



Chaire Desjardins
en finance responsable

par

Amos Sodjahin

L'effet de l'investissement responsable sur les risques financiers

Texte tiré du Collectif

(2018) Thomson Reuters

CAHIER DE RECHERCHE



UNIVERSITÉ DE
SHERBROOKE

Préambule

La gestion financière responsable vise la maximisation de la richesse relative au risque dans le respect du bien commun des diverses parties prenantes, actuelles et futures, tant de l'entreprise que de l'économie en général. Bien que ce concept ne soit pas en contradiction avec la définition de la théorie financière moderne, les applications qui en découlent exigent un comportement à la fois financièrement et socialement responsable. La gestion responsable des risques financiers, le cadre réglementaire et les mécanismes de saine gouvernance doivent pallier aux lacunes d'un système parfois trop permissif et naïf à l'égard des actions des intervenants de la libre entreprise.

Or, certaines pratiques de l'industrie de la finance et de dirigeants d'entreprises ont été sévèrement critiquées depuis le début des années 2000. De la bulle technologique (2000) jusqu'à la mise en lumière de crimes financiers [Enron (2001) et Worldcom (2002)], en passant par la mauvaise évaluation des titres toxiques lors de la crise des subprimes (2007), la fragilité du secteur financier américain (2008) et le lourd endettement de certains pays souverains, la dernière décennie a été marquée par plusieurs événements qui font ressortir plusieurs éléments inadéquats de la gestion financière. Une gestion de risque plus responsable, une meilleure compréhension des comportements des gestionnaires, des modèles d'évaluation plus performants et complets intégrant des critères extra-financiers, l'établissement d'un cadre réglementaire axé sur la pérennité du bien commun d'une société constituent autant de pistes de solution auxquels doivent s'intéresser tant les académiciens que les professionnels de l'industrie. C'est en mettant à contribution tant le savoir scientifique et pratique que nous pourrons faire passer la finance responsable d'un positionnement en périphérie de la finance fondamentale à une place plus centrale. Le développement des connaissances en finance responsable est au cœur de la mission et des intérêts de recherche des membres tant du Groupe de Recherche en Finance Appliquée (GReFA) de l'Université de Sherbrooke que de la Chaire Desjardins en finance responsable.

La finance responsable (ou durable) vise donc notamment à développer des modèles, des produits et des services ainsi qu'à orienter les marchés financiers et les décisions en matière de fiscalité dans une perspective durable et responsable. À cet effet, les Professeur(e)s Frank Coggins, Claudia Champagne et Lyne Latulippe ont publié en 2018 aux Éditions *Thompson Reuters* un recueil de textes s'intitulant « Éléments de la finance responsable : une approche multidimensionnelle ». Ce collectif contribue à mieux définir et délimiter la finance responsable en la décloisonnant dans une perspective multidimensionnelle. Il regroupe des textes d'universitaires de différentes disciplines ainsi que de spécialistes de l'industrie financière, propose des pistes pour tendre vers une meilleure finance, vers une finance plus responsable. Le présent cahier de recherche constitue l'un des textes (chapitres) tirés de ce collectif.

L'effet de l'investissement responsable sur les risques financiers

Amos Sodjahn*

1. Introduction	53
2. Cadre théorique	55
2.1 L'investissement responsable réduit les risques financiers	55
2.1.1 Théorie des parties prenantes et gestion des risques financiers	55
2.1.2 Théorie des marchés segmentés en fonction des performances ESG des firmes	56
2.1.3 Théorie de l'assurance	57
2.2 L'investissement responsable source de risques financiers	58
2.2.1 Théorie d'agence : l'opportunisme des dirigeants et le surinvestissement « responsable »	58

* Professeur au département de comptabilité de l'Université de Moncton.

2.2.2	Théorie de la compensation : faire du bien pour compenser le mal	58
3.	Études empiriques.	60
3.1	Différentes mesures de la performance ESG et des risques financiers	60
3.1.1	Mesures de la performance ESG des firmes . . .	60
3.1.1.1	Réputation	60
3.1.1.2	Indicateur unidimensionnel	60
3.1.1.3	Scores multidimensionnels d'agences de notation extrafinancières	61
3.1.2	Mesures des risques financiers des firmes . . .	61
3.2	Principaux résultats d'études empiriques	62
3.2.1	Performance ESG, risque comptable et risque de marché	62
3.2.2	Performance ESG et risque de crédit	64
3.2.3	Performance ESG : assurance contre les risques ?	65
4.	Conclusion	66
	Bibliographie.	71

1. INTRODUCTION

La gestion des risques est devenue aujourd'hui beaucoup plus complexe et les outils que les gestionnaires de placements ont traditionnellement utilisés pour gérer les risques ne semblent plus être à la hauteur. Des cas récemment médiatisés de risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) – comme ceux impliquant Volkswagen et BP – témoignent que les firmes sont de plus en plus exposées au risque de perte ou d'atteinte à la réputation découlant de préoccupations environnementales, sociales ainsi que celles liées à la saine gouvernance. Les effets négatifs potentiels d'un tel risque pour l'entreprise comprennent une perte de revenus, une fidélité moins grande de la part des clients, des litiges, des amendes, l'imposition de sanctions par les organismes de réglementation ou une plus grande supervision de leur part et un recul du cours de ses actions¹. Une évaluation précise et une bonne gestion des risques nécessitent donc la prise en compte des enjeux ESG (par ex., les changements climatiques, les droits de la personne, les relations de travail, la protection des consommateurs, la santé et la sécurité ainsi que les relations avec les autochtones, etc.).

Pour certains investisseurs et gestionnaires de placement, l'investissement responsable (IR) qui fait référence à l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise dans la sélection et la gestion des placements, peut permettre une meilleure gestion des risques à long terme pour la valeur actionnariale et les parties prenantes. Comme le soulignent Rosen *et al.* (1991), certains investisseurs, notamment institutionnels, aiment

1. Le 21 septembre 2015, jour de la révélation par la presse américaine de la fraude sur les tests antipollution du constructeur automobile allemand Volkswagen, l'entreprise a perdu près de 20 milliards d'euros de sa capitalisation boursière. En trois jours, le titre Volkswagen a perdu près de 30 % de son cours à la Bourse de Francfort. La réaction du marché s'explique par le fait qu'en raison de la violation du *Clean Air Act*, le constructeur risque aux États-Unis une amende de 37 500 dollars par véhicule, soit une facture totale de 18 milliards de dollars pour les véhicules concernés aux États-Unis.

détenir dans leur portefeuille les titres des entreprises qui ont de bonnes performances ESG parce qu'ils craignent que les entreprises socialement irresponsables soient la cible des régulateurs, des groupes d'activistes ou des médias (Maxwell *et al.*, 2000 ; Baron et Diermeier, 2007 ; Baron, 2009 ; Lyon et Maxwell, 2011).

En raison de la croissance rapide des IR² au cours des dernières années, beaucoup d'entreprises se sont engagées dans des projets de responsabilité sociale des entreprises (RSE), ont installé des comités en matière de RSE, et publié des rapports RSE dans l'objectif d'attirer des investisseurs responsables qui sont, pour la plupart, des investisseurs institutionnels. Selon Hong, Kubik et Scheinkman (2012), les dépenses des entreprises dans la RSE ont considérablement augmenté ces dernières années, atteignant des centaines de millions de dollars par an aux États-Unis. En réponse à cet engouement des firmes pour les programmes de RSE, s'est développée une abondante littérature qui examine l'impact de la RSE sur les rendements des titres (actions) et les résultats des entreprises. Un nombre croissant d'études soulignent le caractère stratégique de la RSE dans la gestion des risques financiers (par ex., Heal, 2005 ; Werther et Chandler, 2005 ; Pelozo, 2006). D'autres soulignent néanmoins que, dans certaines conditions, les initiatives de RSE peuvent augmenter les risques financiers (Sodjahin *et al.*, 2017 ; Jo et Harjoto, 2012 ; Luo et Bhattacharya, 2009).

Ce texte, se fondant sur des arguments théoriques et des études empiriques, fait un état des lieux de la recherche sur les relations possibles entre investissements responsables et risques financiers. Plus spécifiquement il examine comment la RSE peut affecter le risque comptable, le risque de marché (aussi bien spécifique que systématique) ainsi que le risque de crédit des firmes.

2. Selon le rapport de tendances de l'investissement responsable canadien de 2016 de l'Association pour l'investissement responsable, le marché canadien de l'investissement responsable (IR) poursuit une expansion rapide. Les IR sont passés de 1,01 mille milliards de dollars à la fin de 2013 à 1,5 mille milliards de dollars en date du 31 décembre 2015. Les actifs d'IR canadiens représentent maintenant 38 % du total des actifs sous gestion canadienne (évalués à 3 986 mille milliards de dollars). La majeure partie de la croissance de l'industrie de l'IR est attribuable aux investisseurs institutionnels. En effet, les actifs des caisses de retraite représentent 75 % de la croissance de l'industrie de l'IR des deux dernières années.

2. CADRE THÉORIQUE

La littérature sur la RSE offre un grand fond théorique qui explique la relation entre l'investissement responsable et les risques financiers. Certains arguments postulent que l'investissement responsable devrait réduire les risques financiers (voir graphique 1), tandis que d'autres soutiennent que dans certaines conditions, l'investissement responsable peut être très risqué (voir une synthèse de ces arguments dans le tableau 1).

2.1 L'investissement responsable réduit les risques financiers

On peut regrouper en trois théories les principaux arguments qui postulent que l'investissement responsable permet de réduire les risques financiers. Ces arguments impliquent (1) la théorie des parties prenantes, (2) la théorie des marchés segmentés et (3) la théorie de l'assurance.

2.1.1 *Théorie des parties prenantes et gestion des risques financiers*

L'objectif principal de tout système de gestion des risques est d'éviter, de prévenir ou de limiter les pertes ou les dommages liés à des opérations commerciales, financières ou à des événements indésirables pour une entreprise (Kytte et Ruggie, 2005). Selon Alexander et Bucholtz (1978) et Spicer (1978), l'investissement responsable qui par définition tient compte de l'intérêt des parties prenantes (aussi bien les investisseurs, que les employés, les clients, la communauté, l'environnement, etc.) est en adéquation avec les principes de la théorie de la gestion des risques. L'implication des différentes parties prenantes dans les processus de prise de décision leur permet en effet de mieux cerner les opportunités et les risques que prennent les gestionnaires, ce qui réduit l'asymétrie d'information (par ex., McGuire *et al.*, 1988 ; Waddock et Graves, 1997) et ainsi réduit l'incertitude sur les flux de trésorerie futurs de l'entreprise (Oikonomou *et al.*, 2012).

Par ailleurs, McGuire *et al.* (1998) soutiennent qu'un faible niveau de responsabilité sociale devrait augmenter le risque financier parce que les investisseurs devraient considérer les entreprises les moins socialement responsables comme étant plus risquées. Ils expliquent que les investisseurs et autres parties prenantes anticipent une hausse des coûts pour les entreprises à faible performance

ESG en raison de leur manque de responsabilité sociale (Oikonomou *et al.*, 2012). Par exemple, le gouvernement pourrait imposer des amendes, engager des poursuites judiciaires (Fombrun, 2005 ; Freeman *et al.*, 2007) qui pourraient menacer l'existence même de l'entreprise. La perception d'un bas niveau de performance RSE pourrait aussi altérer la capacité de l'entreprise à obtenir du capital à des taux stables. C'est ce qui explique que, généralement, les investisseurs socialement responsables ont tendance à exclure les entreprises à faible performance ESG de leurs portefeuilles (Sharfman et Fernando, 2008, et Hong et Kacperczyk, 2009), car ils considèrent les entreprises socialement irresponsables³ comme plus risquées (Frederick, 1995 ; Robinson *et al.*, 2008 ; Stark, 2009 ; Hong et Kacperczyk, 2009). *A contrario*, un niveau élevé de la performance ESG peut permettre à une entreprise de réduire son risque financier en raison de relations stables avec le gouvernement et la communauté financière. Par exemple, Sharfman et Fernando (2008) estiment que la gestion des risques sociaux, environnementaux (par ex., réduction des émissions CO₂) ou de gouvernance est synonyme d'une gestion stratégique des risques et devrait réduire les risques encourus par les firmes (accidents, conflits sociaux, boycottage des consommateurs, perte d'image de marque de réputation et de confiance, etc.). Lorsque des litiges potentiels sont réduits, les flux de trésorerie sont plus stables et les ressources d'une entreprise peuvent être consacrées à des décisions stratégiques et des investissements qui contribuent à réduire le risque financier perçu par le marché (Sharfman et Fernando, 2008).

En somme, pour les partisans de la théorie des parties prenantes, les IR permettent de réduire le risque des firmes par la réduction des risques financiers et opérationnels (McGuire *et al.*, 1988) ainsi que les risques sociaux et environnementaux (Feldman *et al.*, 1997 ; Sharfman et Fernando, 2008 ; El Rhoul *et al.*, 2011).

2.1.2 Théorie des marchés segmentés en fonction des performances ESG des firmes

La RSE a reçu peu d'attention dans la littérature de la finance théorique. Il y a quelques exceptions notables. Par exemple, Merton (1987), Barnea *et al.* (2005), Mackey *et al.* (2007) et Fama et French

3. Par exemple, Hong et Kacperczyk (2009) affirment que les entreprises « associées au péché » (c.-à-d. liées à l'alcool, au tabac et au jeu) font face à des risques juridiques et financiers très élevés.

(2007) développent des modèles théoriques pour expliquer la relation entre la performance ESG et le rendement attendu d'une firme. Le cadre conceptuel de ces modèles relâche l'hypothèse de marchés parfaits en supposant des différences dans les préférences des investisseurs (segmentation des marchés financiers en fonction de la performance ESG des firmes). Plus spécifiquement, ces modèles supposent l'existence de deux types d'investisseurs sur les marchés financiers : (1) les investisseurs traditionnels et (2) les investisseurs socialement responsables. Les investisseurs traditionnels ne considèrent que les critères financiers (risque et rendement) dans leurs décisions d'investissement, alors que les investisseurs socialement responsables considèrent à la fois des critères financiers et non financiers (par ex., critères ESG). La prédiction générale de ces modèles est que, en raison de la demande de plus en plus importante pour les titres des firmes socialement responsables, ces titres seront surévalués, conduisant à un risque et des rendements attendus plus faibles tandis que les titres des firmes socialement irresponsables seront sous-évalués, conduisant à un risque et des rendements attendus plus élevés (« effet négligence ») parce que les investisseurs exigent des primes supplémentaires pour compenser la réduction des possibilités de partage des risques, c'est-à-dire la réduction des possibilités de diversification des risques. Par exemple, le modèle de Merton (1987) prévoit que le risque de l'entreprise est une fonction décroissante du nombre d'actionnaires. Par conséquent, une augmentation (réduction) relative de la taille des investisseurs sur un titre (par ex., titre d'une entreprise socialement responsable) se traduira par une réduction (augmentation) du risque de l'entreprise.

2.1.3 Théorie de l'assurance

Certains auteurs (par ex., Godfrey, 2005 ; Werther et Chandler, 2005 ; Peloza, 2006) affirment que les activités de RSE génèrent un capital moral qui peut offrir une protection (comme une assurance) qui réduit l'exposition de l'entreprise à des risques et par conséquent le risque des ISR. Selon Godfrey (2005), le capital moral des entreprises socialement responsables est constitué d'actifs incorporels tels que la stabilité des relations avec leurs parties prenantes. Pour Werther et Chandler (2005), une firme affichant une meilleure responsabilité sociale bénéficie d'un capital moral positif en temps de crise, agissant comme une protection financière. Godfrey (2005) ajoute que le capital moral positif géré par la RSE est susceptible d'atténuer les évaluations des actions négatives de l'entreprise, protégeant ainsi l'entreprise contre les effets négatifs de grande envergure des chocs

économiques systémiques et aussi d'événements négatifs liés à la firme. Par exemple, une bonne réputation en matière de RSE peut aider lorsque les entreprises font face à la critique après un rappel de produit ou lorsque les pratiques répréhensibles de production telles que l'utilisation du travail des enfants deviennent publiques. Comme le résume *The Economist* (2008) : « CSR involves limiting the damage to the brand and the bottom line that can be inflicted by a bad press and consumer boycotts. »

2.2 L'investissement responsable source de risques financiers

2.2.1 *Théorie d'agence : l'opportunisme des dirigeants et le surinvestissement « responsable »*

Friedman (1970) est parmi les premiers à exprimer sa préoccupation que la RSE représente une forme de problème d'agence au sein de l'entreprise. Il est suivi plus tard par d'autres auteurs, notamment, Jensen et Meckling (2001), Carroll (1979), Jo et Harjoto (2012) et Krüger (2015), qui documentent le fait que dans certaines conditions, les gestionnaires peuvent surinvestir de manière opportuniste (Preston et O'Bannon, 1997) dans les programmes de RSE pour (1) gagner en réputation (Barnea et Rubin, 2005), (2) faire progresser leur carrière, ou tout autre agenda personnel (Bénabou et Tirole, 2010), (3) susciter le soutien des défenseurs de l'environnement ou des leaders sociaux (syndicat), des communautés locales, des hommes politiques, des ONG, etc. pour se maintenir à leur poste (Cespa et Cestone, 2007). McWilliams et Siegel (2001) démontrent qu'il existe un niveau optimal de performance ESG, au-delà duquel il est moins probable de protéger l'entreprise contre l'incertitude et la vulnérabilité de ses flux monétaires futurs.

2.2.2 *Théorie de la compensation : faire du bien pour compenser le mal*

Pour certains auteurs, le concept de RSE ne serait que de la poudre aux yeux, du *window dressing* (littéralement : « composition d'étalage »), de l'image⁴, des relations publiques, du *greenwashing*⁵

4. Les rapports dits de développement durable ressemblent encore trop à des catalogues de *best stories*, avec des images d'enfants souriants.

5. Sur Internet, des ONG spécialisées dans la « surveillance » des multinationales décernent, ironiquement, des prix aux meilleurs *greenwashers*... (Chauveau et Rosé, 2003).

(littéralement : « peindre en vert son image »), alors que, dans l'arrière-boutique, le *business* continue comme avant (Chauveau et Rosé, 2003).

Kotchen et Moon (2012) de même que Krüger (2015) pensent qu'en réalité, ce sont les entreprises qui font plus « mal » (irresponsables socialement) qui font aussi plus de « bien » (investissent plus dans les programmes RSE) pour compenser leur irresponsabilité sociale, environnementale afin de corriger leur image. Prenant le cas des compagnies de tabac et des grandes entreprises pétrolières, ils montrent qu'elles investissent énormément dans les projets sociaux, communautaires et font du mécénat et de la philanthropie sans pour autant diminuer leur exposition au risque⁶. Par exemple, la nature des opérations des compagnies pétrolières les expose à un grand risque d'occurrence d'événements environnementaux néfastes (déversement de pétrole, pollution, etc.). Les dirigeants de ces entreprises cherchent souvent à compenser ce risque en investissant dans des projets bons pour l'environnement pour montrer à la communauté qu'elle est responsable malgré le risque provenant de la nature de ses activités.

Hemingway et MacLagan (2004) affirment que l'une des motivations des gestionnaires à adopter les programmes de RSE est de couvrir leurs mauvais résultats. Comme le souligne Bradley (2009), Enron a été longtemps considérée comme exemple d'entreprise responsable et a même remporté plusieurs prix nationaux pour ses programmes environnementaux et communautaires alors que, dans le même temps, elle se livre à des fraudes comptables massives qui ont conduit à sa chute en 2001. Par exemple, Kim *et al.* (2014) montrent que lorsque les entreprises socialement responsables s'engagent à un niveau élevé de transparence, le risque d'accident (*crash*) sur le cours de leurs actions est très faible, comparé aux firmes qui s'engagent dans les programmes de la RSE pour couvrir leur mauvaise gestion, pour lesquelles le risque d'accident est extrêmement élevé (par ex., Enron).

Si les entreprises utilisent la RSE comme un outil pour masquer leurs mauvais résultats et pour détourner l'attention des

6. Des études récentes montrent, par exemple, que les titres des firmes du « péché » (alcool, tabac, jeux, armement, nucléaire, etc.) ont des rendements attendus plus élevés que d'autres titres comparables, afin de compenser les risques supplémentaires liés à leurs activités particulières (Hong et Kacperczyk, 2007).

actionnaires, les performances ESG élevées RSE seraient associées à un risque financier élevé (Prior *et al.*, 2008).

3. ÉTUDES EMPIRIQUES

3.1 Différentes mesures de la performance ESG et des risques financiers

Il y a dans la littérature empirique de grandes disparités dans les proxies utilisés pour mesurer d'une part la performance ESG des firmes et d'autre part les risques financiers (voir tableau 2).

3.1.1 Mesures de la performance ESG des firmes

Trois principales mesures⁷ de performances ESG sont identifiées :

3.1.1.1 Réputation

Ce sont des ratios élaborés par des chercheurs (Moskowitz, 1972) ou des revues spécialisées (*Fortune Magazine*, *Business and Society Review Journal*) qui permettent de mesurer la réputation d'une entreprise telle que perçue par les tiers.

3.1.1.2 Indicateur unidimensionnel

C'est un indicateur d'un aspect particulier des pratiques socialement responsables. Les dimensions les plus largement examinées dans la littérature sont relatives aux dialogues avec les communautés locales, à la philanthropie, à l'orientation vers les clients et au respect de l'environnement.

Toutefois, les mesures unidimensionnelles n'offrent qu'une perspective assez limitée de la RSE. Certains auteurs, comme Waddock et Grave (1997), recommandent que les mesures multidimensionnelles soient utilisées pour caractériser les performances ESG.

7. Dans certaines études qui examinent le lien entre la performance ESG des firmes et leur performance financière, en plus de ces trois mesures, d'autres mesures de la performance ESG, comme l'analyse du contenu des rapports d'activités, enquêtes, philanthropie, etc., sont aussi utilisées.

3.1.1.3 Scores multidimensionnels d'agences de notation extrafinancières

Les agences de notation extrafinancière sélectionnent plusieurs indicateurs, relatifs aux parties prenantes, qui lui semblent pertinents. Des scores sont attribués à chacun de ces indicateurs et un score synthétique global est calculé selon un modèle qui agrège (moyenne pondérée) les scores des indicateurs.

Ces dernières années, les données de responsabilité sociale des entreprises, fournies par MSCI ESG STATS (anciennement KLD Research & Analytics, Inc.), ont été largement utilisées dans plusieurs études sur le lien entre la performance ESG et les risques financiers. MSCI ESG STATS est actuellement la plus grande base de données multidimensionnelle en matière de RSE disponible sur le marché. Elle publie les performances ESG de plus de 650 sociétés opérant sur les bourses américaines dans les six principaux aspects suivants : communauté, gouvernance d'entreprise, diversité, relation avec les employés, qualité des produits et préoccupations environnementales. Pour attribuer ses notes, MSCI ESG STATS examine les documents publiés par les entreprises. Les rapports annuels (y compris bien sûr le Corporate social responsibility reporting), le site Internet de l'entreprise et d'autres sources. Par exemple, MSCI ESG STATS évalue la performance environnementale d'une entreprise en tenant compte de plusieurs critères tels que l'utilisation des énergies propres, le recyclage, le respect des lois et normes environnementales, etc. (Waldman, Siegel et Javidan, 2006). Au Canada, c'est plutôt Sustainalytics qui fournit la plus importante base de données sur la responsabilité sociale des entreprises. Elle évalue la performance sociale de plus de 400 firmes, dont les 300 entreprises de l'indice TSX de la Bourse de Toronto. Elle publie aussi des scores multidimensionnels de la performance sociale des entreprises dans les trois principales dimensions suivantes : environnement, sociale et gouvernance.

3.1.2 Mesures des risques financiers des firmes

Les risques financiers peuvent être divisés en :

- risque comptable, mesuré par la dette à long terme, le ratio d'endettement, la volatilité (écart-type) du ROA ou du ROE, etc. ;
- risque de marché (risque total) mesuré par la volatilité (écart-type) du rendement boursier. Ce risque est souvent scindé en deux composantes :

- risque systématique, mesuré par le bêta ;
 - risque spécifique, mesuré par l'écart-type des résidus d'un modèle approprié de régression (par ex., modèle de marché, modèle, Fama-French à trois facteurs ou modèle à quatre facteurs (Carhart, 1997).
- risque de crédit, mesuré par le spread de crédit, la cote de crédit des agences de notation de crédit (Moody's, S&P, etc.) et aussi par le coût des prêts bancaires.

3.2 Principaux résultats d'études empiriques

Les principales études empiriques sur le lien entre la performance ESG et les risques financiers sont synthétisées dans le tableau 2 en annexe.

3.2.1 *Performance ESG, risque comptable et risque de marché*

McGuire *et al.* (1998) est l'un des premiers à examiner le lien entre la performance ESG des firmes, mesurée par l'indice de réputation (American's Most Admired Companies (MAC)) du magazine *Fortune*, et les risques financiers mesurés par, d'une part, l'écart-type des bénéfices, le levier financier (risque comptable) et, d'autre part, par l'écart-type des titres boursiers et le bêta (risque de marché) des firmes. Ils trouvent que, de façon générale, un niveau faible de RSE augmente les risques financiers. Des différentes mesures de risque utilisées par McGuire *et al.* (1988), les mesures comptables (écart-type des bénéfices d'opération, ratio dette-équité, levier d'opération) produisent un meilleur modèle explicatif que les mesures de risque de marché (écart-type du rendement, bêta). McGuire *et al.* (1988) expliquent ces résultats par le fait que les mesures comptables seraient plus enclines à capturer les attributs propres à la firme. Toujours selon les auteurs, l'impact de la RSE sur le risque systématique de l'entreprise est minimal parce que, d'une part, les actions menant à un niveau perçu bas ou élevé de RSE sont pour la plupart non systématiques (c.-à-d. spécifiques à la firme) et, d'autre part, parce que la plupart des événements affectant le niveau de RSE de l'entreprise n'affectent pas systématiquement l'ensemble des entreprises du marché.

Orlitzky et Benjamin (2001) subdivisent aussi le risque de l'entreprise en risque comptable et en risque de marché. Ils estiment le risque comptable par des mesures telles que l'écart-type à la moyenne du rendement sur capital investi, le ratio dette-équité et l'écart-type du ROA et du ROE de long terme. Ils définissent le risque total de marché comme le degré auquel le rendement du titre d'une entreprise varie dans le temps. Ce risque est aussi mesuré, comme dans McGuire *et al.* (1988) par l'écart-type du rendement. En utilisant une méta-analyse statistique d'un échantillon intégré de plus de 6 186 observations, Orlitzky et Benjamin (2001) concluent que le coefficient de corrélation entre la performance ESG et le risque est négatif. Ils trouvent toutefois que cette relation semble plus forte pour la mesure de risque de marché que pour celle de risque comptable. Ces résultats viennent contredire l'hypothèse de McGuire *et al.* (1988), selon laquelle les perceptions de RSE sont spécifiques à l'entreprise (non systématiques) et donc que les mesures comptables devraient être plus sensibles à celles du marché, qui reflètent les tendances systématiques du marché.

Pour certaines études, la performance ESG des firmes ne devrait affecter que le risque spécifique (c.-à-d. le risque idiosyncratique), car la performance ESG est spécifique à l'entreprise. Par exemple, Boutin-Dufresne et Savaria (2004), Lee et Faff (2009), Mishra et Modi (2012) et Bouslah *et al.* (2013) trouvent une relation négative entre le risque idiosyncratique et une mesure multidimensionnelle agrégée de performance ESG (à l'aide de la base de données sur l'investissement social canadien, de Dow Jones Sustainability Index et MSCI ESG STATS respectivement). Certains auteurs pensent que la performance ESG des firmes devrait affecter aussi bien le risque spécifique (propre à la firme) que le risque systématique. Par exemple, Luo et Bhattacharya (2009) trouvent une relation négative entre une mesure de performance ESG en termes de réputation (Entreprises les plus admirées des États-Unis du *Fortune Magazine* en 2002 et 2003) et les deux types de risques (spécifique et systématique).

Toutefois, certaines études se focalisent sur le lien entre la performance ESG des firmes et le risque systématique en raison de la vision dominante de la théorie du portefeuille selon laquelle seul le risque systématique est évalué sur les marchés financiers. Par exemple, Salama *et al.* (2011) trouvent une relation négative entre le risque systématique et une mesure de la performance ESG qui combine deux dimensions (communauté et environnement). Se fondant sur la mesure multidimensionnelle des performances MSCI ESG

STATS, Oikonomou *et al.* (2012) aussi trouvent les mêmes résultats sur un échantillon d'entreprises du S&P 500 examinées entre 1992 et 2009. Ils montrent que l'effet de performance ESG des firmes sur le risque systématique est asymétrique, puisque c'est principalement l'irresponsabilité sociale des firmes qui affecte à la hausse le risque systématique. Les auteurs notent également que l'impact des performances ESG sur le risque des firmes varie en fonction du contexte économique mesuré par la volatilité des marchés. L'impact serait plus important pendant les périodes d'incertitude économique, car les entreprises pourraient être plus susceptibles de mettre en œuvre des pratiques, entre autres sociales, pour réduire leur risque pendant les périodes de difficultés économiques (Chen *et al.*, 2010).

Plus récemment, Sodjahin *et al.* (2017) examinent les impacts des améliorations et des dégradations des scores de performance ESG de 266 firmes canadiennes sur leur risque systématique sur la période allant de 2007 à 2012. En utilisant un modèle conditionnel qui permet de prendre en compte le contexte économique, ils trouvent un impact positif et fortement significatif des dégradations de scores sur le risque systématique et concluent que le marché semble pénaliser les entreprises socialement irresponsables par un risque financier plus élevé sans pour autant récompenser particulièrement celles qui cultivent leur image sociale. Enfin, ils démontrent aussi que pour les entreprises avec des scores déjà élevés, une amélioration des scores prévoit un risque systématique plus élevé. Comme le mentionnent McWilliams et Siegel (2001), Luo et Bhattacharya (2009) et Jo et Harjoto (2012), entre autres, à des niveaux très élevés de performance ESG, les inconvénients (coûts) des initiatives en RSE peuvent l'emporter sur ses avantages et induire des profits futurs plus instables et aussi offrir moins de protection contre le risque boursier des firmes.

3.2.2 Performance ESG et risque de crédit

Des études récentes examinent l'effet de la performance ESG des firmes sur leur coût de crédit. Par exemple, Goss et Robert (2011) qui examinent l'impact de la performance sociale des entreprises sur le coût des prêts bancaires. Les auteurs trouvent que les banques seraient indifférentes aux performances ESG des firmes si celles-ci ont une bonne cote de crédit. En revanche, les banques imposeraient des marges plus élevées aux entreprises qui ont une faible cote de crédit et qui investissent dans les programmes de RSE.

Certaines études examinent l'effet des performances ESG sur les spreads de crédit sur le marché obligataire. Par exemple, Najah *et al.* (2013) investiguent l'impact des performances ESG mesurées par les notations de MSCI ESG STATS sur les cotes de crédit d'entreprises américaines et Oikonomou *et al.* (2014) examinent l'impact des performances ESG mesurées par les notations de MSCI ESG STATS à la fois sur les spreads de crédit et les cotes de crédit des obligations sur le marché américain de la dette corporative. Ils trouvent que la performance ESG des firmes joue un rôle important aussi bien dans la tarification de la prime de risque (spread de crédit) des obligations corporatives que sur les cotes de crédit des firmes américaines. Les firmes ayant de bonnes (mauvaises) performances ESG sont récompensées (pénalisées) par des spreads de crédit plus faibles (élevés) et des cotes de crédit à l'émission de dette plus élevées (faibles). Scheider (2010) note par exemple que les coûts énormes des nettoyages après les catastrophes écologiques peuvent conduire des entreprises à la faillite. Toutefois, ce résultat devrait être relativisé, car une étude similaire réalisée par Menz (2010) sur le marché des obligations d'entreprises européennes trouve que la performance ESG des firmes ne semble pas prise en compte par les investisseurs dans la tarification du risque (spread de crédit) des obligations corporatives. Se fondant sur 500 obligations dont les caractéristiques sont observées sur une période de 38 mois, Menz (2010) trouve en effet que, pour les firmes de même classe de risque, la prime de risque (spread de crédit) pour les obligations d'entreprises socialement responsables ne diffère pas significativement de celle des firmes moins responsables.

3.2.3 Performance ESG : assurance contre les risques ?

Les preuves empiriques sur la théorie de « l'assurance » de la RSE sont mitigées. Certains sont compatibles avec l'hypothèse d'assurance (par ex., Godfrey *et al.*, 2009) tandis que d'autres trouvent peu de preuves à l'appui de celle-ci (Rhee et Haunschild 2006). Par exemple, Godfrey *et al.* (2009) se fondent sur la contribution théorique de Godfrey (2005) pour tester empiriquement si la performance ESG des firmes protège (comme une assurance) la valeur de marché des firmes à la suite d'événements négatifs les affectant. Ils réalisent une étude événementielle au sujet des actions légales et réglementaires négatives portées contre des entreprises, et trouvent l'évidence que le risque est atténué par la performance ESG. Toutefois, l'effet assurance provient essentiellement des performances ESG institutionnelles (c.-à-d. celles se rapportant aux relations avec les communautés et à la diversité) et à la qualité des produits, etc.),

plutôt que des performances ESG techniques (c.-à-d. celles se rapportant à la gouvernance, aux relations avec les employés et à la qualité des produits, etc.). Rhee et Haunschild (2006), quant à eux, ne trouvent pas des preuves d'assurance protectrice qu'offrirait la RSE ; ils montrent que les fabricants d'automobiles plus réputés, en termes de RSE, perdent une plus grande part de marché à la suite d'un rappel de produit.

4. CONCLUSION

Il y a un nombre croissant d'études qui soulignent le caractère stratégique des IR dans la gestion des risques financiers. D'autres soulignent toutefois que dans certaines conditions, les initiatives de RSE peuvent augmenter les risques financiers. Ce texte, se fondant sur des arguments théoriques et quelques études empiriques, fait un état des lieux de la recherche sur les relations possibles entre la performance extrafinancière des firmes et leur risque financier. Par exemple, la théorie de gestion des parties prenantes suggère qu'en adoptant une attitude proactive dans la gestion de ses parties prenantes (clients, fournisseurs, gouvernement, actionnaires, communautés, etc.), les stratégies de responsabilité sociale des entreprises (RSE) peuvent permettre d'anticiper de réduire les conflits potentiels liés à l'environnement du travail, aux relations avec les clients, aux réglementations gouvernementales, etc. (par ex., Fombrun, 2005 et Freeman *et al.*, 2007). Pour Sharfman et Fernando (2008), McGuire *et al.* (1988) et Waddock et Graves (1997), une meilleure gestion des parties prenantes réduit l'incertitude sur les flux de trésorerie futurs. D'autres croient que l'amélioration de la performance ESG est susceptible d'être récompensée par le marché en termes d'amélioration de la perception du risque (par ex., Oikonomou *et al.*, 2012). Par ailleurs, une autre idée importante dans la littérature est que la RSE est une forme d'assurance qui protège les firmes en temps de crise (par ex., Godfrey, 2005). Enfin, une littérature récente se fondant sur la théorie d'agence (par ex., Krüger, 2015 ; Jo et Harjoto, 2012) documentent le fait que, dans certaines conditions, les gestionnaires peuvent surinvestir la RSE de manière opportuniste pour gagner en réputation (par ex., Bénabou et Tirole, 2010), ou couvrir leurs mauvais résultats (Hemingway et MacLagan, 2004). Dans ces conditions, une performance ESG élevée pourrait être associée à un risque financier plus élevé (Sodjahin *et al.*, 2017). Les études empiriques que nous présentons soutiennent l'un ou l'autre des arguments théoriques présentés.

Ces recherches peuvent être utiles pour les investisseurs responsables. En effet, toutes les firmes qui brandissent le label « entreprise socialement responsable », même avec d'excellentes notations extrafinancières, pourraient en réalité ne pas l'être (*window dressing*, *greenwashing*, problème d'agence, etc.). Le défi des investisseurs responsables est de trouver des moyens adéquats pour « séparer le bon grain de l'ivraie ».

Graphique 1 : Effet des IR sur les risques financiers, via la RSE

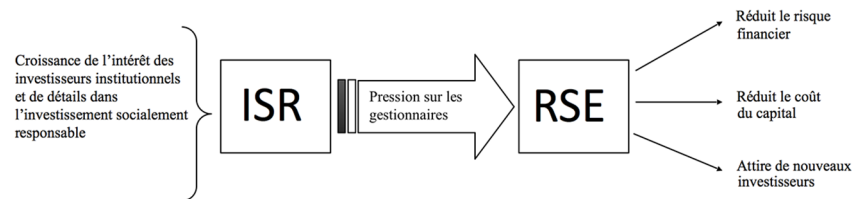


Tableau 1 : Principaux arguments théoriques sur le lien entre IR et risques financiers

n°	Théories	Quelques auteurs	Arguments	Impact des IR sur les risques financiers
1	Parties prenantes	McGuire <i>et al.</i> (1988) Waddock et Graves (1997) Fombrun (2005) Freeman <i>et al.</i> (2007) Sharfman et Fernando (2008)	Bonne gestion du risque	–
2	Théorie des marchés capitaux segmentés sur la base des performances ESG	Merton (1987) Barnea <i>et al.</i> (2005) Mackey <i>et al.</i> (2007) Fama et French (2007)	Risque financier est une fonction décroissante de la taille d'investisseurs responsables	–
3	Théorie de l'assurance	Godfrey (2005) Werther et Chandler (2005) Peloza (2006) Godfrey <i>et al.</i> (2009)	RSE est un capital moral, actifs incorporels qui agissent comme une protection financière	–
4	Théorie d'agence	Friedman (1970) Preston et O'Bannon (1997) Jensen et Meckling (2001) Bénabou et Tirolle (2010) Jo et Harjoto (2012) Krüger (2015)	• Opportunisme managérial • Surinvestissement dans les programmes de RSE	+
5	Théorie de la compensation	Kotchen et Moon (2012) Krüger (2015)	• Faire du bien (initiatives RSE) pour compenser le mal (irresponsabilité passée) • Les entreprises se livrent à la RSE pour compenser leur irresponsabilité sociale	+

Tableau 2 : Études empiriques sur le lien entre IR et risques financiers

Proxies utilisés							Articles	Méthodologie	Résultats
Performance ESG	Risques financiers								
	Risque comptable	Risque de marché boursier			Risque de crédit				
	Spécifique	Systématique	Total						
Réputation	American's Most Admired Companies (MAC) du magazine <i>Fortune</i>	• Levier d'endettement (<i>Debt/Assets</i>) • Écart-type des résultats d'exploitation (<i>operating income</i>)	Bêta	Écart-type des rendements		McGuire <i>et al.</i> (1988)	• Modèle : Régression linéaire • Données : 98 firmes américaines examinées entre 1983 et 1985	Performance ESG négativement liée aux facteurs de risque	
	American's Most Admired Companies (MAC)	Écart-type des résidus	Bêta			Luo et Bhattacharya (2009)	• Modèle : Modèle à 4 facteurs (Carhart, 1997) • Données : 541 firmes américaines examinées entre 2002 et 2003	Performance ESG négativement et significativement liée aux facteurs de risque	
	Britain's Most Admired Companies (MAC)		Bêta			Salama <i>et al.</i> (2009)	• Modèle : Modèle de marché • Données : 1 625 observations se rapportant aux firmes britanniques examinées entre 1994 et 2006	Une augmentation de 1,0 point du score de la performance environnementale induit une réduction de 0,0028 du facteur de risque bêta	
Mesures unidimensionnelles	Pollution control		Bêta	Écart-type des rendements		Spicer (1978)	• Modèle : Régression linéaire • Données : 18 firmes américaines dans l'industrie de la pâte à papier examinées pour les années 1970 et 1972	Les firmes ayant un meilleur contrôle de leur pollution ont un risque global et systématique plus faible que celles étant moins responsables	
	Performance environnementale de PICF Kaiser		Bêta			Feldman <i>et al.</i> (1997)	• Modèle : Performance environnementale sur la variation du bêta • Données : 330 firmes du S&P 500 pour les périodes de 1980 à 1987 et 1988 à 1994	L'amélioration de la performance environnementale réduit le risque systématique des firmes	

Performance ESG	Proxies utilisés				Articles	Méthodologie	Résultats
	Risques financiers			Risque de crédit			
	Risque comptable	Risque de marché boursier					
		Spécifique	Systématique	Total			
Canadian Social Investment Database (Sustainalytics)		Écart-type des résidus			Boutin-Dufresne et Savaria (2004)	• Modèle : Modèle de marché • Données : 225 à 277 firmes canadiennes examinées entre 1995 et 1999	Relation négative entre la performance ESG et le risque spécifique
Dow Jones Global Index (DJGI) de SAM Group		Écart-type des résidus			Lee et Faff (2009)	• Modèle : Modèle à 4 facteurs (Carhart, 1997) • Données : 200 à 300 firmes américaines examinées entre 1998 et 2002	Les entreprises socialement responsables sont moins risquées que les entreprises socialement irresponsables
MSCI ESG STATS (anciennement KLD)		Écart-type des résidus			Mishra et Modi (2012)	• Modèle : Modèle à 4 facteurs (Carhart, 1997) • Données : 192 firmes américaines examinées entre 2000 et 2009 (1 728 obs.)	Les scores de RSE positifs réduisent le risque tandis que les scores de RSE négatifs l'augmentent
MSCI ESG STATS			Béta			• Modèle : Régression des données de panel • Données : 760 firmes américaines examinées entre 1992 et 2009	• L'irresponsabilité dans les domaines de l'environnement, l'emploi et vis-à-vis de la communauté augmente le risque sociale • La responsabilité sociale dans les domaines liés à la communauté, à la diversité, à l'emploi, à la qualité des produits diminue le risque
MSCI ESG STATS		Écart-type des résidus		Écart-type des rendements	Bouslah <i>et al.</i> (2013)	• Modèle : Modèle à 4 facteurs (Carhart, 1997) • Données : 16 599 obs. firme/année sur la période 1991-2007	Le risque financier est négativement lié à deux composantes de la RSE : relations avec les employés ; droits de l'homme

Proxies utilisés							Articles	Méthodologie	Résultats
Performance ESG	Risques financiers					Risque de crédit			
	Risque comptable	Risque de marché boursier			Risque de crédit				
		Spécifique	Systématique	Total					
Sustainalytics			Bêta conditionnel				Sodjahn <i>et al.</i> (2017)	● Modèle : Conditionnel ● Données : 266 firmes canadiennes entre 2007 et 2012	● Le risque (bêta) augmente à la suite d'une baisse des scores ESG ● Les améliorations de scores des entreprises dont les scores sont déjà élevés induisent une augmentation du risque
Sustainable Asset Management Research (SAM)						Spread de crédit	Menz (2010)	● Modèle : Régression linéaire ● Données : 498 obligations corporatives en euro entre juillet 2004 et août 2007	● Le spread de crédit pour les obligations d'entreprises socialement responsables ne diffère pas significativement de celui des firmes moins responsables
MSCI ESG STATS						Coût des prêts	Goss et Robert (2011)	● Modèle : Régression linéaire ● Données : 3 996 prêts bancaires aux E.-U. entre 1991 et 2006	● Les banques sont indifférentes aux performances ESG des firmes si celles-ci ont une bonne cote de crédit ● Elles imposent des marges plus élevées aux firmes qui ont une faible cote de crédit et qui investissent dans les programmes de RSE
MSCI ESG STATS						Cote de crédit	Najah <i>et al.</i> (2013)	● Modèle : Probit Ordinal ● Données : 1 585 firmes américaines entre 1991 et 2010	Cotes de crédits élevées pour les firmes socialement responsables
MSCI ESG STATS						Spread de crédit et cote de crédit	Oikonomou <i>et al.</i> (2014)	● Modèle : Régression des données de panel ● Données : 3 240 obligations corporatives de 742 firmes américaines entre 1993 et 2009	Firmes avec de bonnes (mauvaises) performances ESG récompensées (pénalisées) par des spreads de crédit plus faibles (élevés) et cotes de crédit plus élevées (faibles)

Mesure multidimensionnelle

BIBLIOGRAPHIE

- ALEXANDER, J. et R.A. BUCHOLTZ (1978), « Corporate social responsibility and stock market performance », 21(3) *Academy of Management Journal* 479-486.
- BARNEA, A. et A. RUBIN (2010), « Corporate social responsibility as a conflict between shareholders », 97(1) *Journal of Business Ethics* 71-86.
- BARNEA, A., R. HEINKEL et A. KRAUS (2005), « Green investors and corporate investment », 16(3) *Structural Change and Economic Dynamics* 332-346.
- BARON, D. (2009), « A positive theory of moral management, Social pressure, and corporate social performance », 18(1) *Journal of Economics and Management Strategy* 7-43.
- BARON, D. et D. DIERMEIER (2007), « Strategic Activism and Non-market Strategy », 16(3) *Journal Economics and Management Strategy* 599-634.
- BÉNABOU, R. et J. TIROLE (2010), « Individual and corporate social responsibility », 77(305) *Economica* 1-19.
- BOUSLAH, K., L. KRYZANOWSKI et B. M'ZALI (2013), « The impact of the dimensions of social performance on firm risk », 37(4) *Journal of Banking & Finance* 1258-1273.
- BOUTIN-DUFRESNE, F. et P. SAVARIA (2004), « Corporate social responsibility and financial risk », 1(13) *Journal of Investing* 57-66.
- BRADLEY, R.L. (2009), « Corporate Social Responsibility and Energy », *Culture and Civilisation* 1.
- CARHART, M. (1997), « On Persistence in mutual fund performance », 52(1) *Journal of Finance* 57-82.
- CARROLL, A.B. (1979), « A three-dimensional conceptual model of corporate performance », 4(4) *The Academy of Management Review* 497-505.
- CESPA, G. et G. CESTONE (2007), « Corporate social responsibility and managerial entrenchment », 16(3) *Journal of Economic Management and Strategy* 741-771.

- CHAUVEAU, A. et J.-J. ROSÉ (2003), *L'entreprise responsable*, Paris, Éditions d'Organisation.
- CHEN, C., W. GUO et N. TAY (2010), « Are member firms of corporate groups less risky? », 39(1) *Financial Management* 59-82.
- EL GHOUL, S., O. GUEDHAMI, C. KWOK et D. MISHRA (2011), « Does corporate social responsibility affect the cost of capital? », 35(9) *Journal of Banking and Finance* 2388-2406.
- FAMA, E. et K. FRENCH (2007), « Disagreement, tastes and asset prices », 83(3) *Journal of Financial Economics* 667-689.
- FELDMAN, J., P. SOYKA et P. AMEER (1997), « Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price? », 6(4) *Journal of Investing* 87-97.
- FOMBRUN, C. (2005), « A world of reputation research, analysis and thinking – Building corporate reputation through CSR initiatives: Evolving standards », 8(1) *Corporate Reputation Review* 7-12.
- FRIEDMAN, M. (1970), « The social responsibility of business is to increase its profits », *The New York Times Magazine*.
- GODFREY, P.C. (2005), « The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective », 30(4) *Academy of Management Review* 777-798.
- GODFREY, P.C., C.B. MERRILL et J.M. HANSEN (2009), « The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis », 30(4) *Strategic Management Journal* 425-445.
- GOSS, A. et S. ROBERTS (2011), « The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans », 35(7) *Journal of Banking and Finance* 1794-1810.
- HEAL, G. (2005), « Corporate social responsibility: An economic and financial framework », 30(3) *The Geneva Papers on Risk and Insurance* 387-409.
- HEMINGWAY, C.A. et P.W. MACLAGAN (2004), « Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility », 50(1) *Journal of Business Ethics* 33-44.

- HONG, H. et M. KACPERCZYK (2009), « The price of sin: The effects of social norms on markets », 93(1) *Journal of Financial Economics* 15-36.
- HONG, H., J.D. KUBIK et J.A. SCHEINKMAN (2012), « Financial constraints on corporate goodness », *NBER Working Paper* No. 18476.
- JENSEN, M.C. (2001), « Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function », 14(3) *Journal of Applied Corporate Finance* 8-21.
- JO, H. et M.A. HARJOTO (2012), « The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility », 106(1) *Journal of Business Ethics* 53-72.
- KIM, Y., H. LI et S. LI (2014), « Corporate social responsibility and stock price crash risk », 43 *Journal of Banking & Finance* 1-13.
- KOTCHEN, M. et J. MOON (2012), « Corporate social responsibility for irresponsibility », 12(1) *The BE Journal of Economic Analysis & Policy* 1-23.
- KRÜGER, P. (2015), « Corporate goodness and shareholder wealth », 115(2) *Journal of Financial Economics* 304-329.
- KYTLE, B. et J.G. RUGGIE (2005), « Corporate social responsibility as risk management: A model for multinationals », *Corporate Social Responsibility Initiative, Working Paper No. 10*, Cambridge (MA), John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- LEE, D.D. et R.W. FAFF (2009), « Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective », 44(2) *The Financial Review* 213-237.
- LUO, X. et C.B. BHATTACHARYA (2009), « The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk », 73(6) *Journal of Marketing* 198-213.
- LYON, T.P. et J.W. MAXWELL (2011), « Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit », 20(1) *Journal of Economics & Management Strategy* 3-41.

- MACKEY, A., T.B. MACKEY et J.B. BARNEY (2007), « Corporate social responsibility and firm performance investor preferences and corporate strategies », 32(3) *The Academy of Management Review* 817-835.
- MAXWELL, J.W., T.P. LYON et S. HACKETT (2000), « Self-regulation and social welfare: The political economy of corporate environmentalism », 43(2) *Journal of Law and Economics* 583-618.
- McGUIRE, J.B., T. SCHNEEWEIS et A. SUNDGREN (1988), « Corporate social responsibility and firm financial performance », 31(4) *Academy of Management Journal* 854-872.
- McWILLIAMS, A. et D. SIEGEL (2001), « Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective », 26(1) *The Academy of Management Review* 117-127.
- MENZ, K.-M. (2010), « Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note », 96(1) *Journal of Business Ethics* 117-134.
- MERTON, R.C. (1987), « A simple model of capital market equilibrium with incomplete information », 42(3) *Journal of Finance* 483-510.
- MISHRA, S. et S.B. MODI (2012), « Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk », 117(2) *Journal of Business Ethics* 431-448.
- MOSKOWITZ, M. (1972), « Choosing socially responsible stocks », 1 *Business and Society Review* 71-75.
- NAJAH, A., S.E. GHOUL, O. GUEDHAMI et J. SUH (2013), « Corporate social responsibility and credit ratings », 117(4) *Journal of Business Ethics* 679-694.
- OIKONOMOU, I., C. BROOKS et S. PAVELIN (2014), « The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings », 49(1) *The Financial Review* 49-75.
- OIKONOMOU, I., C. BROOKS et S. PAVELIN (2012), « The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis », 41(2) *Financial Management* 483-515.

- ORLITZKY, M. et J.D. BENJAMIN (2001), « Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review », 40(4) *Business and Society* 369-396.
- PELOZA, J. (2006), « Using corporate social responsibility as insurance for financial performance », 48(2) *California Management Review* 52-72.
- PRESTON, L.E. et D.P. O'BANNON (1997), « The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis », 36(4) *Business and Society* 109-125.
- PRIOR, D., J. SURROCA et J.A. TRIBO (2008), « Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationships between earnings management and corporate social responsibility. Corporate Governance », 16(3) *An International Review* 160-177.
- RHEE, M. et P. HAUNSCHILD (2006), « The liability of good reputation: A study of product recalls in the U.S. automobile industry », 17(1) *Organization Science* 101-117.
- ROSEN, B., D. SANDLER et D. SHANI (1991), « Social issues and socially responsible investment behavior: A preliminary empirical investigation », 25(2) *Journal of Consumer Affairs* 221-234.
- SALAMA, A., K. ANDERSON et J.F. TOMS (2011), « Does community and environmental responsibility affect firm risk? Evidence from UK panel data 1994-2006 », 20(2) *Business Ethics: A European Review* 192-204.
- SCHEIDER, T.E. (2011), « Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the U.S. pulp and paper and chemical industries », 28(5) *Contemporary Accounting Research* 1537-1561.
- SHARFMAN, M. P. et C. S. FERNANDO (2008), « Environmental risk management and the cost of capital », 29(6) *Strategic Management Journal* 569-592.
- SODJAHIN, A., C. CHAMPAGNE, F. COGGINS et R. GILLET (2017), « Leading or lagging indicators of risk? The informational content of extra-financial performance scores », 18(5) *Journal of Asset Management* 347-370.

- SPICER, B. (1978), « Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study », 53(1) *American Accounting Association* 94-111.
- WADDOCK, S.A. et S.B. GRAVES (1997), « The corporate social performance-financial performance link », 18(4) *Strategic Management Journal* 303-319.
- WALDMAN, D.A., D.S. SIEGEL et M. JAVIDAN (2006), « Components of CEO transformational leadership and corporate social responsibility », 43(8) *Journal of Management Studies* 1703-1725.
- WERTHER, W.B. Jr. et D. CHANDLER (2005), « Strategic corporate social responsibility as global brand insurance », 48(4) *Business Horizons* 317-324.