissement socialement responsable : l'âge de la diffusion. *L'Économie politique, 18*(2), 62-74.

Louche, C. (2004). *Ethical Investment: processes and mechanisms of institutionalisation in the Netherlands, 1990-2002*.Unpublished manuscript, Rotterdam.

Louche, C., & Lydenberg, S. (2006). Socially responsible investment: difference between Europe and United States. *Vlerick Leuven Gent Management School Working Papers*

Louche, C., & Lydenberg, S. (2010). Responsible Investment. In J. R. Boatright (Ed.), *Financial Ethics*: Robert W. Kolb Series in Finance.

Louche, C., & Lydenberg, S. (Forthcoming). Responsible Investment. In J. R. Boatright (Ed.), *Financial Ethics*: Robert W. Kolb Series in Finance.

Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance, 50*(1), 23-51.

Louppe, A., & Rocaboy, A. (1994). consumérisme vert et démarche marketing *Revue Française de Gestion, mars-avril-mai* (98), 26-32.

Lubatkin, M. (1987). Merger Strategies and Stockholder Value. *Strategic Management Journal, 8*(1), 39-53.

Lynch, A. W., & Mendenhall, R. R. (1997). New Evidence on Stock Price Effects Associated with Changes in the S & P 500 Index. *The Journal of Business, 70*(3), 351-383.

Lyon, J. D., Barber, B. M., & Tsai, C.-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *The Journal of Finance, 54*(1), 165-201.

MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature, 35*(1), 13-39.

Maignan, I., Ferrell, O., & Hult, G. (1999). Corporate citizenship: Cultural antecedents and business benefits. *Journal of the Academy of Marketing Science, 27*(4), 455-469.

Maignan, I., & Ferrell, O. C. (2000). Measuring Corporate Citizenship in Two Countries: The Case of the United States and France. *Journal of Business Ethics, 23*(3), 283-297.

Mandelbrot, B. (1966). Forecasts of Future Prices, Unbiased Markets, and "Martingale" Models. *The Journal of Business, 39*(1), 242-255.

Mandelker, G. (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics, 1*(4), 303-335.

Marens, R. (2003). Evolution du gouvernement des entreprises : l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXéme siècle. *Finance Contrôle Stratégie, 6*(4), 97-131.

Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly, 48*(2), 268-305.

Marinetto, M. (1999). The historical development of business philanthropy: social responsibility in the new corporate economy. *Business History, 41*(4), 1-20.

Markides, C. C. (1992). Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence. *The Academy of Management Journal, 35*(2), 398-412.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance, 7*(1), 77-91.

Marsden, C. (2000). The New Corporate Citizenship of Big Business: Part of the Solution to Sustainability? *Business and Society Review, 105*(1), 8-25.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Mathews, M. R. (1997). Twenty-five years of social and environmental accounting research: Is there a silver jubilee to celebrate? *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 10*(4), 481-531.

Matten, D., & Crane, A. (2005). Corporate Citizenship: toward an extended theoetical conceptualisation. *Academy of Management Review, 30*(1), 166-179.

Matten, D., & Moon, J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *The Academy of Management Review, 33*(2), 404-424

McGuire, J. W. (1963). *Business and society*. New York,: McGraw-Hill.

McHugh, F. P. (1988). *Keyguide to information sources in business ethics*. London-New York: Mansell-Nichols

McMillan, G. S., & Joshi, M. P. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: Sustainable Competitive Advantage and Firm Performance: The Role of Intangible Resources. *Corporate Reputation Review, 1*(1), 81-85.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal, 21*(5), 603-609.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review, 26*(1), 117-127.

Ménager, L. (2006). Connaissance commune et consensus. *Revue d'Économie Industrielle*(114-115), 41-66.

Mercier, S. (2006, 7-8 décembre 2006, Paris.). *Aux origines de la Stakeholder Theory : 1916-1950.* Paper presented at the 1er Congrès du RIODD (Réseau International de Recherche sur les Organisations et le Développement Durable), Paris, France.

Michaely, R., Thaler, R. H., & Womack, K. L. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance, 50*(2), 573-608.

Miles, M. B., & Huberman, A. M. (2003). *Analyse des données qualitatives* (2ème ed. Vol. 625). Paris: de boeck.

Milgrom, P., & Stockey, N. (1982). Information, Trade and Commun Knowledge. *Journal of Economic Theory, 26*, 17-27.

Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *The Journal of Business, 73*(3), 287-329.

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review, 22*, 853-886.

Moore, G. (2001). Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry. *Journal of Business Ethics, 34*(3), 299-315.

Murray, K. B., & Vogel, C. M. (1997). Using a hierarchy-of-effects approach to gauge the effectiveness of corporate social responsibility to generate goodwill toward the firm: Financial versus nonfinancial impacts. *Journal of Business Research, 38*(2), 141-159.

Myers, J. H., & Bakay, A. J. (1948). Influence of Stock Split-Ups on Market Price. *Harvard Business Review, 26*, 251-255.

Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. *Accounting, Organizations and Society, 23*(3), 265-282.

Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica, 55*(3), 703-708.

Norman, W., & MacDonald, C. (2004). Getting to the bottom of "Triple Bottom Line". *Business Ethics Quarterly, 14*(2), 243-262.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Novethic. (2008). *Quelle place pour les fonds environnementaux au sein de l'ISR? Caractéristiques, approches thématiques et démarches ISR des fonds environnementaux européens*: Novethic.

Organ, D. W. (1988). *Organizational Citizenship Behavior - The Good Soldier Syndrome* (1st ed ed.). Massachusetts/Toronto: Lexington.

Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*: Odile Jacob.

Orléan, A. (2004). What is a Collective Belief ? In P.Bourgine & J.-P. Nadal (Eds.), *Cognitive Economics: an Interdisciplinary Approach* (pp. 199-212): Berlin, Heidelberg & New York, Springer-Verlag.

Orléan, A. (2004a). Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique. *Rapport du CAE Les crises financières, 50*.

Osborne, M. F. M. (1959). Brownian Motion in the Stock Market. *Operations Research, 7*(March-April), 145-173.

Padioleau, J.-G. (1989). L'éthique est-elle un outil de gestion? *Revue Française de Gestion, Juin-Juillet-Août*(74), 82-91.

Patell, J. M. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test. *Journal of Accounting Research, 14*(2), 246-276.

Penalva Icher, E. (2007). *Réseaux et Régulation d'un marché financier "socialement responsable": en attendant la concurrence…*: Thèse de doctorat, Université Lille I – Lille.

Perrin, F. (2003). *La construction d'un système d'information environnemental: d'une logique de communication à une logique de valorisation*: Thèse de doctorat, CERAG Université Grenoble II – Grenoble.

Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance, 27*(5), 993-1007.

Pfeffer, J. (1994). Competitive advantage through people. *California Management Review, 36*(2), 9-28.

Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row

Podolny, J. M. (1993). A Status-Based Model of Market Competition. *The American Journal of Sociology, 98*(4), 829-872.

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review, 84*(12), 78-92, 163.

Porter, M. E., & van der Linde, C. (1995a). Green and competitive: Ending the stalemate. *Harvard Business Review, 73*(15), 120-134.

Porter, M. E., & van der Linde, C. (1995b). Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship. *The Journal of Economic Perspectives, 9*(4), 97-118.

Porter, T. M. (1994). Accounting and science : natural inquiry and commercial reason. In M. Power (Ed.), *Making things quantitative* (pp. xvii, 288 p.). New York: Cambridge University Press.

Porter, T. M. (1995). *Trust in numbers : the pursuit of objectivity in science and public life*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Post, J. E., Preston, L. E., & Sachs, S. (2002). Managing the Extended Enterprise: THE NEW STAKEHOLDER VIEW. *California Management Review, 45*(1), 6-28.

Pratt, M. G. (2000). The Good, the Bad, and the Ambivalent: Managing Identification among Amway Distributors. *Administrative Science Quarterly, 45*(3), 456-493.

Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business & Society, 36*(4), 419-429.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Preston, L. E., & Post, J. E. (1975). *Private management and public policy : the principles of public responsibility*. New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Rikhardsson, P. (1999). Statutory Environmental Reporting in Danmark, Status an Challenges. In M. Bennet & P. James (Eds.), *Sustainable Measures, Evaluation and Reporting of Environmental and Social Performance* (pp. 586). London: Greenleaf Publishing.

Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance, 46*(1), 3-27.

Riva, F. (2008). *Applications financières sous Excel en Visual Basic*. Paris: Economica.

Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (1997). Part IV: How Do Reputations Affect Corporate Performance?: The Value of a Firm's Corporate Reputation: How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability. *Corporate Reputation Review, 1*(1), 72-76.

Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society, 17*(6), 595-612.

Roberts, S. (2003). Supply Chain Specific? Understanding the Patchy Success of Ethical Sourcing Initiatives. *Journal of Business Ethics, 44*(2), 159-170.

Roger, P. (1988). Théorie des marchés efficients et asymétrie d'information : une revue de la littérature. *Finance, 9*(1), 57-98.

Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics, 4*(2), 129-176.

Rosenberg, B., & Marathe, V. (1976). Common Factors in Security Returns: Microeconomic Determinants and Macroeconomic Correlates, *Proceedings: Seminar on the Analysis of Security Prices*. Graduate School of Business, University of Chicago, May 13-14,1976.

Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management 13*(2), 9-17.

Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory, 13*(3), 341-360.

Ross, S. A. (1987). Finance. In M. M. e. P. N. J. Eatwell (Ed.), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics* (Vol. 2, pp. 322-336).

Rowley, T., & Berman, S. (2000). A brand new brand of corporate social performance. *Business and Society, 39*, 397-418.

Rubinstein, M. (1975). Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy. *The American Economic Review, 65*(5), 812-824.

Samuelson, P. A. (1965). Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review, 6*(2), 41-49.

Scholes, M. S. (1972). The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices. *The Journal of Business, 45*(2), 179-211.

Schultz, P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *The Journal of Finance, 58*(2), 483-517.

Selekman, B. M. (1959). *A moral philosophy for management*. New York,: McGraw-Hill.

Serret, V. (2004). L'engagement actionnarial : principes, enjeux, limites, *papier présentée à la 22ème Université d'été de l'audit social, IAS*. Luxembourg, 26 et 27 août 2004.

Sethi, S. P. (1975). Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytical Framework. *California Management Review, 17*(3), 58-64.

Shapiro, C. (1983). Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations. *The Quarterly Journal of Economics, 98*(4), 659-680.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance, 19*(3), 425-442.

Shiller, R. J. (1990). Speculative Prices and Popular Models. *The Journal of Economic Perspectives, 4*(2), 55-65.

Shleifer, A. (1986). Do Demand Curves for Stocks Slope Down? *The Journal of Finance, 41*(3), 579-590.

Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The Noise Trader Approach to Finance. *The Journal of Economic Perspectives, 4*(2), 19-33.

SIF. (2008). *2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States - Executive Summary*. Washington: SIF (Social Investment Forum).

SIO. (2009). *Canadian Socially Responsible Investment Review 2008*. Toronto: SIO (Social Investment Organization).

SiRi Group. (2001). *Green, social and ethical funds in Europe 2001*. Milan: SiRi Group/Avanzi.

Smith, C. A., Organ, D. W., & Near, J. P. (1983). Organizational Citizenship Behavior: Its Nature and Antecedents. *Journal of Applied Psychology, 68*(4), 653-663.

Solnik, B. H. (1973). Note on the Validity of the Random Walk for European Stock Prices. *The Journal of Finance, 28*(5), 1151-1159.

Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment? *Business Ethics: A European Review, 10*(3), 194-205.

Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment : A Global Revolution* London: Wiley.

Starik, M., & Rands, G. P. (1995). Weaving an Integrated Web: Multilevel and Multisystem Perspectives of Ecologically Sustainable Organizations. *The Academy of Management Review, 20*(4), 908-935.

Stattman, D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers, 4*, 25-45.

Strauss, A., & Corbin, J. (1998). *Basics of Qualitative Research* (2 ed.): Sage.

Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review, 20*(3), 571-610.

Tajfel, H., & Turner, J., C. . (1985). The Social Identity Theory of Intergroup Behavior. In S. W. a. W. G. Austin (Ed.), *Psychology ofl Intergroup Relations* (pp. 6-24). Chicago: Nelson-Hall.

Thaler, R. H., Tversky, A., Kahneman, D., & Schwartz, A. (1997). The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test. *The Quarterly Journal of Economics, 112*(2), 647-661.

Tilling, M. V. (2004). Communication at the Edge: Voluntary social and environmental reporting in the annual report of a legitimacy threatened corporation, *presented at the 4th Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting (APIRA) Conference*. Singapore, 4-6 July, 2004.

Tirole, J. (1982). On the Possibility of Speculation under Rational Expectations. *Econometrica, 50*(5), 1163-1181.

Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica, 69*(1), 1-35.

Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees. *The Academy of Management Journal, 40*(3), 658-672.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, 185*(4157), 1124-1131.

Valor, C. (2005). Corporate Social Responsibility and Corporate Citizenship: Towards Corporate Accountability. *Business and Society Review, 110*(2), 191-212.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Van Horne, J. C., & Parker, G. G. C. (1967). The Random-Walk Theory: An Empirical Test. *Financial Analysts Journal, 23*(6), 87-92.

Vigeo Italia. (2009). *Green, social and ethical funds in Europe 2009*. Milan: Vigeo Group.

Vogel, D. (1978). *Lobbying the corporation - Citizen challenges to business authority*. New york: basic Books, Inc.

Vogel, D. (2005). *The Market for Virtue: The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*: Brookings Institution Press.

Waddock, S. (2000). The multiple bottom lines of corporate citizenship: Social investing, reputation, and responsibility audits. *Business and Society Review, 105*, 323-345.

Waddock, S. (2001). The multiple bottom lines of corporate citizenship: Social investing, reputation, and responsibility audits. *Business and Society Review, 105*, 323-345.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997a). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal, 18*, 303-319.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997b). Quality of Management and Quality of Stakeholder Relations: Are They Synonymous? *Business Society, 36*(3), 250-279.

Wartick, S. L., & Cochran, P. L. (1985). The evolution of the corporate social performance model. *Academy of Management Review, 10*, 758-769.

Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business, 46*(2), 191-211.

Weiss, J. W. (1994). *Business Ethics : a managerial stakeholder approach*: Belmont, Calif. : Wadsworth Pub. Co.

Williamson, O. E. (1975). *Market and Hierarchies*. New York: The Free Press.

Wilson, R. (1968). The theory of syndicates. *Econometrica, 36*, 119-132.

Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review, 16*, 691-718.

Wood, D. J. (1991). Social Issues in Management: Theory and Research in Corporate Social Performance. *Journal of Management, 17*(2), 383.

Working, H. (1958). A Theory of Anticipatory Prices. *American Economic Review, 48*(2), 188-199.

Worrell, D. L., Wallace, N. D., III, Chandy, P. R., & Sharon, L. G. (1986). Management Turnover through Deaths of Key Executives: Effects on Investor Wealth. *The Academy of Management Journal, 29*(4), 674-694.

Worrell, D. L., Wallace, N. D., III, & Sharma, V. M. (1991). Layoff Announcements and Stockholder Wealth. *The Academy of Management Journal, 34*(3), 662-678.

Yin, R. K. (1994). *Case study research*. Newbury Park, CA: Sage.

Zenisek, T. J. (1979). Corporate social responsibility: A conceptualization based on organizational literature. *Academy of Management Review*(4), 359-368.

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Annexes

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Annexe 1 : extrait du fichier des notes et des scores délivrées par Vigéo[67]

Produced	HR rating	HR score	ENV rating	ENV score	C&S rating	C&S score	CG rating	CG score	CIN rating	CIN score	HRts rating
01/04/04	-	33	-	33	=	47	=	50	--	19	
01/04/04	=	36	=	51	=	27	=	41	-	27	=
01/04/04	=	33	=	39	+	36	-	26	-	14	-
01/04/04	--	20	-	16	-	15	=	37	-	18	-
01/04/04	-	28	+	53	-	20	-	9	-	30	-
01/04/04	+	68	+	69	+	52	=	53	+	65	+
01/04/04	=	37	+	51	+	42	=	42	=	30	=
01/04/04	-	26	=	31	=	29	-	35	-	12	-
01/04/04	+	45	=	30	=	33	=	48	+	38	+
01/04/04	-	28	-	12	-	28	-	32	-	29	-
01/04/04	=	45	=	38	=	32	-	36	=	57	=
01/04/04	-	12	-	19	-	16	=	36	-	14	--
01/04/04	+	56	+	67	+	61	+	59	=	65	+
01/04/04	=	30	-	21	-	19	=	40	-	17	-
01/04/04	+	51	+	46	+	53	=	37	+	68	+
01/04/04	=	19	-	3	-	12	-	32	-	19	-
01/04/04	--	7	--	1	--	17	--	11	-	8	--
01/04/04	+	58	=	37	=	21	-	27	=	34	=
01/04/04	-	25	-	10	-	16	-	20	-	19	-

[67] Il s'agit d'un extrait du fichier original où nous retenons juste la partie du tableau qui nous intéresse, d'autres colonnes complétant le tableau ne figurent pas sur l'exemple ci-dessus (noms des entreprises, codes ISIN, secteurs, etc.)

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Annexe 2 : Thèmes, sous-thèmes et codes utilisés dans l'analyse qualitative des entretiens

	Thèmes et sous-thèmes	Codes
	Thème 1 : Le profil du répondant	Prof
	- Métier :	Prof/Met
	✓ Analyste financier *sell-side*	Prof/Met/AFS
	✓ Analyste financier *buy-side*	Prof/Met/AFB
	✓ Analyste ISR *sell-side*	Prof/Met/AIS
	✓ Analyste ISR *buy-side*	Prof/Met/AIB
	✓ Gérant de fonds traditionnel	Prof/Met/GT
	✓ Gérant de fonds ISR	Prof/Met/GI
	- Expérience dans le même métier :	Prof/Exper
	✓ Moins de 5 ans ✓ Entre 5 et 10 ans ✓ Plus de 10 ans	Prof/Exper/Junior Prof/Exper/Senior Prof/Exper/Senior+
	Thème 2 : Le contenu informationnel des informations sociétales	Cont
	- Elles n'ont pas de contenu informationnel	Cont-0
	✓ Interprétation de l'absence de contenu perçu :	Cont-0/Interp
	▪ Car n'apportent aucune précision sur les activités de l'entreprise, sa rentabilité ou son risque	Cont-0/Interp/Pert0
	▪ Car elles n'apportent rien de nouveau par rapport aux autres informations	Cont-0/Interp/Nouv0
	- Elles ont un contenu informationnel	Cont-1
	✓ Interprétation du contenu perçu :	Cont-1/Interp

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et les risques de l'entreprise d'un point de vue commercial	Cont-0/Interp/Client
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue RH	Cont-0/Interp/RH
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue Environnement	Cont-0/Interp/Env
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue Gouvernement d'entreprise	Cont-0/Interp/Gouv
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue Fournisseurs	Cont-0/Interp/Fourn
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue Réputation	Cont-0/Interp/Reput
	▪ Car permettent d'évaluer les avantages et risques de l'entreprise du point de vue Licence-to-Operate	Cont-0/Interp/LtO
	- Elles n'ont pas systématiquement de contenu :	Cont-?
	✓ Raisons de l'absence ou de présence du contenu perçu	Cont-?/Interp
	▪ Car tout dépend du contexte de l'entreprise (activités, enjeux du moment, pressions, projet de loi, …)	Cont-?/Interp/Context
	▪ Car tout dépend de la dimension sociétale (Environnement, RH, …)	Cont-?/Interp/Dim
*	▪ Car tout dépend de la source de l'information (Entreprise, Agence de notation, médias, …)	Cont-?/Interp/Source

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

	Thème 3 : L'utilisation des informations sociétales dans l'évaluation financière et les choix d'investissement classique	Use
	- Le répondant ne l'utilise jamais	Use-0
	✓ Raison de la non-utilisation	Use-0/Interp
	▪ Car elles n'ont aucun contenu informationnel	Use-0/Interp/Cont0
*	▪ Car leurs effets ne se matérialisent qu'à long terme	Use-0/Interp/LT
*	▪ Car il est difficile de les traduire en chiffre (problème de matérialité)	Use-0/Interp/Mat
*	▪ Car le temps est limité et il ne permet pas de s'y pencher	Use-0/Interp/ DdeClt0
*	▪ Car elles ne sont pas fiables (sources, validité, …)	Use-0/Interp/Fiab
*	▪ Car la communication des entreprises n'est pas encore suffisamment bonne sur ces domaines	Use-0/Interp/Comm
*	▪ Car les clients ne s'y intéressent pas	Use-0/ Interp/DdeClt
*	▪ Car les autres investisseurs et analystes ne l'utilisent pas	Use-0/ Interp/Market-Use-0
	- Le répondant l'utilise	Use-1
	✓ Fréquence	Use-1/Freq
	▪ toujours	Use-1/Freq/Tjs
	▪ parfois	Use-1/Freq/Parf
	✓ Mode d'utilisation	Use-1/Mode
	▪ Pour évaluer la rentabilité future du titre	Use-1/Mode/RentFut
	▪ Pour évaluer les risques potentiels	Use-1/Mode/RiskPot

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

	▪ Pour évaluer le Goodwill	Use-1/Mode/Good
	▪ Difficile à dire	Use-1/Mode/ ?
	Thème 4 : Les sources d'informations sociétales	Source
	- Médias	Source/Med
	- Brokers	Source/Brok
	- Entreprises	Source/Ese
	✓ Documents (Rapport annuel, rapport développement durable, site internet, …)	Source/Ese/Doc
*	✓ Visites entreprise	Source/Ese/Visit
*	✓ Questions posées aux managers	Source/Ese/Manager
	- Agences de notation sociétale	Source/Agence
	✓ Ratings	Source/Agence/Rat
	✓ Indices socialement responsables	Source/Agence/Ind
	✓ Notes et Rapports de recherche	Source/Agence/Rech

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Liste des tableaux

Tableau 1 : Quelques définitions de la RSE-1 51
Tableau 2 : Les trois visions de la citoyenneté d'entreprise 67
Tableau 3 : Les principaux filtres des référentiels d'exclusion 78
Tableau 4 : Les principaux filtres des référentiels d'exclusion (D'après de Brito et al., 2004) 81
Tableau 5 : Les fonds ISR les plus importants en termes d'actifs gérés en Europe 91
Tableau 6 : Exemples de définitions managériales des notions de « *Core SRI* » et de « *broad SRI* » 98
Tableau 7 : Les principaux référentiels et standards volontaires en matière de communication sociétale 107
Tableau 8 : Les principales réglementations européennes applicables en matière de communication sociétale 109
Tableau 9 : Exemples d'agences de notation sociétale et de produits et services offerts 120
Tableau 10 : Exemples de critères d'évaluation des entreprises par les agences de notation sociétale 125
Tableau 11 : Les principales familles d'indices socialement responsables 129
Tableau 12 : Principales différences entre la notation sollicitée et la notation déclarative ... 132
Tableau 13 : Exemples de critères d'évaluation des pays par les agences de notation sociétale 135
Tableau 14 : Exemples d'extraits de présentation des produits et services d'aide à l'intégration des dimensions ESG sur les agences de notations sociétales 138
Tableau 15 : L'argument de l'impact des dimensions ESG sur la performance financière des entreprises dans les discours des principaux défenseurs de l'intégration 144
Tableau 16: Les enjeux partenariaux de l'entreprise 232
Tableau 17 : l'échelle RADP (Réactif, Défensif, Adaptatif, Proactif) 233
Tableau 18 : Les contributions et les attentes des parties prenantes de la firme selon la théorie de l'agence élargie 234
Tableau 19 : Les principales hypothèses citées dans la littérature sur les relations entre PSE et PFE 238

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Tableau 20 : Exemples d'études d'événement mobilisées dans différents domaines de recherche en gestion 303
Tableau 21 : les principaux risques liés à la construction d'un test d'hypothèse 317
Tableau 22 : Les dates de remaniement de l'ASPI et le nombre de titres entrés et sortis 339
Tableau 23 : Les portefeuilles de titres formés pour l'estimation des rentabilités 343
Tableau 24 : Les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes standardisées (RAMS) journalières pour les portefeuilles de titres entrés dans l'indice 346
Tableau 25 : Les rentabilités anormales moyennes (RAM) et les rentabilités anormales moyennes standardisées (RAMS) journalières pour les portefeuilles de titres sortis de l'indice 347
Tableau 26 : Les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) et les rentabilités anormales moyennes standardisées cumulées (RAMSC) pour les portefeuilles de titres entrés dans l'indice 348
Tableau 27 : Les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) et les rentabilités anormales moyennes standardisées cumulées (RAMSC) pour les portefeuilles de titres sortis de l'indice 348
Tableau 28 : les titres représentant le marché de la zone Euro 356
Tableau 29 : Coefficients de corrélation entre les différents facteurs utilisés 357
Tableau 30 : Résultats des estimations réalisées avec le MEDAF pour les portefeuilles construits selon la dimension performance environnementale 359
Tableau 31 : Résultats des estimations réalisées avec le modèle de Carhart pour les portefeuilles construits selon la dimension performance environnementale 359
Tableau 32 : Echantillon des personnes interviewées 377

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Liste des figures

Figure 1 : Les différents découpages des périodes de développement du champ de la RSE, d'après (De George, 1987 ; McHugh, 1988 et Epstein, 2002) 27
Figure 2 : Les principales idées et faits marquants de l'histoire du développement du champ de la RSE d'après De George (1987), McHugh (1988) et Epstein (2002) 28
Figure 3 : Historique de la théorisation du questionnement éthique et social de l'entreprise (d'après Gendron, 2000) 45
Figure 4 : L'accumulation des concepts dans le champ de la RSE (D'après De Bakker et al. 2005) 47
Figure 5 : Evolution du nombre de fonds thématiques environnementaux créés en Europe ... 84
Figure 6 : Les montants investis selon une approche d'engagement actionnarial en Europe en 2008 88
Figure 7 : L'évolution des fonds ISR en nombre et en montant aux Etats-Unis 92
Figure 8 : L'évolution des fonds ISR en nombre et en montant en Europe 92
Figure 9 : Les actifs des fonds ISR par rapport au total des actifs des OPCVM en Europe 93
Figure 10 : Le processus d'investissement défini par AXA IM 95
Figure 11 : Le processus d'investissement défini par CDC IXIS AM 95
Figure 12 : Evolution des montants globaux investis en ISR en Europe 99
Figure 13 : Evolution des montants globaux investis en ISR au Canada 99
Figure 14 : Evolution des montants globaux investis en ISR aux Etats-Unis 100
Figure 15 : La distribution des montants mondiaux investis en ISR en 2008 (environ 5000 milliards d'euros) 101
Figure 16 : La croissance du nombre d'organismes et de recherches intégrant les critères de performance sociétale dans l'analyse financière selon l'EAI 141
Figure 17 : Les trois types d'efficience 153
Figure 18 : Le comportement des investisseurs tend à éliminer les formes cycliques 162
Figure 19 : L'ajustement du prix d'un titre à une nouvelle information 164
Figure 20 : La nature des informations intégrées dans les prix des titres pour chaque forme d'efficience (selon Fama, 1970) 167
Figure 21: Le modèle « input-output » de la firme (d'après Donaldson et Preston, 1995) 227
Figure 22: Le modèle parties prenantes de la firme (d'après Donaldson et Preston, 1995) .. 227

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Figure 23: L'impossibilité de maximiser deux dimensions simultanément 243
Figure 24 : Réputation de l'entreprise et acquisition d'avantages stratégiques 256
Figure 25 : Les principaux arguments en faveur d'un impact négatif de la PSE sur la PFE . 274
Figure 26 : Les principaux arguments en faveur d'un impact positif de la PSE sur la PFE .. 275
Figure 27 : les périodes d'analyse d'une étude d'événement 314
Figure 28 : La correspondance entre les notes Vigéo et les notes ASPI 338
Figure 29 : La formule de calcul de la note globale ASPI 338
Figure 30 : les fenêtres d'estimation et d'événement retenus dans l'étude 342

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Listes des encadrés

Encadré 1 : Exemple de cours pionnier en éthique des affaires: «The Barbara Weinstock Lectures on the Morals of Trade» 39
Encadré 2 : La définition de l'éthique des affaires par Epstein (1987) 48
Encadré 3 : La définition de la responsabilité des hommes d'affaires par Bowen (1953) 50
Encadré 4 : La définition de la PSE par Wood (1990a) 57
Encadré 5 : La définition de la RSE-3 par Frederick (1986) 59
Encadré 6 : Extraits du rapport d'activité de 2006 du groupe SEB évoquant sa notation sociétale par l'agence de notation Vigéo 296
Encadré 7 : Extraits du rapport annuel de 2007 du groupe CAPGEMINI évoquant sa notation sociétale par l'agence de notation Vigéo 297
Encadré 8 : Exemples d'extraits de communiqués de presse indiquant la présence des entreprises dans des indices socialement responsables 298

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Table des matières

Sommaire 7

Introduction générale 9

Première partie. Performance sociétale de l'entreprise et valorisation financière : fondements théoriques d'une problématique émergente 20

Chapitre 1. La PSE : naissance, développement et diffusion d'un concept 22

2. Le champ de la RSE 23

1.1 L'émergence et la diffusion d'une doctrine 24

1.1.1 L'influence des valeurs religieuses 32

1.1.2 Les bouleversements socio-économiques du début du siècle 34

1.1.3 Le développement de la firme managériale 37

1.1.4 Les mouvements sociaux d'après guerre 40

1.1.5 L'intérêt académique pour le sujet 42

1.2 L'évolution de la pensée et des concepts dans le champ de la RSE 44

1.2.1 L'éthique des affaires 47

1.2.2 La responsabilité sociétale des hommes d'affaires 49

1.2.3 La responsabilité sociétale de l'entreprise ou RSE-1 51

1.2.4 La sensibilité sociétale de l'entreprise ou RSE-2 53

1.2.5 La performance sociétale de l'entreprise ou PSE 54

1.2.6 La rectitude sociétale ou RSE-3 58

1.2.7 Le développement durable 60

1.2.8 La triple bottom line 62

1.2.9 La citoyenneté de l'entreprise 63

3. La RSE gagne les marchés financiers 70

3.3 L'investissement socialement responsable (ISR) 72

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.3.1 L'ISR : naissance et diffusion 73

3.3.2 L'ISR : une multitude d'approches 77

3.3.2.1 L'approche d'exclusion 78

3.3.2.2 L'approche de sélection positive 80

3.3.2.3 L'approche thématique 82

3.3.2.4 L'approche d'engagement actionnarial 84

3.3.2.5 L'investissement communautaire 89

3.3.3 L'ISR : chiffres et réalités 89

3.4 La communication sociétale des entreprises 102

3.4.1 La communication sociétale : le renouveau d'une pratique ancienne 104

3.4.2 La communication sociétale : normes et règles en vigueur 106

3.5 La notation sociétale 115

3.5.1 Les agences de notation sociétale : émergence et premiers pas 116

3.5.2 Les produits et services des agences de notation sociétale: d'un marché de niche à un marché de masse 119

3.5.2.1 La notation déclarative 123

3.5.2.2 Les indices boursiers socialement responsables 128

3.5.2.3 La notation sollicitée et le conseil 131

3.5.2.4 Vers des produits et services adaptés au plus grand nombre d'investisseurs 133

3.6 Les nouvelles initiatives encourageant l'intégration des critères de PSE dans les processus d'évaluation et d'investissement 139

Synthèse du premier chapitre 147

Chapitre 2. L'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres.: principaux courants de pensée 148

1. Information et valorisation des titres : les apports de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers (Efficient Market Hypothesis, EMH) 151

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1 L'efficience des marchés financiers : clarification des termes et origines du débat 152

1.1.1 Le concept d'efficience dans la littérature financière 152

1.1.2 Les prémices de l'EMH 154

1.2 L'EMH selon l'approche traditionnelle 156

1.2.1 L'EMH : premières formalisations 157

1.1.1.1 L'EMH : conditions 159

1.1.1.2 L'EMH : conséquences 160

1.1.1.3 L'utilité des techniques de prévision des prix dans un contexte d'efficience des marchés 161

a. L'utilité de l'analyse technique 161

b. L'utilité de l'analyse fondamentale 163

1.2.2 Les trois formes d'efficience des marchés selon Fama (1970) 165

1.2.2.1 La forme faible de l'efficience 165

1.2.2.2 La forme semi- forte de l'efficience 166

1.2.2.3 La forme forte de l'efficience 166

1.2.3 L'EMH à l'épreuve des tests 167

1.2.3.1 Les tests de la forme faible de l'efficience 168

1.2.3.2 Les tests de la forme semi-forte de l'efficience 169

1.2.3.3 Les tests de la forme forte de l'efficience 170

1.2.4 Vers une nouvelle définition de l'efficience 172

1.2.4.1 L'aménagement de la définition de l'efficience en réponse à la critique de LeRoy (1976) 172

1.2.4.2 L'aménagement de la définition de l'efficience selon la proposition de Jensen (1978) 177

1.3 L'EMH revisitée 179

1.3.1 Les limites des définitions traditionnelles de l'EMH 180

1.3.1.1 La notion de « valeur fondamentale » 182

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.3.1.2 La notion d' « information disponible » 184

1.3.1.3 La notion d'« ensemble d'information » 185

1.3.1.4 Le « reflet total » de l'information disponible dans les prix 186

1.3.2 L'EMH redéfinie : des conditions abandonnées pour une approche élargie 188

1.3.2.1 L'efficience définie par l'action 190

1.3.2.2 L'efficience dans un cadre de transmission des informations par les prix 193

1.3.2.3 Une vision hybride de l'efficience..... 195

2. Le lien entre la performance financière de l'entreprise (PFE) et la performance sociétale de l'entreprise (PSE) : état des lieux de la littérature conceptuelle..... 203

2.1 Les principales visions de l'entreprise 204

2.1.1 La vision actionnariale de la firme..... 205

2.1.1.1 L'influence de la théorie des droits de propriété et de la théorie de l'agence 205

a. La théorie des droits de propriété..... 205

b. La théorie de l'agence 209

2.1.1.2 L'influence de l'approche libérale..... 212

2.1.2 La vision partenariale de la firme..... 216

2.1.2.1 La vision partenariale normative 219

2.1.2.2 La vision partenariale instrumentale..... 226

2.2 Exploration des arguments conceptuels sur les liens entre la PFE et la PSE. 237

2.2.1 Les arguments en faveur d'un impact négatif de la PSE sur la PFE..... 241

2.2.1.1 La dispersion des objectifs des managers..... 242

2.2.1.2 L'affaiblissement des systèmes de contrôle 244

2.2.1.3 L'accroissement des coûts de l'entreprise 247

2.2.2 Les arguments en faveur d'un impact positif de la PSE sur la PFE..... 249

2.2.2.1 Le contrôle des demandes implicites..... 249

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

2.2.2.2 L'acquisition d'avantages compétitifs 255

a. Les avantages liés à l'amélioration de la réputation de l'entreprise 255

b. Les avantages liés aux relations avec les consommateurs 258

c. Les avantages liés aux relations avec les salariés 263

d. Les avantages liés à l'amélioration de la performance environnementale... 266

e. Les avantages liés à l'acquisition d'une plus grande légitimité organisationnelle 270

3. La contribution des apports théoriques retenus au traitement de la problématique de l'intégration des informations sociétales dans la valorisation des titres 278

3.1 De l'utilité des informations sociétales 279

3.2 De l'impact des informations sociétales sur les prix des titres 282

3.3 De la différence d'utilisation de l'information sociétale 283

Synthèse du deuxième chapitre 290

Deuxième partie. La prise en compte des informations sociétales dans la valorisation des titres : mythe ou réalité ? 292

Chapitre 3 : Analyse de la performance financière des entreprises notées par l'agence de notation sociétale Vigéo 295

1. La méthodologie des études d'événement 300

1.1 Les études d'événement à court terme 304

1.1.1 La constitution de l'échantillon des titres étudiés 304

1.1.2 La détermination de la date d'événement 305

1.1.3 Le choix du modèle générateur des rentabilités normales 307

1.1.3.1 Le modèle de la moyenne historique 307

1.1.3.2 Le modèle de l'indice du marché 308

1.1.3.3 Le modèle de marché 310

1.1.3.4 Les modèles économiques 311

1.1.4 L'estimation des paramètres du modèle générateur des rentabilités normales… 313

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

1.1.5 Le calcul et le test des rentabilités anormales 315
1.1.5.1 Les tests paramétriques 317
1.1.5.2 Les tests non paramétriques 320
1.2 Les études d'événement à long terme 323
1.2.1 Le choix d'une norme pour le calcul des rendements normaux 324
1.2.1.1 Les modèles d'évaluation des actifs financiers 324
a. Le modèle à trois facteurs de Fama et French (1993) 325
b. Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) 327
1.2.1.2 Les modèles comparatifs 328
a. Le portefeuille de référence 328
b. Les firmes de contrôle 329
1.2.2 Les approches de mesure des performances à long terme 329
1.2.2.1 L'approche achat-conservation 330
1.2.2.2 L'approche en temps calendaire 331
2. L'impact des entrées et des sorties de l'indice ASPI Eurozone sur les cours des titres 335
2.1 Les objectifs de l'étude d'événement à court-terme 335
2.2 La définition des événements 337
2.3 L'estimation des rentabilités normales 340
2.3.1 La collecte des données boursières et le calcul des rentabilités observées 341
2.3.2 La constitution des portefeuilles de titres 342
2.3.3 L'estimation des rentabilités normales des portefeuilles par le modèle du marché 344
2.4 Le calcul des rentabilités anormales et les tests statistiques 344
2.5 Les résultats de l'étude 346
3. L'impact de la notation sociétale sur la performance à long terme des entreprises 351
3.1 Les objectifs de l'étude d'événement à long-terme 351

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.2 Les données utilisées 353
3.3 Le calcul de la différence de performance financière 354
3.4 Les résultats de l'étude 358
Synthèse du troisième chapitre 363
Chapitre 4 : Perception et utilisation des informations sociétales : les apports d'une étude qualitative exploratoire 364
1. Objectifs et méthode d'investigation de l'étude 365
1.1 Objectifs de l'étude qualitative 365
1.2 La méthode d'investigation par entretien 366
1.2.1 La méthode de collecte de données par entretien 366
1.2.2 Le traitement des données 368
1.2.2.1 Le codage des données 369
1.2.2.2 L'analyse des données et la rédaction du compte rendu 371
2. La mise en œuvre de l'étude 373
2.1 Le choix des interlocuteurs 373
2.2 Le déroulement des entretiens 378
2.3 Les thèmes abordés dans les entretiens 379
3. Les résultats de l'analyse des entretiens 382
3.1 L'existence d'un contenu informationnel conditionné par la fiabilité de l'information et par le contexte de l'entreprise 382
3.1.1 Le problème de la fiabilité de la comparabilité et de la disponibilité de l'information 384
3.1.2 Les sources d'information privilégiées 387
3.1.3 L'importance accordée à la qualité du management et au gouvernement d'entreprise 391
3.1.4 L'importance du contexte et des caractéristiques de l'entreprise 395
3.2 Une utilisation des informations sociétales conditionnée par le temps, la matérialité des informations et la demande des clients 399

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

3.2.1 Le manque de temps à consacrer aux informations sociétales 400

3.2.2 L'importance de la demande des clients 402

3.2.3 La longueur de la valorisation des dimensions sociétales 405

3.2.4 Le manque de matérialité des informations sociétales 406

3.2.5 Une intégration davantage orientée vers le risque et intervenant en fin de processus de valorisation 408

Synthèse du quatrième chapitre 414

Conclusion générale 415

Bibliographie 428

Annexes 444

Liste des tableaux 450

Liste des figures 452

Listes des encadrés 454

Table des matières 455

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr

Résumé

Les informations sociétales (données et analyses concernant la performance sociétale de l'entreprise ou PSE) sont utilisées depuis des décennies par les investisseurs socialement responsables pour choisir les titres des entreprises jugées acceptables d'un point de vue éthique ou sociétal. Depuis une dizaine d'années, plusieurs initiatives tentent de convaincre les investisseurs traditionnels de l'intérêt d'intégrer ces informations dans l'évaluation financière des titres.

Cette thèse s'interroge sur l'utilité des informations sociétales pour les investisseurs traditionnels et sur leur usage dans la valorisation des titres. D'un point de vue théorique, nous nous intéressons aux développements de l'hypothèse d'efficience des marchés, notamment dans sa version élargie (admettant, entre autres, l'hétérogénéité des croyances), et aux travaux conceptuels traitant du lien entre PSE et performance financière. En croisant les apports de ces travaux, nous montrons que les informations sociétales peuvent être utiles pour la valorisation des titres, mais elles ne peuvent pas être considérées toutes de la même manière. En effet, les signaux qu'elles émettent sont susceptibles d'être interprétés différemment selon l'investisseur et le contexte de l'entreprise. Sur le plan empirique, les études d'événement menées (long-terme et court-terme) montrent que sur l'ensemble des informations testées, certaines génèrent des rendements anormaux statistiquement significatifs. Par ailleurs, l'étude qualitative exploratoire permet de corroborer une partie des propositions émises et d'apporter des éclairages supplémentaires aux questions posées.

Mots clés : informations sociétales - performance sociétale de l'entreprise - performance financière de l'entreprise - hypothèse d'efficience des marchés financiers -étude d'événement

Social information and financial valuation of company stocks

Summary

Social information (data and analysis dealing with the Corporate Social Performance- CSP) has been used for decades by socially responsible investors who take this information into account when choosing company stocks representing companies seen as acceptable from an ethical and social point of view. For almost a decade, initiatives have been taken in persuading traditional investors to integrate this information in the financial evaluation of stocks.

This thesis questions the usefulness of social information for traditional investors as well as the way they use it in evaluating stocks. From a theoretical point of view, this thesis relies on the efficient market hypothesis, especially in its advanced version (admitting, the heterogeneity of beliefs), and conceptual papers on the link between CSP and financial performance. By considering the contributions of this research, we show that social information can be useful for the value increase of stocks, but this information needs to be considered from different angles. Indeed, signals are likely to be interpreted differently according to the investor or to the company's context. On an empirical level, events studies (long and short-term) show that some information items generate abnormal returns which are statistically significant. Moreover the exploratory qualitative research corroborates some of our proposals and gives an additional and interesting perspective to the questions which have been considered.

Key words: social information - corporate social performance - corporate financial performance - efficient market hypothesis - event Study

© 2011 Tous droits réservés.

http://doc.univ-lille1.fr