

**« Impact boursier de l'annonce d'un classement de reporting social »**

**Isabelle DUCASSY et Karine JEANNICOT**

**Isabelle Ducassy  
Professeur de Finance  
Euromed Marseille, Ecole de management  
Domaine de Luminy BP 921 13288 Marseille cedex 9**

**[isabelle.ducassy@euromed-marseille.com](mailto:isabelle.ducassy@euromed-marseille.com)**

**Karine Jeannicot  
Maître de Conférences  
Université Paul Cézanne  
Professeur de Finance  
Euromed Marseille, Ecole de Management  
Domaine de Luminy BP 921 13 288 Marseille cedex 9**

**[karine.jeannicot@euromed-marseille.com](mailto:karine.jeannicot@euromed-marseille.com)**

## **« Impact boursier de l'annonce d'un classement de reporting social »**

### **RÉSUMÉ**

Au-delà de l'article 116 de la loi NRE qui oblige les entreprises françaises faisant appel à l'épargne publique de publier dans leur rapport annuel un certain nombre de données sociales et environnementales, la communication dans le domaine de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) est devenue un enjeu stratégique majeur. Se pose alors la question de l'impact des informations de l'entreprise concernant sa responsabilité sociale sur le comportement des investisseurs. En d'autres termes, existe-t-il une relation entre performance sociétale et performance financière ? Pour répondre à cette question, nous avons réalisé une étude d'évènement mesurant la réaction du marché à l'annonce, par un organisme indépendant, de son classement de reporting social. Les résultats, portant sur un échantillon de 51 entreprises classées dont une trentaine appartient au CAC40, montrent que le marché réagit de façon significative à une telle annonce. Les réactions les plus favorables ont été observées, non pas avec les entreprises en tête du classement, mais avec celles ayant le plus progressé par rapport au classement de l'année précédente, témoignant ainsi de l'importance qu'accordent les investisseurs à la dynamique des entreprises vis-à-vis de la RSE. Par ailleurs, parmi les trois critères, social, environnemental et sociétal, c'est ce dernier qui semble influencer l'impact de ce classement sur le marché.

### **MOTS CLÉS :**

Responsabilité sociale, loi NRE, performance sociale, performance financière, étude d'évènement, volet social, environnemental et sociétal.

## INTRODUCTION

La question de la responsabilité sociale suscite de plus en plus d'intérêt, aussi bien pour les autorités réglementaires, la communauté académique que le grand public. On peut citer le développement des fonds ISR (Investissement Socialement Responsable) qui ont drainé plus de cinq milliards et demi d'euros à la fin 2006, l'adoption de la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques) qui oblige les sociétés cotées en France à publier dans leur rapport annuel des données « *sur la manière dont elles prennent en comptes les conséquences sociales et environnementales de leur activité* », ou de façon plus anecdotique un petit actionnaire s'insurgeant lors d'une assemblée générale<sup>1</sup>.

Comme il est avéré que la communication d'annonces environnementales est devenue un enjeu stratégique majeur pour les entreprises (Cormier et Magnan, 2002 ; Dejean et Gond, 2004), on peut s'interroger sur l'impact éventuel de cette communication environnementale sur le comportement des investisseurs. L'étude du lien entre la performance sociale et la performance financière a donné lieu à un certain nombre de travaux théoriques et empiriques qui aboutissent à des conclusions relativement mitigées. Ces divergences peuvent être expliquées par la multitude des variables utilisées, aussi bien pour mesurer la performance financière que la performance sociale (Allouche et Laroche, 2005).

L'objectif de ce travail est d'évaluer la réaction du marché aux comportements socialement responsables sur un échantillon d'entreprises cotées. Pour ce faire, nous utilisons un classement de reporting social réalisé par un organisme indépendant (le CFIE) et mesurons les rendements anormaux au moyen d'une étude d'événement à l'annonce publique de ce classement.

La première partie de ce travail est consacrée à une présentation, d'une part du concept de responsabilité sociale et, d'autre part de la relation existant entre la performance sociale et la performance financière. Dans la seconde partie de l'article, nous présentons en premier lieu, les choix méthodologiques du classement de reporting social et de notre étude d'événement, et en dernier lieu nos résultats.

### **I. Responsabilité sociétale et performance financière**

Nous allons dans cette première partie établir un état des lieux succinct du concept de la responsabilité sociale pour ensuite présenter quelques résultats de différentes études empiriques qui ont tenté d'établir un lien entre le comportement sociétal des entreprises et la performance financière.

---

<sup>1</sup> Un actionnaire de Total s'était insurgé en pleine assemblée générale des pratiques du groupe pétrolier en Birmanie.

## 1. Un bref état des lieux de la RSE

La responsabilité sociale est sans doute l'équivalent dans l'entreprise de la dimension du développement durable, si ce n'est que le développement durable met en jeu l'entreprise mais aussi l'ensemble des agents économiques. La RSE est définie par la commission européenne comme « *l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales* ». Cette dimension sociale et environnementale s'inscrit pleinement dans la logique de pensée de nombreux acteurs (investisseurs, dirigeants d'entreprise, universitaires, sociétés de gestion, ...) et est devenue indissociable de l'objectif de performance financière et économique de l'entreprise dans une vision à long terme de son développement. Elle représente un domaine extrêmement vaste mais aussi très fédérateur sur lequel se sont penchées de nombreuses disciplines, comme l'Economie, la Sociologie, ..., le Management où se déclinent la Gestion des Ressources Humaines, la Stratégie et l'Organisation, le Marketing, ..., la Finance naturellement au cœur de la création de valeur.

Comme l'indiquent Déjean et Gond (2004) en ce qui concerne la RSE : « *l'analyse comparative des approches managériales et institutionnelles d'une part et des approches théoriques d'autre part peut être déclinée autour de trois questions centrales : celle de la définition du phénomène de responsabilité sociétale, celle de sa mesure (à travers le concept de performance sociétale) et enfin celle de son impact financier.* »

La responsabilité sociale ou plutôt « sociétale » associe trois critères au cœur de l'action volontaire qui sont le social, l'environnemental et l'économique. Elle est aujourd'hui une réelle « stratégie managériale » face aux exigences de la finance de marché mais les prémices de cette démarche nés outre-atlantique ont déjà une cinquantaine d'années, bien que les premières réflexions remontent probablement au début du siècle dernier. Les questions liminaires d'ordre managérial de la responsabilité de l'entreprise ont résulté le plus souvent d'un discours politique, économique et religieux.

Sur un plan académique, c'est Bowen (1953) qui a été un des premiers à proposer un cadre plus construit de la RSE, suivi par d'autres auteurs, comme Davis (1973), Carroll (1979), et Wood (1991). Ces auteurs ont fourni un canevas d'analyse plus étoffé en distinguant plusieurs catégories de RSE : Carroll a élaboré un modèle qui comprend quatre niveaux de responsabilité (économique, juridique, éthique et discrétionnaire) et quatre types de parties prenantes (investisseurs, salariés, clients et société). Wood (1991) a présenté plusieurs niveaux d'approche qui réconcilient certains concepts antérieurs.

La responsabilité sociale reste intrinsèquement attachée à la théorie des parties prenantes (stakeholders) qui consiste pour les dirigeants à prendre en considération tous les acteurs internes et externes à l'entreprise (Freeman, 1984 ; Donaldson et Preston, 1995 ; Margolis et Walsh, 2003). D'une part, ces acteurs ont des exigences et des attentes mais aussi un impact sur la prospérité de l'entreprise et, d'autre part, dans une vision de revalorisation citoyenne, l'homme doit être au cœur des décisions managériales de la construction contingente.

Outre la nécessité d'intégrer désormais l'individu dans l'engagement entrepreneurial, l'environnement est devenu tout aussi partie intégrante de cette logique sociétale. Ces préoccupations se sont aussi renforcées avec les pressions exercées par les associations de protection de l'environnement, des droits de l'homme, du consommateur..., par les catastrophes et déclin écologiques observés sur la planète, par les scandales financiers (faillite, corruption...) mais aussi par des investisseurs qualifiés de « socialement responsables » qui exigent des entreprises qu'ils détiennent des comportements plus engagés dans cette dimension sociétale.

En fonction de ces enjeux fondamentaux, les entreprises ont compris qu'il était non seulement nécessaire de mettre en œuvre une stratégie sociétale mais aussi d'élaborer une communication sur des informations à caractère social et environnemental. Aujourd'hui, les grandes entreprises cotées sont dotées, pour une majorité d'entre elles, d'un responsable environnement, développement durable et/ou d'un responsable sociétal.

La plupart des informations diffusées résultent d'une démarche volontariste, unilatérale et non réglementaire. Peut se poser alors la question de la légitimation et de l'institutionnalisation de la RSE<sup>2</sup>. Néanmoins, certains gouvernements, notamment européens, se sont orientés vers une réglementation en matière de reporting social :

- En 1995, le parlement Danois a adopté le *Green Account Act*. Cette loi est destinée à encourager les entreprises à publier un rapport environnemental (incluant entre autres, des données sur les consommations et les émissions environnementales dans leur processus de production, comme l'énergie, matières premières, traitement des déchets...).
- Au Pays-Bas, depuis 1997 (loi de 1993 révisée), le parlement rend obligatoire à une certaine catégorie d'entreprises un reporting environnemental.
- La France, quant à elle, a imposé avec l'article 116 de la loi NRE (Nouvelles Régulations Economiques votée en 2001 et précisée par un décret de février 2002), l'obligation pour les entreprises de droit français cotées en bourse d'indiquer dans leur rapport annuel un ensemble d'informations relatives aux conséquences sociales et environnementales de leurs activités.<sup>3</sup>
- Enfin, le Royaume-Uni depuis mai 2004 oblige les entreprises cotées à publier le rapport OFR (*Operating and Financial Review*) qui contient des informations sociales.

La commission européenne s'inscrit actuellement dans un processus de recommandation mais non de réglementation afin que les entreprises diffusent des informations sur leur développement durable : comme son livre vert le précise, la responsabilité consiste à aller au-delà de la loi. La RSE relève donc exclusivement de pratiques volontaires, sans obligation de prouver les résultats des engagements.

---

<sup>2</sup> Voir à ce sujet, les articles de Bodet et Lamarche (2006) et Lordon (2006).

<sup>3</sup> En revanche, la loi n'a pas précisé la responsabilité juridique des dirigeants en cas de non application de cette obligation : la pression des marchés financiers pourrait-elle être un instrument de régulation afin que les entreprises et leurs dirigeants respectent ce cadre légal ?

Par ailleurs, une des initiatives volontaires qui est très significative à l'international est celle de la GRI (*Global Reporting Initiative*) lancée en 1997. Initié à l'origine par une ONG, puis rejoint par d'autres ONG, mais aussi des universités, des sociétés de consulting et des entreprises, le GRI élabore un corpus de règles pour le reporting de développement durable<sup>4</sup>. Il s'agit de définir des lignes directrices afin d'aider les entreprises à produire les informations sociales, économiques et environnementales résultant de leurs activités, produits et services. Outre ce type de référentiels internationaux, des travaux se sont concrétisés pour élaborer des codes de conduite des entreprises (Global compact) ou des certifications, normes ou labels comme SA 8000, ISO 14001, ISO 26000 et AFAQ 1000NR.

S'il existe une grande diversité des définitions et des concepts de la RSE dans la mesure où chaque partie prenante de l'entreprise développe sa propre approche selon son degré d'implication et ses objectifs<sup>5</sup>, une question récurrente est celle de la méthodologie permettant de la quantifier. Il existe, tout autant que le problème sémantique une pluralité de mesures du concept RSE pouvant conduire à de réelles confusions. Sur un plan théorique, la question de la mesure renvoie à la validité des travaux scientifiques et sur un plan pratique, à l'information diffusée au public quant au positionnement responsable d'une entreprise. Igalens et Gond (2003) ont identifié cinq approches de mesures de la Performance Sociale (PS) résumées dans le tableau 1.

**Tableau 1 : Caractéristiques et pertinence des principales mesures de la performance sociale**

Type de mesure	Pertinence par rapport au concept de PS	Caractéristiques / Problèmes	Mode de production
<b>Contenu des rapports annuels</b>	Mesure plus symbolique que substantive (discours) qui ne renvoie pas aux différentes dimensions du construit.	Mesure subjective facilement manipulable.	Par l'entreprise.
<b>Indicateurs de pollution</b>	Ne mesure que l'une des dimensions du construit (aspects environnementaux).	Mesure objective. Ne s'applique pas à toutes les entreprises.	Par un organisme externe à l'entreprise.
<b>Enquêtes par questionnaire</b>	Dépend des mesures proposées. Possibilité d'une adéquation forte au concept mais ces mesures reflètent en priorité les perceptions des acteurs.	Mesure perceptuelle. Possibilités de manipulation liées au mode d'administration.	Par le chercheur qui les recueille directement auprès de l'entreprise par questionnaire.
<b>Indicateurs de réputation</b>	Confusion avec la notion de réputation. Mesure globale de la PSE mais ambiguë.	Mesure perceptuelle. Effet de halo	Par un organisme externe à l'entreprise.
<b>Données produites par des organismes de mesure</b>	Mesure multidimensionnelle, le degré d'adéquation aux modèles théoriques dépend du mode de travail et des référentiels mobilisés par ces agences.	Dépend du mode de travail des agences. Effets de halo.	Par un organisme externe à l'entreprise.

<sup>4</sup> En France, c'est l'ORSE (Observatoire sur la Responsabilité Sociale des Entreprises) qui travaille sur le référentiel du GRI relatif à la dimension sociale.

<sup>5</sup> Voir l'article de Carroll (1999) pour une synthèse.

Dans cette recherche, nous exploitons les données produites par des organismes de mesure (les agences de rating) dont l'activité est d'évaluer l'engagement sociétal des entreprises.

Apparues à la fin des années 90, ces agences de rating sociétal comme, Arese/Vigéo, CFIE, Alpha études, Ethibel, Innovest, Core Ratings...évaluent les entreprises selon leurs propres méthodologies. Pour cela, elles se basent sur des informations publiques mais aussi des questionnaires ou encore des entretiens avec les responsables de l'entreprise<sup>6</sup>. Il est vrai que l'on peut alors s'interroger sur la pertinence des indicateurs, des critères et des pondérations utilisés et donc la comparabilité de ces études, voire l'indépendance même des agences<sup>7</sup>.

Si l'objectivité est le réel dessein que les agences de notation s'assignent, le choix des variables est largement fonction de la culture du pays ou des agences elles mêmes. La culture qui comporte des enjeux économiques et idéologiques nourrit alors le contenu des informations sociales.

Si l'on dispose d'une multiplicité de définitions et de mesures de la RSE, la question fondamentale qui se poursuit dans la sphère académique est celle de la relation existant entre la RSE et la performance financière et économique. Si la performance revêt un caractère multidimensionnel (Saulquin et Schier, 2007), nous nous attachons ici à la dimension financière.

## **2. Approche théorique et empirique de la relation Performance Sociale / Performance Financière**

La littérature théorique et empirique a tenté de répondre aux questions suivantes : existe-il un lien positif, négatif ou une absence de relation entre la performance sociale et la performance financière et, s'il existe une relation positive, est-ce la performance sociale qui impacte la performance financière ou l'inverse<sup>8</sup> ?

*Relation positive.* C'est probablement la théorie des parties prenantes qui a expliqué à l'origine l'influence favorable d'un comportement social sur la performance financière (Freeman, 1984 ; Donaldson et Preston, 1995). Plus une entreprise satisfait l'ensemble de ses parties prenantes qui deviennent de fait plus productives, plus elle renforce son image et sa réputation, et plus elle se trouve dans une dynamique constructive de développement ayant pour conséquence des effets positifs sur les variables financières. Inversement, il est possible d'affirmer que plus une entreprise est performante financièrement, plus elle dispose de ressources lui permettant d'améliorer son engagement social créant alors un cercle vertueux.

---

<sup>6</sup> Voir l'étude de l'ORSE « Guides des organismes d'analyse sociétale et environnementale » Juin 2005.

<sup>7</sup> On peut lire à ce sujet les articles de Igalens et Gond (2005) concernant l'agence française Arese, Allouche Huault et Schmidt (2004) et Perrot (2006).

<sup>8</sup> Pour une excellente synthèse sur cette thématique, voir l'article de Allouche et Laroche (2005).

*Relation négative.* Cette relation découle de la vision libérale qui précise que les dirigeants doivent œuvrer dans un seul sens favorable aux actionnaires (Friedman, 1970) : l'engagement ou toute dépense à caractère social étant perçu comme un coût et non un investissement stratégique qui diminue la rentabilité et appauvrit ainsi l'entreprise.

*Absence de relation.* Dans le cadre d'une analyse économique du marché concurrentiel, les lois de l'équilibre général annulent les coûts et les profits engendrés par le comportement socialement responsable, neutralisant ainsi les interactions possibles.

La relation peut s'avérer plus complexe, comme l'ont montré Barnett et Salomon (2006), à savoir non linéaire entre la performance sociale et financière : si la relation est positive dans un premier temps, il existe en revanche un seuil de performance sociale au-delà duquel la performance financière se trouve affectée négativement.

Afin d'évaluer la relation qui existe entre la performance sociale et la performance financière, il est nécessaire de disposer de variables opératoires. En ce qui concerne la performance financière, elle peut être mesurée :

- soit à partir de données comptables ou financières, comme le résultat net, le résultat économique, la rentabilité des capitaux propres, le taux de croissance du bénéfice par action...
- soit à partir du marché financier, c'est à dire des cours boursiers observés et des rendements associés.

Allouche et Laroche (2005) ont recensé et résumé les résultats de 93 études dont 16 ont utilisé des rapports annuels, 11 des indices de pollution, 21 des indices de réputations, 20 des mesures perceptuelles de la RSE, enfin 25 ont utilisé des données produites par des agences de notation. Les résultats concernant la relation entre RSE et performance financière sont résumés dans le tableau 2.

**Tableau 2 : Critères de performance financière utilisés et synthèse des résultats empiriques**

Critères financiers	Etudes utilisant les critères	Relation positive	Relation négative	Absence de relation	Relation mixte
Mesures comptables et financières	30	18	0	9	3
Mesures boursières	35	16	6	8	5
Mesures multiples	21	9	0	4	8
Autres mesures	7	6	0	0	1
<b>Total</b>	<b>93</b>	<b>49</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>17</b>

La majorité des études analysées met en évidence une relation positive entre la performance sociale et la performance financière, quels que soient les critères financiers utilisés. Une légère supériorité de la relation positive apparaît avec les données comptables et financières, même si, comme le soulignent Allouche et Laroche (2005), le manque d'uniformité dans les



mesures de performance financière peut nuire à la comparaison et à la généralisation des résultats empiriques.

Margolis et Walsh (2003) ont également fait une synthèse, probablement la plus exhaustive des travaux empiriques s'étant attachés au couple performance sociale / performance financière. Nous avons repris (tableau 3) les principales études qui ont utilisé comme mesure de performance sociale des données produites par des organismes externes et, comme critère financier les mesures boursières.

**Tableau 3 : Résultats des études empiriques ayant utilisé une mesure de performance boursière et des données produites par des organismes externes**

Auteurs	Mesure de la RSE	Signe de la relation
Vance (1975)	Moskowitz ratings of social responsiveness	-
Alexander & Buchholz (1978)	Moskowitz ratings of social responsiveness	NS
Preston & Sapienza (1990)	Fortune reputation rating	+
Cottrill (1990)	Fortune reputation rating	+
Freedman & Stagliano (1991)	Disclosure of EPA and OSHA costs	+
Luck & Pilotte (1993)	KLD evaluation	+
Kurtz & DiBartolomeo (1996)	KLD evaluation	NS
Brown (1997)	Fortune reputation rating	Mixte
Guerard (1997)	KLD evaluation	Mixte
Brown (1998)	Fortune reputation rating	+
Hillman & Keim (2001)	KLD evaluation	Mixte
Dupré et al. (2006)	Arese et Vigéo	-
Becchetti & al. (2007)	KLD evaluation	+

NS : non significative

Source : Margolis et Walsh (2003), complété par nos soins

Comme il apparaît que les études empiriques sont parfois contradictoires, même si l'observation d'une relation positive prédomine, nous préciserons en dernier lieu les éventuelles variables pouvant limiter ou accentuer les effets escomptés.

Nous retiendrons pour notre part cinq variables endogènes ou exogènes qui pourraient biaiser la relation performance sociale / performance financière :

- *Le degré d'exposition aux médias* : les informations à caractère social et environnemental peuvent être diluées dans l'ensemble d'une communication très abondante, induisant alors une confusion possible de la relation causale.
- *La réputation de l'entreprise* : l'effet de Halo induit par la bonne (ou mauvaise) réputation de l'entreprise peut atténuer (ou accentuer) le comportement des investisseurs lorsqu'une information est non favorable à la dimension sociale.

- *Le secteur d'activité* : les investisseurs sont d'autant plus réceptifs aux risques induits par un secteur d'activité que celui-ci est sensible à la dimension environnementale, comme l'énergie par exemple. Leur comportement sur le marché pouvant être alors exacerbé par les informations de nature sociétale.

- *Le système économique et social* : Igalens et al. (2007) ont montré que les résultats de la performance sociale des entreprises sont étroitement liés à leur appartenance à un système économique et social.

- *La culture* : certaines études se sont attachées à l'influence de la culture sur la RSE (Capron et Gray, 2000 ; Maignan et Ralston, 2002 ; Iribane, 2004). Il est à noter que les premières réflexions et la mise en œuvre d'un comportement social par les équipes dirigeantes sont anglo-saxonnes. Les différences d'apprentissage culturel impliquent donc nécessairement des approches dans la sémantique et la méthodologie de la RSE extrêmement variées selon la zone considérée.

Le choix de la mesure de la performance sociale par une agence de rating devrait pouvoir atténuer les biais induits par les trois premières variables. En revanche, l'influence sur les résultats du système économique, social et culturel reste intrinsèque à toute méthodologie.

Pour contribuer à clarifier l'existence et le sens de la relation entre RSE et performance financière sur le marché français, nous allons dans cette deuxième partie mesurer l'impact boursier d'une annonce de classement effectué par une agence de notation.

## **II Méthodologie et résultats de l'étude d'évènement**

Nous présenterons successivement la méthodologie adoptée puis les résultats de l'étude de l'évènement.

### **1. La méthodologie du CFIE et de l'étude d'évènement**

Nous avons choisi de mesurer le lien entre performance financière et responsabilité sociale de l'entreprise en utilisant le rapport élaboré chaque année par un organisme indépendant, le CFIE (Centre Français d'Information des Entreprises). Mesurer l'incidence de la publication d'un classement comparatif présente l'avantage de mesurer l'impact d'une information plus « qualitative » mesurée de la même façon pour un échantillon d'entreprises, à la même date. Parmi les différentes mesures possibles de la RSE, c'est celle qui apparaît comme la moins subjective. Elle devrait ainsi atténuer les biais induits par les autres mesures<sup>9</sup>.

La méthodologie suivie par le CFIE pour l'analyse des informations diffusées par les entreprises au travers de leurs rapports annuels sera précisée dans un premier temps. Dans un

---

<sup>9</sup> Bellini et Delattre (2005) ont étudié l'impact d'annonces environnementales sur les cours et rappellent qu'une des limites de ce type d'études est la possible manipulation des informations par les entreprises (multiplication des annonces positives par exemple) qui devrait être réduite dans notre approche fondée sur l'utilisation d'un classement d'une agence de notation.

deuxième temps, nous exposerons la méthodologie que nous avons choisie pour l'étude d'événement.

Le CFIE publie depuis 2003 une étude annuelle comparative sur la qualité des informations sociales et environnementales. Cette étude est réalisée à partir des rapports annuels de grandes entreprises françaises mais aussi à partir des documents suivants : rapport financier, rapport d'activité, éventuellement le rapport de développement durable.

L'étude 2006 du CFIE porte sur un panel de 66 entreprises, parmi lesquelles 37 appartiennent au CAC 40, 10 à l'indice Next 20, 16 au Mid 100 et 3 à aucun indice.

Le CFIE définit 18 rubriques reprenant les exigences de la loi NRE. La liste des 66 entreprises par secteur ainsi que les 18 rubriques figurent en annexe 1 et 2.

Chaque rubrique est composée de plusieurs items, eux-mêmes analysés suivant plusieurs indicateurs. En tout et pour tout, 53 items composent la grille d'analyse et 390 indicateurs composent la grille d'évaluation utilisée dans l'étude 2006<sup>10</sup>.

Les indicateurs se répartissent en trois volets, social, sociétal et environnemental. Le deuxième étant moins bien traité par la plupart des entreprises car elles ont souvent plus de difficultés à appréhender les liens avec la société dans laquelle elles évoluent.

Les rapports des entreprises ont été évalués suivant deux critères : l'exhaustivité et la précision. Les 18 rubriques ainsi que les deux critères (exhaustivité et précision) font l'objet d'une notation de 0 à 3<sup>11</sup>. Le niveau d'exhaustivité permet de mesurer le champ d'information abordé par l'entreprise dans son rapport ainsi que l'étendue du périmètre géographique couvert. Le niveau de précision, quant à lui, vise à vérifier que les données fournies apportent au lecteur une véritable information, qualitative et quantitative, et lui permettent réellement de se forger une opinion sur la politique poursuivie par l'entreprise et les résultats obtenus. La combinaison de ces deux critères constitue la transparence du rapport.

En dernier lieu, les entreprises sont classées en six catégories : catégorie 1 : le top, catégorie 2 : les poursuivants, catégorie 3 : les escortes, ils se maintiennent, catégorie 4 : les dynamiques, ils remontent, catégorie 5 : les retardataires, catégorie 6 : la queue du peloton.

Nous avons choisi la méthode de l'étude d'événement pour plusieurs raisons. D'une part, parce qu'il apparaît difficile voire impossible d'isoler les effets de la seule RSE sur la performance de l'entreprise, d'autre part parce que l'étude d'événement présente l'avantage de mesurer l'effet immédiat d'une annonce et donc de savoir si le marché révisé son appréciation du titre à la publication d'un classement comparatif.

---

<sup>10</sup> Ce qui représente près d'une centaine d'indicateurs supplémentaires par rapport à l'étude réalisée en 2005. La définition de ces indicateurs supplémentaires a été inspirée des critères d'évaluation de la Global Reporting Initiative version 2 (GRI2) ; l'étude laisse ainsi apparaître deux évaluations : l'une qui s'appuie *stricto sensu* sur les items relevés dans la loi française (*une comparaison entre 2005 et 2006 à méthodologie constante a ainsi pu être établie*), l'autre est réalisée à partir d'une grille enrichie et s'approchant du référentiel international GRI2.

<sup>11</sup> La moyenne du panel étudié atteint 60 points sur un maximum de 144 points.

Mc Williams et Siegel (1997) insistent sur trois points cruciaux lors de l'utilisation d'études d'événement en gestion : l'absence d'autre événement durant la fenêtre d'événement, la non anticipation de l'événement par le marché et la mesure des rendements anormaux liés à l'événement sur une fenêtre courte.

Pour éviter tout problème de contamination, nous avons construit un échantillon « non parasité » en éliminant de l'échantillon initial toutes les sociétés pour lesquelles d'autres annonces réalisées sur la fenêtre d'événement pourraient perturber l'événement étudié. Mc Williams et Siegel (1997) ont fait une liste des différents événements pouvant parasiter une étude d'événement, il peut s'agir d'événements endogènes (*désinvestissement, modification de l'actionnariat, changement de spécialisation des activités, changement de dirigeants, mise en place de programmes de discrimination positive, licenciements ou fermetures d'usines, actions illégales de l'entreprise, abandon de certains produits, modifications au sein du service clients, programmes de diversification, décisions d'investissements stratégiques, formation d'alliance interentreprises*) ou exogènes à la firme (*mise en place d'une législation majeure, nomination de dirigeants à des postes ministériels, décès du dirigeant*). Nous avons pu constater par ailleurs que l'activité en termes de volumes échangés et la variation observée lors de la séance du 10 octobre ont été ordinaires. De plus aucune information macroéconomique majeure n'a été observée ce jour. Cette recherche a été effectuée avec les deux principaux journaux économiques français, La Tribune et Les Echos, pour toutes les sociétés de l'échantillon initial sur une fenêtre de 11 jours autour de la date d'annonce. Ceci nous a conduit à éliminer 13 sociétés, auxquelles s'ajoutent deux autres sociétés du fait de données boursières limitées. L'échantillon final se compose donc de 51 sociétés.

Une fois l'échantillon constitué, il reste plusieurs étapes importantes dans l'étude d'événement : le choix de la date d'événement, de la fenêtre d'événement, de la période d'estimation et de la norme prise en référence pour mesurer l'impact.

Il est capital que la date d'événement soit celle de la première annonce publique du classement. Le CFIE a fait un communiqué de presse et une présentation à la presse du rapport le 10 octobre 2006. Le quotidien « La Tribune » a relayé l'information trois jours plus tard avec un article le 13 octobre 2006, dans lequel sont nommées les sociétés auteurs des dix meilleurs rapports. Un autre article sur le rapport CFIE a été publié dans les Echos le 14 novembre 2006. Dans la mesure où la date d'événement doit être la première date d'annonce publique, le 10 octobre 2006 a été retenu comme date d'événement. La fenêtre d'événement est centrée autour de la date d'annonce. Elargir cette fenêtre permet de détecter d'éventuels effets d'anticipation ou au contraire des réactions en retard autour de la date d'événement. Nous avons choisi une fenêtre d'événement de (- 5; +5), centrée autour de la date d'annonce. Dans la mesure où nous avons éliminé tout événement pouvant contaminer l'événement sur cette fenêtre, elle ne capte que les effets liés à l'annonce.

La méthodologie ne donne pas de règle précise sur la durée de la période d'estimation, qui doit être assez longue pour décrire de manière satisfaisante le comportement des cours des actions. Dans la majorité des travaux, l'estimation se fait avant l'événement, sur une période de 5 à 8 mois<sup>12</sup>. Il est intéressant de choisir une période d'estimation longue mais les

---

<sup>12</sup> Voir par exemple Hachette (1994).

paramètres sont alors plus instables. Nous avons donc retenu une période d'estimation de 120 jours de bourse soit environ six mois avant l'annonce.

Sur le marché français, Hachette (1994) a testé différents modèles afin de déterminer la norme d'estimation la plus performante. Elle montre que les modèles classiques (moyenne, indice et modèle de marché), qui supposent à la fois la stabilité des paramètres estimés ainsi qu'une taille et un risque moyen de l'échantillon égal à celui de l'indice du marché, fournissent des pourcentages de rejet de l'hypothèse nulle aussi élevés que pour des méthodes plus complexes, malgré la non-conformité des hypothèses<sup>13</sup>. Les études américaines parviennent aux mêmes conclusions<sup>14</sup>.

Nous avons donc choisi de nous baser sur des modèles classiques, mais, pour renforcer la validité des résultats, la norme est estimée par deux approches, la moyenne historique<sup>15</sup> et l'indice de marché<sup>16</sup> (CAC40, SBF80, SBF120<sup>17</sup> avec réinvestissement des dividendes). Les rendements anormaux sont mesurés par l'écart entre la rentabilité observée et la norme  $R_{it}$ , à chaque date  $t$  de la fenêtre d'estimation.

Nous avons testé le caractère significatif des annonces avec deux types de test, paramétrique (Student en coupe instantanée) et non paramétrique. En effet, même si Hachette (1994) montre que le test de Student est performant dans de nombreux cas, Mai (1992) souligne que l'hypothèse de normalité n'est pas toujours vérifiée sur le marché français. Nous avons par conséquent utilisé également le test des signes.

## 2. Résultats de l'étude d'événement

Comme cela a été évoqué précédemment, le rapport du CFIE contient le classement général 2006, les meilleures progressions entre 2005 et 2006, les classements selon les trois volets social, environnemental et sociétal.

Les tests de notre étude sont effectués pour chaque classement en scindant l'échantillon en deux groupes de société, les « premières » et les « dernières » définis par rapport à la médiane. Nous avons également mené des tests complémentaires en éliminant les sociétés « moyennes », et en ne conservant que les extrêmes (20 « premières » et les 20 « dernières »<sup>18</sup>).

Les résultats présentés ci après ont été obtenus en calculant les rendements anormaux par rapport à l'indice SBF80. Les résultats calculés avec d'autres modèles (moyenne, indices) aboutissent aux mêmes conclusions et sont disponibles auprès des auteurs.

---

<sup>13</sup> La méthodologie des études d'événement suppose trois hypothèses principales qui sont la normalité des séries de rentabilités anormales moyennes, l'homoscédasticité et l'absence de corrélation entre les titres.

<sup>14</sup> Voir Brown et Warner (1980 ; 1985).

<sup>15</sup> Le taux de rentabilité normal est égal à sa moyenne au cours de la période d'estimation,  $R_{it} = \bar{R}_{it}, \forall t$

<sup>16</sup> La norme est identique pour chaque titre, et ne dépend que du temps :  $R_{it} = R_{Mt}, \forall i$

<sup>17</sup> Concernant le choix de l'indice de référence, il est important d'éviter un indice trop lié au titre à étudier (Hachette (1994)). Nous avons donc réalisé les tests avec trois indices et aboutissons à des résultats comparables.

<sup>18</sup> à partir de l'échantillon initial, ce qui explique des tailles d'échantillons inférieures à 20 lors des tests.

Nous avons dans un premier temps travaillé sur le classement 2006, soit 51 sociétés, les résultats figurent au tableau 4.

**Tableau 4 : Résultats sur l'échantillon total (N= 51)**

Date	RA	T Student	Fenêtre	RAMC	T
-1	0,03%	NS	(-1; 0)	0,56%	NS
0	0,54%	***	(-1;+1)	0,66%	NS
1	0,10%	NS	(0;+1)	0,64%	NS

\*\*\* : seuil de 1%

NS : non significatif

\*\* : seuil de 5%

RA : Rentabilité anormale

\* : seuil de 10%

RAMC : Rentabilité anormale moyenne cumulée

Le tableau 4 met en évidence un effet d'annonce du classement avec un impact positif sur les cours pour l'ensemble de l'échantillon. Ce phénomène, statistiquement significatif au seuil de 1%, indique que quel que soit leur classement, les 51 entreprises de notre échantillon sont avant tout perçues par leur appartenance à ce classement. L'absence de significativité des résultats la veille ou le lendemain de l'annonce publique fait de ce classement une surprise favorable.

Nous avons ensuite déterminé les rendements anormaux, indépendamment de l'évaluation positive ou négative qui est faite par le marché (c'est-à-dire en valeur absolue). Les résultats sont présentés au tableau 5 ci-dessous.

**Tableau 5 : Résultats sur l'échantillon total en valeur absolue (N=51)**

date	RA	T	Fenêtre	RAMC	T
-1	0,62%	***	(-1; 0)	1,41%	**
0	0,79%	***	(-1;1)	2,18%	**
1	0,77%	***	(0; 1)	1,56%	**

\*\*\* : seuil de 1%

NS : non significatif

\*\* : seuil de 5%

RA : Rentabilité anormale

\* : seuil de 10%

RAMC : Rentabilité anormale moyenne cumulée

Comparer les résultats en valeur absolue par rapport aux résultats bruts nous permet de vérifier que le marché réagit à la fois positivement et négativement à l'annonce du classement. Ce tableau renforce les résultats du tableau 4 qui montrent qu'un tel classement a un contenu informationnel car la publication du classement a un impact significatif sur les cours des sociétés ayant été étudiées. Les investisseurs accordent ainsi de l'importance à l'information véhiculée par une agence de notation comme ici le CFIE. Pourtant pour certaines sociétés,

l'annonce du classement est un signal plutôt négatif. Nous avons donc cherché à savoir dans quelle mesure on pouvait relativiser l'impact positif observé pour l'ensemble de l'échantillon.

On peut se poser la question de l'influence de l'arrivée d'une société dans le classement. L'échantillon des entreprises de 2006 ayant évolué par rapport à 2005 (15 sociétés ont été ajoutées, 9 éliminées), nous avons évalué l'impact de marché pour les entreprises entrantes. Les résultats se situent dans le tableau 6.

**Tableau 6 : Rendements anormaux pour les sociétés nouvelles dans le classement 2006**

	<b>RA</b>	<b>T</b>	<b>T signe</b>
<b>-1</b>	0,21%	NS	NS
<b>0</b>	0,50%	*	***
<b>1</b>	0,60%	NS	***

\*\*\* : seuil de 1%

NS : non significatif

\*\* : seuil de 5%

RA : Rentabilité anormale

\* : seuil de 10%

Les résultats obtenus pour cet échantillon ne sont pas très différents de ceux obtenus pour l'échantillon total. Le jour de l'annonce, les rentabilités anormales sont positives et significatives, proches de la moyenne de l'échantillon (0,54%). Cet effet positif s'amplifie toutefois le lendemain de l'annonce, de façon plus significative que pour l'échantillon en moyenne (+0,10%).

Afin d'étudier les différences de perception du classement par le marché, nous avons ensuite réalisé des tests par sous-échantillons. Dans la mesure où le CFIE réalise un classement chaque année, on peut envisager le fait que l'information ne vienne pas du classement en lui-même mais plutôt des évolutions observées d'une année sur l'autre. Nous avons donc mesuré les rendements anormaux (tableau 7) selon le « bon » niveau, ou « mauvais » niveau de progression des sociétés étudiées.

**Tableau 7 : Résultats selon l'évolution du classement entre 2005 et 2006**

<b>date</b>	<b>Bonne progression (N =25)</b>			<b>Mauvaise progression (N=26)</b>		
	<b>RA</b>	<b>T</b>	<b>T signe</b>	<b>RA</b>	<b>T</b>	<b>T signe</b>
<b>-1</b>	-0,06%	NS	NS	0,11%	NS	NS
<b>0</b>	0,78%	***	***	0,32%	*	NS
<b>1</b>	0,12%	NS	NS	0,08%	NS	NS

\*\*\* : seuil de 1%

NS : non significatif

\*\* : seuil de 5%

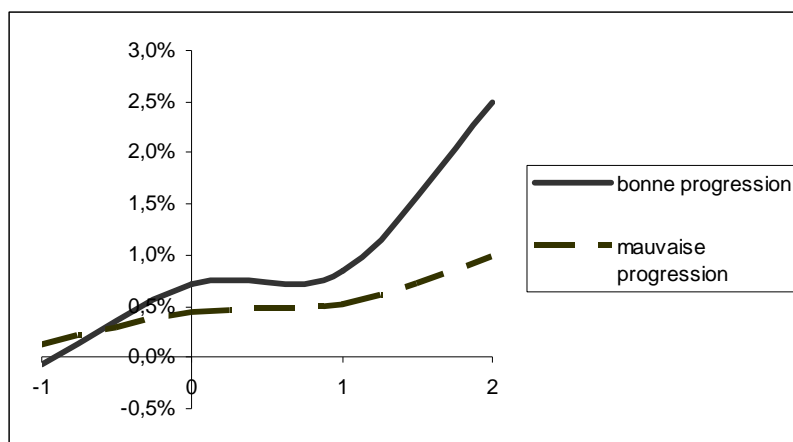
RA : Rentabilité anormale

\* : seuil de 10%

Le tableau 7 montre que le marché valorise de façon significative les firmes ayant progressé dans le classement 2006 par rapport à celui de 2005, avec un impact positif très significatif, plus de deux fois supérieur à celui observé pour les firmes ayant régressé dans le classement. Ces dernières ayant néanmoins bénéficié d'une réaction positive bien que moins significative, on peut penser que l'appartenance au classement du CFIE est déjà un signal favorable adressé au marché.

La figure 1 ci dessous illustre la progression des rendements anormaux pour chacun des deux groupes sur la fenêtre (-1 ; +2)

**Figure 1 : Rendements anormaux cumulés selon la progression, bonne ou mauvaise, des sociétés dans le classement**



Nous avons également calculé les rendements anormaux pour les entreprises qui ont connu les plus fortes et les plus faibles progressions. A partir de ces extrêmes (la tête du classement et la queue du peloton, soit 14 et 16 entreprises), l'existence d'une prime accordée par le marché aux entreprises ayant amélioré leurs efforts est confirmée. Cette prime est encore ici plus que doublée pour les meilleures progressions le jour de l'annonce (+0,72%\*\*\* contre +0,33%\* pour les plus mauvaises progressions), l'effet positif se poursuivant le lendemain de manière significative (+0,30% \*\*).

Comment expliquer alors que même les entreprises ayant connu les plus fortes régressions dans le classement bénéficient d'un impact boursier favorable? Il est possible que la publication d'un classement indépendant mesuré à partir des mêmes critères pour un échantillon d'entreprises contribue à une réduction de l'asymétrie d'information sur la dimension RSE : d'une part parce que la manipulation d'informations est probable avec la multiplication des annonces positives diffusée par les entreprises elles-mêmes (Bellini et Delattre, 2005) et, d'autre part, il est plus difficile pour les investisseurs de se former une opinion sur l'engagement socialement responsable à partir des différents rapports, notamment annuels, émis encore une fois par les entreprises.

Enfin, nous avons cherché à savoir si le marché accordait de l'importance aux résultats des classements selon les volets social, environnemental et sociétal.



La décomposition des résultats selon chacun des trois volets de la RSE n'apporte pas de nouveaux éclairages statistiquement significatifs en ce qui concerne l'environnement et le social, qu'ils soient réalisés sur l'échantillon total, sur les extrêmes, qu'on élimine les nouveaux arrivants dans le classement ou non (notamment pour éliminer l'effet positif observé pour les entreprises faisant leur entrée dans le classement en 2006, en particulier le lendemain de l'annonce).

Le volet sociétal semble en revanche déclencher une réaction plus marquée, particulièrement pour les sociétés ayant amélioré leurs dispositions du point de vue de ces critères. Les résultats des rendements anormaux sont dans le tableau 8.

**Tableau 8 : Résultats selon le classement sociétal en 2006**

date	Bon classement sociétal (N=22)			Mauvais classement sociétal (N=29)		
	RA	T	T signe	RA	T	T signe
-1	0,60%	***	NS	0,51%	NS	NS
0	0,44%	***	***	-0,16%	NS	NS
1	0,88%	***	***	1,18%	NS	NS

\*\*\* : seuil de 1%

NS : non significatif

\*\* : seuil de 5%

RA : Rentabilité anormale

\* : seuil de 10%

Les rubriques incluses dans le volet sociétal sont les suivantes : œuvres sociales et mécénat, respect du droit international et impact sur le développement régional et relations avec la société civile.

Il est à noter que la dimension sociétale est probablement la composante la plus délicate à observer et à évaluer. Le CFIE précisant que ce critère est souvent bien moins traité par les entreprises car elles ont souvent plus de difficultés à appréhender leurs relations avec la société. Nos résultats font apparaître que les efforts réalisés dans ce domaine sont récompensés par le marché, créant alors un effet de surprise favorable. Il est à noter que cette dimension sociétale est essentiellement tournée vers des acteurs externes, contrairement aux critères sociaux et environnementaux. Cela peut témoigner de l'intérêt qu'éprouvent les investisseurs pour ce type de partie prenante et de la reconnaissance en conséquence qu'ils expriment à l'égard de l'entreprise. Nous pouvons penser alors que les agences de notation ont un rôle à jouer pour communiquer sur des informations moins bien assimilées par ailleurs par le marché pour des raisons peut être d'apprentissage, de culture et de compréhension de leur impact sur la performance financière : l'agrégation de ces informations au sein d'une approche globale offre au marché un éclairage prégnant se traduisant par une réaction positive.

Si le sociétal n'est peut être pas habituellement la priorité en matière de communication, pourrait-il être un signal de performance adressé au marché ? Au même titre qu'une entreprise qui augmente son endettement ou son dividende envoie un signal qui peut être perçu favorablement par le marché.

## CONCLUSION

Nous avons dans ce travail mis en évidence un impact favorable de l'annonce d'un classement RSE sur le comportement des investisseurs. Les résultats les plus significatifs portent sur les entreprises qui, d'une part, ont amélioré leurs efforts au cours de l'année écoulée, et d'autre part sont bien classées selon le volet sociétal. En effet, les rendements anormaux positifs observés pour les meilleures progressions sont plus de deux fois supérieurs à ceux des plus mauvaises progressions, et parmi les trois volets évalués par l'agence de notation, c'est celui du sociétal qui semble retenir la plus forte attention des investisseurs.

Ces résultats pouvant conduire à la question suivante : quelles pourraient être les variables permettant d'affiner la compréhension de l'influence du sociétal ou bien, le sociétal pourrait-il se différencier dans les entreprises et selon quels critères ?

Si Barnea et Rubin (2005) ont mis en évidence une relation négative entre l'investissement RSE et la participation des dirigeants au capital des entreprises, il pourrait être intéressant dans le prolongement de nos travaux d'analyser l'existence éventuelle d'un lien entre la structure de l'actionnariat des entreprises et leur performance sociétale. On peut penser que lorsque les dirigeants sont peu impliqués dans le capital de l'entreprise, leurs efforts en responsabilité sociale s'accroissent afin d'améliorer leur image et leur réputation auprès des investisseurs qui perçoivent en conséquence un signal positif de la démarche sociétale.

## BIBLIOGRAPHIE

ALLOUCHE J., DE BRY F. et HUAULT I. (2003), « Informations des actionnaires et Rapports RSE » *Communication GreGor/IAE* Paris 26 nov. 03, Gouvernance et développement durable.

ALLOUCHE J., HUAULT I. et SCHMIDT G. (2004), « Responsabilité sociale des entreprises : La mesure détournée ? », *15<sup>ème</sup> congrès annuel de l'AGRH*, Montréal.

ALLOUCHE J. et LAROCHE P. (2005), « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de la littérature », *Colloque « La responsabilité sociale de l'entreprise: réalité, mythe ou mystification? »*, Nancy, 17-18 mars 2005.

- BARNEA A. et RUBIN A. (2005), « Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders », Working Paper, [http://www.sfu.ca/~arubin/BR\\_May05.pdf](http://www.sfu.ca/~arubin/BR_May05.pdf)
- BARNETT, M. L. et SALOMON R.M. (2006), « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 27, n°11, p. 1101-1122.
- BECCHETTI L., CICIRETTI R. et HASAN I. (2007), « Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis », *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, n° 2007-6, <http://ssrn.com/abstract=928557>
- BELLINI B. et DELATTRE E. (2005), « L'impact boursier des annonces environnementales en France », *Journée Développement Durable - AIMS – IAE d'Aix-en-Provence*, 11 mai 2005.
- BODET C. LAMARCHE T. (2006) « la responsabilité des entreprises comme innovation institutionnelle. Une lecture régulationniste », *Revue de la Régulation*, n°1, Varia, <http://regulation.revues.org/document1283.html>.
- BOWEN H.R. (1953), « *Social responsibilities of the businessman* », Harpet & Row.
- BROWN S.J. et WARNER J.B. (1980), « Measuring security price performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 8, p. 205-258.
- BROWN S.J. et WARNER J.B. (1985), « Using daily stock returns : the case of event studies », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, p. 3-31.
- CAPRON M. et GRAY R (2000), « Accounting in Europe. Experimenting with assessing corporate social responsibility in France : an exploratory note on an initiative by social economy firms », *The European Accounting Review*, vol. 9 n°1, p. 99-109.
- CAROLL A.B (1979), « A three dimensional conceptual model of corporate social performance », *Academy of Management Review*, vol.4, p. 497-505.
- CAROLL, A.B. (1999), « Corporate social responsibility. Evolution of a definitional construct », *Business & Society* vol. 38, p. 268-295.
- CORMIER D. et MAGNAN M. (2002), «La communication d'informations environnementales : un enjeu stratégique pour les entreprises », *Revue Sciences de Gestion*, n°32, p. 21-52.
- DAVIS K. (1973), « The case for and against business assumption of social responsibilities », *Academic of Management Review*, vol.2, n°3, p.70-76.
- DEJEAN F. et GOND P. (2004), « La responsabilité sociale des entreprises : enjeux stratégiques et méthodologie de recherche », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n°1, p 5-31.
- DONALDSON T. et PRESTON L.E (1995), « The stakeholders theory of the corporation: Concepts, evidence and implications », *Academy of Management Review* 20, n°1, p. 65-91.
- DUPRE D., GIRERD-POTIN I., JIMENEZ S. et LOUVET P. (2006), «Les investisseurs paient pour l'éthique, Conviction ou prudence ? », *Banque et Marchés*, n°84, septembre-octobre, p. 45-60.

- FREEMAN R. (1984), « *Strategic management : A stakeholder approach* », Pitman.
- FRIEDMAN M. (1970), « The social responsibility of business is to increase its profits », *New York Times Magazine*, September, 13, p. 32-33, 122, 124, 126.
- HACHETTE I. (1994), « *Opérations financières et transferts de richesse* », PUF.
- IGALENS J., DEJEAN F. et EL-AKREMI A. (2006), « Etude la notation sociétale - Influence des systèmes économiques et sociaux », [http://econtent.essec.fr/mediabanks/ESSEC-PDF/Enseignement%20et%20Recherche/Enseignement/Departement/seminaire/CPT/Fr\\_ederique\\_Dejean.pdf](http://econtent.essec.fr/mediabanks/ESSEC-PDF/Enseignement%20et%20Recherche/Enseignement/Departement/seminaire/CPT/Fr_ederique_Dejean.pdf)
- IGALENS J. et GOND J-P. (2003), « La mesure de la performance sociale de l'entreprise : une analyse critique et empirique des données ARESE », *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, n° 50, p. 111-130.
- IGALENS J. et GOND J-P (2005), « Measuring corporate social performance in France : A critical and empirical analysis of Arese data », *Journal of Business Ethics*, Springer, p. 131-148.
- IRIBANE P. (2004), « La légitimité de l'entreprise comme acteur éthique aux Etats-Unis et en France », *Revue Française de Gestion*, vol. 29, n°140, p. 23-39.
- LORDON F. (2000), « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique ; Généalogie et sociologie de la « valeur actionnariale », *L'année de la régulation*, 4, p. 117-165.
- LORDON F. (2006), « La légitimité n'existe pas. Eléments pour une théorie des institutions », *WP Recherche et Régulation*.
- Mc WILLIAMS A. et SIEGEL D. (1997), « Event studies in management research : theoretical and empirical issues », *Academy of Management Journal*, vol. 40 n°3, p. 626-657.
- MAI H.M. (1992), « Prévisibilité des rentabilités boursières des actions françaises » 1977-1990, *Thèse de doctorat*, Université Paris 9.
- MAIGNAN I. et RALSTON D. (2002), « Corporate Social Responsibility in Europe and the U.S.: Insights from business Self-presentations », *Journal of International Business Studies*, 3<sup>rd</sup> quarter, p. 497-514.
- MARGOLIS J.D. et WALSH J.P. (2003), « Misery loves companies: rethinking social initiatives by business », *Administrative Science Quarterly*, vol.48, p. 268-305.
- ORSE (2005), « Guides des organismes d'analyse sociétale et environnementale » Juin.
- PERROT E. (2003) « Les agences de notation sociétale en quête d'objectivité » - *Revue Etudes*, Assas Editions, tome 398, p. 609-618.
- SAULQUIN J-Y et SCHIER G. (2007), « Responsabilité sociale des entreprises et performance : complémentarité ou substituabilité ? », *Revue des Sciences de Gestion*, n°223, janvier-février, p. 57-66.

WOOD D. (1991), « Corporate social performance revisited », *Academy of Management review*, 16 (4), p. 691-718.

## ANNEXES

### Annexe 1 : Répartition des 66 entreprises du panel par secteur

Secteur	Sociétés	N
Agroalimentaire	Bonduelle, Bongrain, Danone	3
Automobile et équipementiers	Faurecia, Michelin, Peugeot, Renault, Valeo	5
Banques et assurances	AGF, Axa, BNP Paribas, CNP Assurances, Crédit agricole, Dexia, Euler Hermès, Natexis Banques populaires, Scor, Société générale	10
Bâtiment et matériaux de construction	Bouygues, Ciments français, Eiffage, Imerys, Lafarge, Saint-Gobain, Vinci	7
Chimie	Air Liquide, Michelin, Rhodia, Total	4
Communication	Publicis	1
Conseil et informatique	Capgemini, Dassault Systèmes	2
Distribution	Carrefour, Casino, Guyenne & Gascogne, PPR	4
Equipements domestiques	Seb	1
Equipements électriques	Rexel, Schneider Electric	2
Energie	Areva, EDF, GDF, Suez, Total, Veolia Environnement	6
Industrie de base	Arcelor	1
Industrie de pointe	Dassault Aviation, EADS, Thales, Thomson	4
Infrastructures de transport	ASF, Eurotunnel, Vinci	3
Luxe et cosmétiques	Clarins, Hermès, L'Oréal, LVMH	4
Médias	Lagardère, TF1, Vivendi	3
Optique	Essilor	1

Pharmacie	Sanofi Aventis	<b>1</b>
Restauration	Sodhexo	<b>1</b>
Télécommunications	Alcatel, France Télécom	<b>2</b>
Tourisme et loisirs	Accor, Club Méditerranée, Euro Disney	<b>3</b>
Transport	Air France-KLM	<b>1</b>

En raison de leurs activités multiples, certaines sociétés ont été intégrées à plusieurs secteurs (il s'agit de Total, Michelin, Vinci).

## **Annexe 2 : Liste des 18 rubriques utilisées pour l'évaluation des rapports annuels par le CFIE**

### **SOCIAL**

1. Gestion des effectifs
2. Organisation et gestion du temps de travail
3. Masse salariale et rémunérations
4. Relations sociales
5. Conditions d'hygiène et de sécurité
6. Formation
7. Lutte contre les discriminations
8. Relations avec les sous-traitants et les fournisseurs

### **SOCIÉTAL**

9. Œuvres sociales et mécénat
10. Respect du droit international
11. Impact sur le développement régional et relations avec la société civile

### **ENVIRONNEMENTAL**

12. Consommation de ressources en eau, énergie et matières premières
13. Mesures pour réduire la consommation d'énergie
14. Prise en compte des écosystèmes
15. Gestion des rejets, nuisances et déchets
16. Démarches d'évaluation et de conformité
17. Organisation sur la gestion de l'environnement et formation
18. Gestion des risques environnementaux et prévention