

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE

DES FONDS SOCIALEMENT

RESPONSABLES EN FRANCE

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DU MBA-RECHERCHE EN FINANCE

PAR

BOUCHRA LAHMEUR

JUIN 2009

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement n°8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

TABLE DES MATIÈRES

<u>LISTE DES FIGURES</u>	<u>vi</u>
<u>LISTE DES TABLEAUX</u>	<u>vii</u>
<u>RÉSUMÉ.....</u>	<u>x</u>
<u>INTRODUCTION</u>	<u>6</u>
<u>CHAPITRE I</u>	
<u>REVUE DE LITTÉRATURE</u>	<u>8</u>
<u>1.1 L'investissement socialement responsable.....</u>	<u>9</u>
<u> 1.1.1 Définition et principes.....</u>	<u>9</u>
<u> 1.1.2 Les formes de l'investissement socialement responsable.....</u>	<u>10</u>
<u> 1.1.2.1 L'activisme des actionnaires.....</u>	<u>11</u>
<u> 1.1.2.2 L'investissement guidé par des critères spécifiques.....</u>	<u>12</u>
<u> 1.1.2.3 L'investissement dans le développement des communautés.....</u>	<u>12</u>

1.1.3 Historique et évolution de l'ISR.....	13
1.2 Le processus de sélection des FSR.....	15
1.2.1 Les critères de sélection de l'ISR.....	15
1.2.2 Les sources d'information.....	19
1.2.3 Les limites.....	20
1.3 La performance sociale et financière de l'ISR.....	21
1.3.1 La performance sociale de l'ISR.....	22
1.3.2 Le lien entre la performance sociale et financière de l'ISR.....	28
1.3.3 L'évaluation de la performance financière.....	33
1.3.4 Les mesures de la performance financière.....	36

CHAPITRE II

<u>MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE</u>	<u>40</u>
--	-----------

<u>2.1 Le cadre français de l'ISR.....</u>	<u>40</u>
<u>2.1.1 ISR et fonds éthiques en France.....</u>	<u>40</u>
<u>2.1.2 Dynamique de l'ISR en France.....</u>	<u>43</u>
<u>2.2 Objectifs et hypothèses de recherche.....</u>	<u>48</u>
<u>2.2.1 Objectif de recherche.....</u>	<u>48</u>
<u>2.2.2 Hypothèses de recherche.....</u>	<u>49</u>
2.2.2.1 <i>Performance des FSR comparée à celle du marché.....</i>	<i>49</i>
2.2.2.2 <i>Performance des FSR comparée au FCC ayant la même allocation d'actifs.....</i>	<i>50</i>
2.2.2.3 <i>Performance des FSR comparée au FCC ayant la même allocation d'actifs et appartenant 'a la même institution.....</i>	<i>51</i>
<u>2.3 Nature des données.....</u>	<u>52</u>
<u>2.4 Traitement des données.....</u>	<u>54</u>

CHAPITRE III

<u>ANALYSE DES RÉSULTATS.....</u>	<u>55</u>
-----------------------------------	-----------

<u>3.1 Analyse de la performance des FSR comparativement au marché.....</u>	<u>55</u>
<u>3.2 Analyse de la performance des FSR et des FC comparables en termes d'allocation d'actifs.....</u>	<u>56</u>
<u>3.3 Analyse de la performance des FSR et de leur Fonds conventionnels comparables en terme d »allocation d'actifs et appartenant à la même institution financière.....</u>	<u>57</u>
<u>CONCLUSION.....</u>	<u>58</u>

<u>APPENDICE A : RATIO DE SHARPE POUR TOUS LES FC</u>	<u>70</u>
<u>APPENDICE B : RATIO DE SHARPE POUR LES FSR</u>	<u>73</u>
<u>APPENDICE C : RATIO DE SHARPE POUR LE CAC 40.....</u>	<u>76</u>
<u>APPENDICE D : TEST STATISTIQUE DE JOBSON ET KROKIE</u>	<u>79</u>
<u>APPENDICE E : : RATIO DE SORTINO POUR LES FSR</u>	<u>80</u>
<u>APPENDICE F : RATIO DE SORTINO POUR LES FONDS CONVENTIONNELS.....</u>	<u>83</u>
<u>APPENDICE G : RATIO DE SORTINO POUR LE CAC 40.....</u>	<u>86</u>
<u>BIBLIOGRAPHIE</u>	<u>89</u>

LISTE DES FIGURES

Figure		
Page		
2.1	Évolution de la capitalisation des Fonds ISR aux États-Unis.....	19
2.2	La fréquence d'utilisation des critères de sélection socialement responsables par les fonds d'investissement.....	26

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
2.1 Exemples de critères positifs et négatifs.....	17
1.3 Exemples de critères positifs selon certains pays.....	19
1.3 Les mesures de la Responsabilité Sociale des Entreprises dans les différentes Études.....	25
1.4 Caractéristiques et pertinence des principales mesures de la performance Sociale.....	27
2.1 Dates clés de l'ISR en France.....	44
2.2 Encours au 31/12/06 en millions d'euros.....	46
2.3 Liste des fonds socialement responsables et des fonds conventionnels appartenant à la même institution.....	56

2.4 Critères sociaux et éthiques utilisés lors de la composition des fonds socialement responsables.....	58
2.5 Test d'égalité des espérances (tous les FSR et le CAC40).....	64
2.6 Test d'égalité des espérances (tous les FSR versus tous les FC ayant les mêmes objectifs de placement).....	66
2.7 Test d'égalité des espérances (FSR versus FC ayant les mêmes objectifs de placement et appartenant à la même institution financière).....	67

REMERCIEMENTS

En préambule à ce mémoire, je tiens à remercier les personnes qui, par leurs conseils et leurs encouragements, ont rendu possible la réalisation de ce travail dirigé.

Tout d'abord, je tiens à remercier ma directrice de recherche Mme M'Zali Bouchra pour son aide, ses précieux conseils, son implication et sa disponibilité.

Enfin, j'adresse mes sincères remerciements à mes parents, à mon mari Wahid, et à mes filles Linna et Sarah pour leur patience et leurs encouragements tout au long de la réalisation de ce mémoire.

RÉSUMÉ

L'objectif de cette recherche consiste à vérifier si les fonds socialement responsables (FSR) en France offrent une performance financière supérieure, inférieure ou égale à celle des fonds conventionnels comparables. Nous testons trois hypothèses relativement à la performance financière des FSR tout en visant à remédier en partie aux lacunes identifiées dans la littérature, particulièrement celles qui concernent les coûts relatifs à la gestion des fonds et la qualité de gestion des institutions financières.

La première hypothèse consiste à faire une comparaison entre la performance financière des FSR et la performance d'un indice général comme le CAC40. La deuxième hypothèse consiste, quant à elle, à comparer la performance financière des FSR à celle de fonds comparables ayant la même allocation d'actifs. Finalement, et afin de contrôler l'effet de la qualité de gestion, la troisième hypothèse vise à comparer la performance financière des FSR à celle de fonds conventionnels comparables ayant la même allocation d'actif et appartenant à la même institution financière. Pour tester les hypothèses, trois mesures principales de performance ont été utilisées à savoir : les rendements, le ratio de Sharpe et celui de Sortino. D'une manière générale les résultats ont montré que l'ISR en France n'affiche pas une performance financière significativement différente de celle des investissements conventionnels comparables.

INTRODUCTION

L'investissement socialement responsable se caractérise aujourd'hui par une grande diversité de situations et de pratiques au niveau mondial. À dominante anglo-saxonne, ayant initialement recours à des critères d'exclusion, il connaît de profondes évolutions depuis une décennie, en particulier en Europe. Né au Royaume Uni et aux États Unis dans les années 1920, l'ISR connaît une deuxième phase de développement en Europe continentale au cours des années 1990 avant de s'internationaliser tout récemment au tournant du XXI siècle. À l'heure actuelle, son poids est encore très variable selon les pays, d'autant plus que les définitions et les méthodes utilisées pour le mesurer diffèrent d'un pays à un autre.

En effet de par ses origines historiques, l'ISR a souffert d'un préjugé systématique de sous performance financière. L'introduction de critères sociaux non liés aux données financières dans le processus d'investissement a donc suscité de nombreuses études étant donné que la question de performance financière de l'ISR reste décisive pour son futur développement. On distingue trois courants théoriques qui analysent l'ISR : le premier regroupe les opposants de l'ISR qui, à l'instar de Friedman (1970), soutiennent qu'investir socialement induira une sous-performance financière; le deuxième courant comprend les partisans de l'ISR, qui défendent les bons résultats de cette stratégie et le troisième courant enfin regroupe des acteurs pour qui la relation entre la performance financière et la performance sociale est si complexe que son effet est neutre. Les diverses études empiriques conduites à ce jour aux États-Unis et en Europe soutiennent ces trois courants théoriques. En effet cette multitude d'études empiriques qui ont utilisé diverses mesures de performance financière et sociale, divers modèles statistiques et économétriques et qui ont couvert différentes régions géographiques et différentes périodes n'ont pas convergé vers les mêmes conclusions. Ces résultats confirment ainsi

qu'il est difficile d'établir un lien systématique et positif entre les performances sociale et financière de l'ISR. On se demanderait alors si les conclusions de ces travaux ne sont pas susceptibles de remettre en question l'essor de l'investissement socialement responsable. Comme l'a bien affirmé Cowton et Sparkes (2004), la rentabilité financière de l'investissement socialement responsable est l'une des questions les plus controversées et que son issue est cruciale pour l'essor de l'activité.

La majorité des études empiriques ayant été effectuées sur les fonds socialement responsables, la pertinence de couvrir d'autres pays est en croissance constante. Ainsi, l'ISR RN France, par exemple connaît un essor certain depuis la dernière décennie, essor encouragé par l'adoption le 15 mai 2001 de la loi sur les « Nouvelles Régulations Économiques (NRE) », loi qui oblige les sociétés cotées à publier un rapport de leur « développement durable ». Dans le cadre de cette recherche nous étudierons donc l'ISR en France.

Notre objectif est double, d'une part il vise à décrire le contexte de l'investissement socialement responsable et plus particulièrement les fonds éthiques en France, et d'autre part à évaluer leur performance financière.

Le mémoire est composé de quatre sections; la première présente une revue de littérature, la deuxième décrit le contexte français et la méthodologie, la troisième présente la base de données et les principaux résultats; la dernière nous permettra de conclure sur la performance financière des fonds éthiques français.

CHAPITRE I

REVUE DE LITTÉRATURE

L'investissement socialement responsable (ISR) est incontestablement un phénomène en essor. Ces vingt cinq dernières années ont constitué une phase de développement rapide pour ce type d'investissement dans les pays développés. De plus en plus d'investisseurs désirent non seulement que leurs placements soient rentables, mais exigent qu'ils respectent aussi certains critères d'éthique, ou de responsabilité sociale et environnementale.

En effet, dans les années vingt les Quakers ainsi que les congrégations religieuses américaines se refusaient d'investir dans les «sin- stocks» c'est à dire les valeurs de péché (alcool, tabac, armement, jeux....) en raison de la valeur morale négative ou inférieure liée à l'activité. Ce jugement de valeur restait intimement lié à l'éthique de l'investisseur et à ses croyances. Afin de répondre à la demande de ces institutions, et à celle d'investisseurs individuels, de nombreux fonds éthiques sont apparus, d'abord aux États- Unis, ensuite en Europe et en Asie.

Cette étude cherche à explorer l'ISR en France. La première section consacrée aux définitions des termes et à une présentation historique de l'ISR, illustre non seulement la croissance de cette nouvelle industrie au niveau mondial, mais aussi les principaux systèmes de valeurs différents qui ont influencé son évolution. La deuxième section de cette étude résume les principaux processus de sélection des titres et de formation de portefeuilles d'investissement socialement responsable en France (FSR). La

troisième partie présente les études de comparaison des performances financières de l'ISR et de l'investissement traditionnel en France, et ce dans le but de déterminer si en effet les investisseurs socialement responsables font des concessions financières quand ils ajoutent des critères sociaux à leur processus de choix de placement.

1.1 Les investissements socialement responsables

1.1.1 Définitions et objectifs

Les définitions sur l'investissement socialement responsable varient mais se rejoignent généralement. Selon Weigand et al. (1996) il s'agit d'un type d'investissement prenant en compte des considérations éthiques et sociales en plus des objectifs financiers traditionnels dans la sélection des titres d'un portefeuille d'investissement.

L'investissement socialement responsable partage avec l'investissement traditionnel un objectif prioritaire de rentabilité financière en considérant en plus des paramètres sociaux, éthiques ou environnementaux (Domini et Kinder, 1984; Lowry, 1991; Lewis, 1996). Les investisseurs sont amenés alors à faire un choix de valeur et de société (Judd, 1990; Lowry, 1991) reflétant leur croyances et leur désir de changement dans la société. Argandona et Sarsa (2000) rappellent que le principe de liberté soutend toute décision d'investissement. Ainsi au delà de la maximisation de la richesse, en fonction du niveau de risque souhaité, tout investisseur a une responsabilité morale. Cette responsabilité morale s'exerce essentiellement sur le choix des entreprises dans lesquelles il investit en fonction des critères négatifs (entreprises aux activités immorales) ou de critères positifs (améliorer le comportement des entreprises). Hutchinson (1990) remarque que les investisseurs socialement responsables ne tentent pas tous de changer le monde, les objectifs de changements sociaux sont à la base du mouvement d'investissement éthique, visant, par exemple, à inciter les entreprises à prendre des actions plus responsables (Lowry, 1991) ou à supporter celles qui en ont déjà pris (Hutton et al., 1998).

De nos jours, nul ne nie que la demande pour le respect d'une éthique et pour une prise en compte de la responsabilité en finance est à la hausse et la production de la réflexion éthique est en plein essor. On assiste de plus en plus à l'apparition d'organisations qui prônent ce genre d'investissement. En 2006, l'ONU sous la conduite de Kofi Annan a lancé un nombre de principes pour l'investissement responsable. Cette initiative selon Kofi Annan : « *est née du constat de plus en plus patent que, si la finance sert de moteur à l'économie mondiale, les décisions d'investissement et les pratiques d'actionnaires ne reflètent pas suffisamment les considérations d'ordre social et environnemental* ». Ces derniers visent à intégrer les problématiques environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) dans la gestion des portefeuilles d'investissement. Certes ils relèvent de l'engagement volontaire, mais il faut noter qu'ils fournissent une reconnaissance officielle aux questions ESG dans le secteur financier et qu'ils concernent la totalité des actifs financiers au-delà du champ de l'ISR.

Au-delà des principes proposés, plus d'une trentaine d'actions possibles concernant une variété de problématiques comme les décisions d'investissement, l'actionnariat actif, la transparence, la collaboration entre signataires et la volonté de faire suivre et respecter ces pratiques par le secteur financier dans sa totalité sont définies. En adoptant ces principes les investisseurs pourront non seulement améliorer leur capacité à répondre à leurs engagements vis-à-vis des bénéficiaires, mais mieux aligner leurs activités d'investissement sur les intérêts plus larges de la société, évitant ainsi que leur préoccupation d'impératifs de performance contribue à une crise de valeurs affectant les collectivités.

1.1.2 Les formes de l'investissement socialement responsable:

L'investissement socialement responsable s'est historiquement présenté sous trois formes selon Domini (1992): L'activisme actionnarial, l'investissement dans des portefeuilles guidés par des critères spécifiques, et l'investissement communautaire.

1.1.2.1 *L'activisme des actionnaires :*

Cette forme d'ISR consiste pour les investisseurs, institutionnels ou individuels à se prévaloir de leurs droits et responsabilités d'actionnaires faisant ainsi pression sur des entreprises pour améliorer leur performance éthique sur certains sujets de responsabilité sociale (Domini et al., 1993 ; Hutton et al., 1998). L'activisme actionnarial est né aux États-Unis à la fin des années 1920. Le krach boursier de 1929 a été en partie perçu comme la résultante d'un manque de transparence de la part des entreprises (De Brito, 2005). L'exercice du droit de vote n'a toutefois pris une orientation socialement responsable qu'à partir des années 1970. En effet, aux côtés des communautés religieuses initiatrices de ces modes d'interventions, émergent des communautés issues des sociétés civiles, d'associations locales, de mouvement pacifistes qui tentent de modifier le comportement des entreprises en déposant des résolutions à l'occasion des assemblées générales des entreprises cotées en bourse. La première résolution socialement responsable était en 1969 et concernait les entreprises ayant des intérêts économiques dans la guerre du Vietnam. A partir de la fin des années 1970, les entreprises implantées ou ayant des intérêts significatifs en Afrique du Sud pendant la période de l'Apartheid ont fait l'objet d'un nombre croissant de résolutions. Ainsi sous la pression des investisseurs et des actionnaires activistes, un nombre d'entreprises ont été forcées de se retirer de l'Afrique du Sud (Hutton et al. 1998). De nos jours, ce sont les grandes institutions qui pratiquent ce type de placement financier puisque la taille de leur portefeuille leur permet d'exercer leurs voix d'actionnaires auprès des gestionnaires (Fahrer, 1998).

1.1.2.2 L'investissement guidé par des critères spécifiques :

Cet investissement correspond à la gestion de portefeuilles à partir de critères sociaux et éthiques qui reflètent les valeurs personnelles des investisseurs, tout en gardant un objectif de rendement financier (Kinder et al., 1993). Ainsi, selon Weigand et al. (1996), les investisseurs se sont engagés pour appliquer les critères de responsabilité sociale dans la constitution de leur portefeuille. Il existe principalement deux types de critères : les critères d'exclusion ou négatifs et les critères qualitatifs ou positifs. Les premiers définissent les critères sur la base desquels les fonds décident d'exclure automatiquement une entreprise de leur portefeuille, comme celles impliquées dans la production d'armes, de tabac....Les critères qualitatifs ou positifs permettent quant à eux d'identifier les entreprises dans lesquelles les investisseurs préfèrent investir, et ce pour supporter leurs actions pro-actives sur des sujets de responsabilité sociale et environnementale.

1.1.2.3 L'investissement dans le développement des communautés :

Ce genre d'investissement prend la forme de prêts pour le développement des communautés locales qui luttent pour survivre et améliorer leur qualité de vie (Hutton et al., 1998). Ces fonds sont destinés à améliorer la situation de logement et de l'emploi, les structures démocratiques, et toute autre condition liée à la satisfaction des besoins humains fondamentaux (Domini et al., 1993). Ce sont des institutions financières non traditionnelles qui peuvent fournir de tels fonds aux communautés locales à revenu faible ou modéré et ce, à des taux de rendement sont souvent inférieurs à ceux du marché (Domini et al., 1993). Ainsi les investisseurs communautaires permettent à des organisations locales de créer des emplois, d'offrir l'accès aux plus démunis à des services financiers, à des logements ou à des services sociaux.

Ces trois formes d'ISR ne sont pas mutuellement exclusives et tout investisseur pourrait en utiliser une combinaison. L'ampleur de l'impact de l'ISR dépendra de la combinaison de ces trois formes d'ISR qui sont en pleine croissance. Toutefois, il est important de

noter que la pratique la plus courante demeure le filtrage, alors que l'engagement des actionnaires et l'investissement communautaire sont encore des stratégies émergentes dans la plupart des pays.

1.1.3 Historique et évolution de l'ISR :

L'investissement socialement responsable trouve ses origines les plus manifestes au XVIII^e siècle. A cette époque, en harmonie avec leurs convictions religieuses, les Quakers installés aux États Unis refusent d'investir dans les secteurs de l'armement et de l'esclavage (Weigand et al., 1996; Kinder et Domini, 1997; Hutton et al., 1998). Développé par les congrégations religieuses américaines, le mouvement s'institutionnalise plus tardivement, au XX^e siècle, avec la création des fonds éthiques (Hutton et al. 1998).

Aux États Unis, l'investissement éthique est donc, dès son origine, empreint des prises de position puritaines des communautés religieuses. Restreint aux investisseurs religieux qui excluent les « sin stocks » ou « actions du péché » de leurs investissements, le mouvement reste marginal jusqu'à la fin des années 1960 (Hutton et al. 1998). Les années 1970 marquent l'avènement de la version moderne de l'investissement socialement responsable, qui trouve un véritable écho d'abord dans les mouvements d'opposition à la guerre du Vietnam (Lowry, 1991), puis avec le boycott du régime de l'Apartheid en Afrique du Sud qui s'est poursuivi jusqu'en 1990 et a constitué une étape clé de l'investissement socialement responsable dans les pays anglo-saxons. En effet, la fin de l'Apartheid n'a aucunement constitué un fléchissement de l'intérêt du public pour ce type de placement financier (Rockness et william, 1988). L'année 1968 voit la création du Pax Global Fund. Ce fonds commun de placement, qui exclut de son portefeuille les valeurs liées à l'armement et à l'Afrique du sud, atteint une dimension plus importante que les fonds traditionnels, ce qui fait de lui le premier véritable fonds socialement responsable.

Dans les années 1990, le thème de l'environnement (White, 1995) devient omniprésent dans les débats de la société et devient le sujet qui fait l'objet du plus grand

nombre de résolutions à caractère social (Rojas et al., 2008). Il est peu à peu intégré dans les préoccupations des investisseurs anglo-saxons. Des fonds d'investissement, dont les filtres ne sont plus concentrés sur les critères d'exclusion mais plutôt sur des critères de sélection voient le jour. Ainsi, la décennie 90 marque le développement significatif de l'investissement socialement responsable aux États-Unis, ralliant les investisseurs qui attendent des entreprises à la fois une performance financière et une performance sociale et environnementale.

Cette tendance se dessine aussi au niveau international où l'ISR se caractérise par une grande diversité au niveau mondial. Les États-Unis représentent le marché de l'ISR le plus important du marché mondial. Selon le Social Investment Forum, l'investissement social a connu une croissance significative particulièrement à la fin des années 1990. En effet, les encours socialement responsables sont passés de 1200 milliards de dollars en 1997 à près de 2200 milliards de dollars en 1999. À la fin de 2002, l'investissement socialement responsable était estimé à 2700 milliards de dollars, soit près de 12% du total des fonds gérés collectivement aux États Unis.

En Europe le mouvement de l'ISR a débuté plus tard qu'aux États-Unis. Même si l'encours n'est pas encore à l'échelle de celui des États-Unis (Blandin, 1995), cette région en plus d'être active sur la démarche positive de l'ISR, elle constitue également la région la plus dynamique en termes de développement et de création de fonds d'éthiques. Le nombre de fonds d'ISR a doublé entre 1999 et 2002 passant de 159 à 300 soit une augmentation de 12%. Les quatre pays qui contribuent le plus à cette croissance sont le Royaume Uni, la Suède, la Belgique et la France totalisant 63% de fonds (étude de SIRI Group, 2003).

Au Royaume Uni, la création du premier fonds commun de placement éthique remonte à 1984 après la création en 1983 de l'agence d'information EIRIS (Ethical Investment Research Service). Cette association a été créée avec le soutien de plusieurs fondations et congrégations religieuses qui souhaitaient avoir plus d'informations sur les

critères d'exclusion dont le tabac, l'alcool, et le jeu (Wood, 1995). Bien qu' en 2002 on assiste en Europe au développement de fonds reposant sur des approches positives du type « best in class » chez les investisseurs, le marché britannique reste encore marqué par l'investissement éthique via l'exclusion de certaines activités et pratiques.

En France, le premier fonds éthique a été créé en 1983 par une congrégation religieuse. Toutefois, le marché de l'investissement socialement responsable n'a commencé à se développer qu'à partir de la fin des années 1990. Notre étude portant sur l'ISR en France, nous développerons davantage son évolution dans la section «méthodologie». Par ailleurs, il faudrait souligner qu'au début du XXIème siècle l'ISR commence à émerger dans d'autres régions du monde (Asie, Afrique du sud et Amérique du sud) et son évolution se fait sentir même si sa taille reste encore modeste par rapport à l'ISR aux États Unis, au Canada et en Europe.

1.2 Le processus de sélection de L'ISR

1.2.1 Les critères de sélection :

Pour Perks (1993), l'investissement socialement responsable désigne un ensemble d'outils regroupant des critères sociaux ou éthiques, en plus des critères de décision plus conventionnels. En effet, l'ISR implique la considération de deux catégories de critères : financiers et sociaux. Les premiers concernent l'aversion au risque des investisseurs (Hutton et al., 1998) tandis que les deuxièmes reposent sur l'évaluation de la performance sociale de l'entreprise. Dans le cadre de cette étude nous allons aborder les critères sociaux, les critères financiers ayant déjà été largement étudiés dans la littérature et éprouvés par les institutions financières. Weigand et al.(1996), Travers (1997), Mackenzie (1999), Kinder et al. (1998), et Hutton et al. (1998) ont identifié l'existence de deux types de critères sociaux utilisés dans la sélection des titres : critères négatifs ou d'exclusion et critères positifs.

Les critères négatifs occupent un poids encore très largement dominant au niveau mondial. Ils consistent à exclure certaines entreprises considérées non responsables vu leur engagement dans des activités immorales, dont par exemple, la production du tabac, de l'armement, de l'alcool. L'exclusion de certaines activités peut également induire l'exclusion de certains secteurs. Dans les pays anglo-saxons, certains fonds excluent les valeurs de l'hôtellerie, de la distribution alimentaire et de la restauration collective car ces entreprises sont susceptibles de distribuer de l'alcool.

En 1999, les investisseurs sociaux partageaient des fondements communs dans la sélection de leurs portefeuilles (Social Invest). En effet, par exemple :

-Le tabac constituait le critère d'exclusion le plus couramment utilisé : 96% de l'ensemble des actifs sélectionnés n'avaient aucune participation dans les entreprises opérant dans le secteur de tabac,

-La majorité des actifs faisant l'objet d'une sélection multicritères ne comprenaient aucune participation dans le secteur des jeux (86%), des alcools (83%) et de l'armement (81%), ou antécédents regrettables en matière d'environnement.

Quand aux critères positifs, ils consistent à encourager les entreprises qui agissent de manière responsable, comme celles qui respectent les droits de l'homme, les employés, la promotion des femmes, l'environnement et la protection des animaux. Ces critères sont perçus comme positifs par l'investisseur car ils l'aident à sélectionner les entreprises respectant le mieux son référentiel.

Tableau 1.1 : Exemples de critères positifs et négatifs

Critères d'exclusion	
● Tabac, alcool, jeux et armement	Exclusion des compagnies impliquées dans la production et la distribution de ces produits
● Autres : Pornographie / divertissement pour adultes et anti-familial,	À exclure

expérimentations animales, avortement...	
Critères positifs	
● Environnement	Inclusion ou exclusion des compagnies sur la base d'enjeux liés à l'utilisation de l'énergie, mesures de prévention de la pollution, recyclage, gestion des déchets dangereux, changement climatique...
● Produits / Services	Inclusion ou exclusion des compagnies sur la base d'enjeux liés à la qualité et sécurité des produits, leadership en termes d'innovations, nombre de poursuites, publicité controversée...
● Relations de travail	Inclusion ou exclusion des compagnies sur la base d'enjeux liés aux pratiques en matière d'emploi, l'implication des employés, la santé et sécurité au travail, la retraite et avantages sociaux, les relations avec les syndicats...
● Emploi / Égalité/ Diversité	Inclusion ou exclusion des compagnies sur la base de la diversité du personnel d'encadrement et de la main-d'œuvre, l'égalité des chances pour les femmes et minorités, les politiques de lutte contre les discriminations...
● Impact communautaire	Inclusion ou exclusion des compagnies sur la base des enjeux liés aux dons de charité, support à l'accès au logement abordable, à l'éducation, au crédit...

Source : Social Investment Forum 2003

Jusqu'en 1980, l'ensemble des démarches en matière de l'ISR mettait l'accent sur l'utilisation des critères négatifs (Weigand et al., (1996). Aujourd'hui, des études plus récentes (Stone, 2001) constatent que les investisseurs s'orientent vers une approche

positive. En effet, il ne s'agit plus d'exclure des titres à partir de critères négatifs mais d'évaluer la performance de l'entreprise à partir de critères positifs. Cette approche a nécessité le développement d'une analyse qualitative des dimensions sociales et environnementales des pratiques des entreprises.

Dans leurs études descriptives des caractéristiques des fonds éthiques anglo-saxons, Rockness et Williams (1998), Lewis et Owen (1991) et Stone (2001) affirment que malgré la tendance de ces pays à utiliser les critères d'exclusion, les gestionnaires des fonds s'orientent de plus en plus vers une approche positive, les auteurs en identifient plusieurs à savoir l'environnement, les relations avec les collectivités, les relations avec les employés, la qualité des produits et les minorités. Ces critères retenus évoluent dans le temps et dépendent des spécificités nationales et de la vision personnelle de l'éthique des investisseurs (Perks, Rawlinson et Ingram, 1992). Par ailleurs, dans leur étude des caractéristiques des fonds éthiques français Turcotte, M'Zali et Laprun (2001) identifient des critères positifs semblables à ceux relevés par les travaux anglo-saxons. Elles notent toutefois l'absence de critères d'exclusion et l'importance du critère «<relations avec les employés>>. Le critère social conserve donc une position considérable dans le marché français de l'ISR.

La diversité des critères non financiers varient d'un fond à l'autre (Lewis, 2001), à cause des disparités nationales, et rendent les méthodologies de sélection de portefeuille plus complexes pour les gestionnaires.

Tableau 1.2 : Exemples de critères positifs selon certains pays

États-unis	Communautés- Discriminations - Mécénat
Grande Bretagne	Mécénat- Éthique- Gouvernement d'entreprise
Allemagne	Environnement
Pays scandinaves	Environnement et droits de l'homme
France	Ressources humaines
Japon	Environnement

Brésil	Environnement et inégalités sociales
Afrique du sud	Environnement -Communautés
Belgique	Ressources humaines
Australie	Environnement et communautés

Source : Social Investment 2003

1.2.2 Les sources d'information :

Les études de Rockness et William (1998), Harte, Lewis et Owen (1991) et M'Zali et Turcotte (1997) font apparaître d'une part, que le nombre important de sources d'informations à la disposition des gestionnaires accroît leurs difficultés pour collecter les informations sociales, et d'autre part que le rapport annuel reste leur source privilégiée d'informations.

Stone (2001) précise qu'au niveau de la diffusion d'information, les agences de notation sociétales jouent un rôle clé. Ces agences fournissent aux gestionnaires de fonds divers outils: des appréciations sur des critères particuliers et aussi des indices qui délimitent un univers d'investissement éthiquement correct. Aux États Unis, l'agence KLD (Kinder, Lydenberg and Domini co.) permet aux gestionnaires d'évaluer la performance des entreprises à partir de deux types de critères. Tout d'abord des critères sociaux qui permettent de mesurer certaines dimensions de la responsabilité sociale : implication dans la communauté, traitement des minorités, relation avec les employés, environnement, droits de l'homme et qualité des produits. Ensuite des critères sur le caractère controversé de certaines activités qui permettent de mesurer l'implication des entreprises dans ces secteurs : avortement, alcool, tabac, nucléaire, armement et jeux.

En France, on identifie deux types d'agences de notations. Celles qui proposent à leurs clients une évaluation qualitative des entreprises (ODE, CFIE); et celles qui ont mis sur pied un système de notation quantitatif (Arese/Vigeo, Innovest et Coreratings France), (Source : Dejean , 2000)

Quelque soit leur approche, les agences de notation sont devenues des intermédiaires quasi indispensables entre les entreprises et les investisseurs. Elles

fournissent une opinion indépendante sur la qualité des performances environnementales, sociales internes et externes d'une entreprise. Toutefois, malgré le recours aux agences de notation (Stone, 2001), les gestionnaires préfèrent obtenir leurs propres informations, privilégiant les recherches directes. Ceci est dû au fait qu'il est difficile d'obtenir des informations sociales fiables et complètes sur la performance sociale des entreprises. Cette difficulté liée à la collecte des informations, à cause de la multiplicité des sources et du caractère discrétionnaire de la diffusion d'informations sociétales, peut porter préjudice au bon déroulement du processus de sélection d'un FSR (Rockness et Williams, 1988).

1.2.3 Limites de l'application des critères sociaux dans la sélection d'un FSR :

L'application des critères sociaux dans le processus de sélection d'un FSR se heurte à certaines limites quant à la performance financière des portefeuilles, et quant à leur valeur éthique (M'Zali, Turcotte, 1997). Aussi, Rockness et Williams, (1998) affirment que la multiplicité des sources d'informations limite le travail de gestionnaire de portefeuille et le rend complexe. La gestion de fonds devient plus coûteuse que celle d'un fonds traditionnel poussant les gérants à s'adresser à des agences spécialisées au lieu de faire une collecte directe, trop coûteuse, et parfois vulnérable aux accusations de certaines parties prenantes.

Une deuxième limite concerne le statut des informations sociétales (source : Dejean, 2000). Le champ de la comptabilité s'ouvre de plus en plus aux domaines du social et de l'environnement. Cette nouvelle forme de comptabilité devient une branche à part entière de l'activité des entreprises. En France, jusqu'à l'entrée en vigueur en 2001 de la loi sur les nouvelles régulations économiques, la diffusion des informations sociétales ne relevait que de la bonne volonté des entreprises. Dans la plupart des pays développés, une législation contraint désormais la diffusion. Toutefois cette réglementation ne délimite pas clairement les champs à couvrir, ce qui cause un manque d'homogénéité dans la mesure de la responsabilité sociétale des entreprises.

Une troisième limite est relative à la valorisation des informations sociétales par les marchés financiers. Au sein des marchés financiers efficients les investisseurs utilisent l'ensemble des informations financières dont ils disposent pour prendre leur décision d'investissement. Qu'en est-il des informations sociétales diffusées par les entreprises ? Pasquero (2002), montre que les investisseurs intègrent ces informations au moment de leurs décisions d'investissement. Néanmoins, il reste délicat de conclure quant à la valorisation des informations sociétales par les marchés financiers. Ce manque de consensus persiste encore et ce, malgré les très nombreuses études portant sur le sujet et qui feront l'objet de la prochaine section.

1.3 Les performances sociale, environnementale et financière :

Selon les théories financières modernes d'optimisation de portefeuilles, le but premier de tout investisseur est de maximiser la rentabilité de son investissement tout en bénéficiant d'une prise de risque minimale. L'ISR soulève donc la question inhérente à tout investissement : quel rendement attendre de ces actifs ? Et à quel niveau de risque ?

Plusieurs études se sont penchées sur l'analyse de la performance de l'investissement socialement responsable. Hutton et al. (1998) définissent la performance de l'ISR selon trois dimensions qui ont évolué avec les mouvements de l'investissement social. La première présente la performance comme étant personnelle à l'investisseur puisqu'elle reflète le jugement personnel de l'investisseur sur ses actions. La seconde dimension concerne l'activisme des investisseurs dont le but est d'encourager le changement social auprès des entreprises qui n'adoptent pas un comportement socialement responsable. La troisième dimension de la performance est financière. Elle consiste à constater si les investisseurs sociaux peuvent avoir un rendement semblable ou meilleur à celui obtenu par les investisseurs conventionnels pour le même niveau de risque. Parmi ces trois dimensions, la première, basée sur le jugement personnel de l'investisseur, semble être la moins controversée puisque chaque investisseur suit sa conscience et respecte ses valeurs et principes. Les deuxième et troisième dimensions sont les plus controversées. Toutefois, à en juger par le nombre de recherches, ainsi que

par la variété des disciplines (comptabilité, éthique des affaires, économie, finance et gestion) qui les ont traitées, l'enjeu le plus controversé de l'ISR est bien celui de la performance financière.

1.3.1 La performance sociale de l'investissement socialement responsable (ISR) :

Dans sa définition, au sens large, l'investissement socialement responsable est une pratique d'investissement qui intègre des critères sociaux ou tout critère non strictement financier dans la décision d'allocation de fonds. Cependant, l'évaluation de ces critères et leur impact sur la performance sociale financière reste difficile, du fait que les investisseurs ISR ont développé un groupe de critères dont l'objectif est éloigné de toute notion traditionnelle de création de valeur. Domini et Kinder (1997) définissent un critère social de sélection comme étant une expression de la conscience sociale, éthique ou religieuse d'un investissement permettant à un gestionnaire de fonds de choisir des investissements en combinaison à d'autres critères financiers. Ces critères peuvent se propager à un nombre plus large d'investisseurs dès que les pratiques des entreprises deviennent irresponsables et affectent la performance financière. L'exploitation des enfants, l'industrie de tabac, la fraude fiscale... sont parmi les pratiques qui peuvent remettre en cause la viabilité des entreprises ou leur légitimité à exercer leur activité. En effet si les entreprises opèrent dans des activités dites dangereuses pour le public elles peuvent connaître une pression négative allant jusqu'à leur boycott ou à une réaction pouvant aller jusqu'à leur désinvestissement (cas des sociétés de tabac) (Hutton et al., 1998). Par ailleurs, l'impact de l'ISR sur le comportement social des entreprises n'est pas facile à évaluer et ce, même à la suite du succès obtenu en Afrique du Sud. Boiral et Jolly (1992) avancent que les entreprises peuvent entreprendre des actions environnementales pour des motifs économiques et financiers : les actions environnementales sont un moyen de se différencier par rapport aux concurrents, en apportant un élément nouveau perçu comme unique par l'investisseur socialement responsable.

Il faut dire que les chercheurs sont confrontés à la difficulté de définir et de mesurer la performance sociale. L'approche générale consistait à considérer la performance sociale comme résultante de la gestion de la responsabilité sociale. L'existence d'une responsabilité sociale se traduit par une diffusion d'information concernant les actionnaires, les employés, les consommateurs, et les communautés locales. Cependant, selon Wiseman (1982), la publication d'informations sociales ne constitue pas une mesure de la performance sociale. En effet, il constate qu'il n'existe pas de relation entre la diffusion d'informations environnementales et la performance environnementale. L'absence de définition consensuelle de la responsabilité sociale en partie inhérente au caractère qualitatif des critères à évaluer rend difficile la mesure de la performance sociale (Roman, Hayibor et Agle, 1999, 2001; Rowley et Berman, 2000). Le tableau qui suit présente les différentes mesures de RSE qui furent utilisées par quelques auteurs.

Tableau 1.3 : Les mesures de la Responsabilité Sociale des Entreprises dans les différentes études

Études	Critères RSE
Pava/Krausz, (1996)	<ul style="list-style-type: none"> - Protection de l'environnement - Indices de réputation - Informations divulguées par l'entreprise au-delà de son rapport annuel - Activité en Afrique du Sud - Mode de gouvernance, etc...
Frooman, (1997)	<ul style="list-style-type: none"> - Violation des lois anti-trust - Retrait de produits dangereux - Conduite délictueuse (évasion fiscale, défaut de présentation de documents financiers, etc.) - Pollution de l'environnement

Griffin/Mahon, (1997)	<ul style="list-style-type: none"> - Indice de réputation 'Fortune' - Évaluation du cabinet KLD - Contributions charitables et philanthropie - Inventaire des rejets toxiques, etc.
McWilliams/Siegel, (1997)	<ul style="list-style-type: none"> - Retrait d'activité en Afrique du Sud - Comportements illégaux - Retrait du marché de produits dangereux - Fermeture d'usines et licenciements - Prix annuels décernés par le Département du Travail, etc...
Balabanis/Phillips/Lyall , (1998)	<ul style="list-style-type: none"> - Informations divulguées par l'entreprise au-delà de son rapport annuel - Engagement en faveur de l'Égalité Professionnelle - Contributions charitables et Philanthropie - Protection de l'environnement - Engagement dans la Société civile (refus des discriminations politiques) - Refus de l'expérimentation animale - Critères d'exclusion (le tabac, l'alcool, ...) - Relations d'affaires avec les régimes dictatoriaux - Activité de production d'équipements militaires - Relations d'affaires avec les pays en voie de développement, etc...
Margolis/Walsh, (2002)	<ul style="list-style-type: none"> - Indice de réputation 'Fortune' - Indice de 'Working Mothers' - Indices Moskowitz - Évaluation du cabinet KLD - 'Screening' des Fonds Mutuels - Évaluation CEP/Council on Economic Priorities

	<ul style="list-style-type: none"> - Publication par l'entreprise d'informations sociales -Publication par l'entreprise d'informations environnementales - Inventaire des rejets toxiques
Orlitsky/Schmidt/Reynes, (2003)	<ul style="list-style-type: none"> - Indices de réputation - Informations sociales divulguées par les entreprises -Comportements d'entreprises -Valeurs et engagements d'entreprises – Contributions charitables, etc.

De plus on pourrait constater que les variables de performance sociale correspondent, dans les études académiques collectées à l'occasion de ces recherches, à une multitude de mesures, souvent non justifiées théoriquement. L'appréhension de la performance sociale de l'entreprise repose sur une grande diversité d'indicateurs, issus d'indices comme celui du DSI ou du KLD, d'enquêtes et de classements (Fortune), extrêmement variés; d'où la difficulté de comparer ces études, d'autant que la description de la responsabilité sociale se fait tout à la fois au travers d'actions positives (sauvegarde de l'emploi, mécénat, préoccupations écologiques, droits des minorités, ...) ou d'actions non responsables socialement (Frooman, 1997). Ce manque de consensus peut expliquer la divergence des résultats et la confusion qui règne dans leur interprétation.

Le tableau suivant synthétise les principales mesures de RSE, leur pertinence leurs caractéristiques et les limites engendrées par leur utilisation.

Tableau 1.4 : 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
Contenu des rapports annuels	Mesure plus symbolique que substantive (discours) qui ne renvoie pas aux différentes dimensions du construit	Mesure subjective facilement manipulable	Par l'entreprise
Indicateurs de pollution	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
Enquêtes par questionnaire	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
Indicateurs de réputation	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
Données produites par des organismes de mesure	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

Source : Igalens et Gond (2003)

1.3.2 Le lien entre la performance sociale et la performance financière de l'entreprise :

Depuis une vingtaine d'années, les études se sont multipliées pour tenter d'établir une relation entre la responsabilité sociale des entreprises (RSE) et leur performance économique et financière. En effet, au moment où les grandes entreprises cotées font l'objet de notations sociales, de nombreuses questions subsistent quant aux effets de la prise en compte des dimensions sociales sur la performance des entreprises. L'analyse des résultats de ces travaux traduit d'une part l'influence probable de la responsabilité sociale de l'entreprise sur sa performance financière, et d'autre part, traduit le sentiment d'un lien fragile et quelque peu contrasté. Le décryptage des méthodologies employées et de leurs résultats révèle de nombreuses confusions, voire des incohérences, à la fois au niveau des échantillons, des mesures des variables et des relations testées de causalité (Aldag et Bartol, 1978 ; Cochran et Wood, 1984 ; Ullmann, 1985 ; Waddock et Mahon, 1991 ; Griffin et Mahon, 1997). La notion même de « responsabilité sociale » dans ces études, comme on l'a vu au dessus, n'est pas sans soulever une série d'interrogations tant au niveau de la définition de la responsabilité sociale qu'au niveau méthodologique (comment la mesurer?). En effet, le concept de responsabilité sociale fait l'objet d'intenses débats fortement compromis de résonances idéologiques depuis de nombreuses années (Bowen, 1953 ; Friedman, 1962 ; Sethi, 1975 ; Carroll, 1979 ; Epstein, 1987 ; Freeman, 1984 ; Wood, 1991). Pour certains, la responsabilité sociale des entreprises est de faire des profits (Friedman, 1962, 1970), pour d'autres elle porte sur l'idée de responsabilité légale, pour d'autres encore elle signifie un comportement éthique (Zenisek, 1979). Finalement, si les définitions proposées diffèrent selon l'étendue du champ d'exercice de la responsabilité sociale retenue, il existe au moins un trait commun à ces modèles: l'entreprise choisit de son propre chef d'œuvrer dans le cadre éthique et social en vigueur alors qu'elle est contrainte d'être performante sur le plan économique et d'exercer ses activités dans le cadre légal et réglementaire. Ainsi, pour Jones (1980), la responsabilité sociale de l'entreprise est la notion selon laquelle les entreprises ont une obligation envers des acteurs sociaux autres que les actionnaires et au-delà de prescriptions légales ou contractuelles. Mais est ce qu'une entreprise respectant le

plus les critères sociaux ou éthiques a de meilleures performances économiques et financières ? C'est tout l'enjeu des recherches menées successivement depuis les années soixante dix.

Une première démarche théorique suggère que plus l'entreprise est performante sur le plan social, plus elle est performante sur le plan économique et financier (hypothèse 1). Cette proposition peut être retournée et signifier que plus l'entreprise est performante économiquement, plus la probabilité est élevée qu'elle soit performante sur le plan social (hypothèse 2). Ainsi, ces deux hypothèses soutiennent l'idée d'une association positive entre performance sociale et financière. Une seconde démarche théorique soutient quant à elle l'hypothèse d'un lien négatif entre la RSE et la performance financière. Il est en effet possible d'envisager le fait que plus l'entreprise est performante sur le plan social et moins elle sera performante sur le plan économique car elle engage plus de fonds pour ses activités sociales et environnementales (hypothèse 3). A contrario, plus l'entreprise sera performante économiquement et moins elle le sera socialement (hypothèse 4). Enfin, au-delà de ces deux points de vues extrêmes, il est possible d'envisager l'hypothèse de neutralité des interactions (hypothèse 5 : Gond, 2001).

Les modèles suggérant un lien positif entre RSE et performance financière
(hypothèses 1 et 2)

Deux modèles théoriques défendent l'idée d'une influence positive de la RSE sur la performance financière : l'hypothèse de l'influence sociale (social impact hypothesis) et l'hypothèse des fonds disponibles en tant qu'excédent de ressources à la disposition discrétionnaire des dirigeants ou « slack organisationnel » (available fund hypothesis).

La théorie des parties prenantes (stakeholder theory) qui se fonde sur l'hypothèse de l'influence des pratiques sociales, a suscité une abondante littérature sur l'interaction entre la RSE et la performance des entreprises (Freeman, 1984 ; Cornell et Shapiro, 1987; Clarkson, 1995; Donaldson et Preston, 1995) : la satisfaction par l'entreprise des objectifs des parties prenantes favorise l'amélioration de la performance économique et financière (Freeman, 1984). Cette hypothèse repose sur l'idée que les dirigeants d'entreprise qui

satisfont l'ensemble des parties prenantes, c'est-à-dire « tout groupe ou individu qui peut affecter ou qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de l'entreprise » (Freeman, 1984) améliorent l'image et la réputation de l'entreprise et, par conséquent, sa performance financière (Waddock et Graves, 1997). Les tentatives de validations empiriques de cette hypothèse ont été malheureusement peu concluantes jusqu'à maintenant (Preston et Sapienza, 1990).

Le second modèle, celui du « slack organisationnel » aborde la question du lien entre la performance sociale et la performance économique en proposant l'idée selon laquelle ce n'est pas la responsabilité sociale qui est la condition d'atteinte d'un niveau élevé de performance financière mais, au contraire, c'est un niveau plus élevé de la performance financière qui permet à l'entreprise de s'engager dans des actions socialement responsables. En 1975, Parket et Elibert comparent la performance financière de 80 entreprises considérées comme étant socialement responsables, avec celle d'entreprises retenues dans la liste Fortune 500. Sur une période de 12 mois, selon les critères financiers retenus (revenu net, profit marginal, gain par action), les entreprises socialement responsables paraissent plus rentables. En 1977, Sturdivant et Ginter retraitent une population d'entreprises identifiées comme socialement responsables et répartissent ces entreprises en quatre sous catégories définies par le secteur d'activité. L'appartenance à ces catégories est corrélée à l'évolution des bénéfices par action sur 10 ans. Les entreprises dans les catégories « best » voient leurs bénéfices par action croître plus rapidement que les entreprises qui présentaient un faible niveau perçu de leur performance sociale. Toutefois ces conclusions doivent être jugées prudemment du fait de l'existence de nombreux biais méthodologiques dans le traitement des échantillons. La rentabilité différenciée de l'entreprise est alors une condition d'un comportement social, plus et mieux distributif de l'excédent de ressources généré par une rentabilité plus forte que celle des autres entreprises. Kraft et Hage (1990) ont montré que l'excédent de ressources et l'attitude des managers à l'égard de la société influencent fortement le niveau de responsabilité sociale des entreprises.

Les modèles suggérant un lien négatif entre RSE et performance financière

(Hypothèses 3 et 4)

A l'inverse des deux modèles précédents, d'autres affirment que les entreprises qui réalisent les meilleures performances sociales sont aussi celles qui ont les plus mauvaises performances économiques, et inversement : dans cet esprit, un lien négatif entre la performance sociale et la performance financière prédomine.

La littérature suggère deux modèles faisant l'hypothèse d'un lien négatif entre la RSE et la performance, se distinguant par la nature de la causalité supposée. Le premier modèle (Trade-off hypothesis) postule que la prise en compte de la responsabilité sociale des entreprises implique des coûts financiers supplémentaires provoquant, par conséquent, un désavantage compétitif (Friedman, 1962, 1970). Dans cette perspective, toute initiative socialement responsable éloigne les dirigeants de leur objectif de maximisation des profits (Aupperle, Carroll et Hatzfeld, 1985). Drucker (1984, p. 58) affirme que « faire du profit est fondamentalement incompatible avec la responsabilité sociale de l'entreprise; la première responsabilité sociale de l'entreprise dans la future décennie est de créer du capital, qui seul peut financer les emplois de demain » et Friedman (1962, p. 133) d'insister sur le fait que « l'entreprise n'a qu'une seule et unique responsabilité, utiliser ses ressources dans des activités appelées à accroître ses profits dès lors qu'elle reste dans le cadre des règles du jeu ». Friedman (1970) va jusqu'à considérer la responsabilité sociale comme subversive « il existe peu de courants aussi dangereux, pour les fondements mêmes de notre société libre, que l'acceptation par les dirigeants d'entreprise d'une conception de la responsabilité sociale autre que de servir le mieux possible les intérêts de leurs actionnaires ». Finalement, la vision libérale considère l'hypothèse d'une influence négative de la responsabilité sociale sur la performance financière de l'entreprise.

Le deuxième modèle celui de l'opportunisme des managers (Managerial opportunism hypothesis), considère que les managers poursuivent des objectifs propres qui peuvent rentrer en contradiction avec les objectifs des actionnaires et des autres parties prenantes Williamson, (1985). Preston et O'Bannon (1997) montrent que les managers peuvent récupérer un gain maximal en lésant les parties prenantes lorsque la

performance financière est élevée. En revanche, si les résultats financiers sont insuffisants, les managers auront tendance à se racheter et à se justifier en investissant davantage dans des actions sociales. Dès lors, il est possible d'envisager l'hypothèse selon laquelle un niveau de performance faible conduit à un niveau de performance sociale élevé.

Il existe au-delà de ces deux hypothèses théoriques extrêmes d'autres perspectives théoriques, à commencer par un modèle suggérant des liens beaucoup plus complexes et un autre suggérant l'absence de relation entre les deux entités.

Les modèles suggérant une absence de lien

(Hypothèse 5)

Les apports conceptuels de McWilliams et Siegel (2001) conduisent Gond (2001) à compléter la typologie de Preston et O'Bannon (1997) en formulant l'hypothèse de l'absence de lien entre les deux dimensions. En effet, McWilliams et Siegel (2001) proposent un modèle d'offre et de demande de responsabilité sociale qui permet d'expliquer l'absence de consensus des résultats empiriques obtenus par les études académiques. Selon eux, dans un contexte micro-économique standard, il existerait une offre et une demande de responsabilité sociale, qui conduit chacune d'elle à investir socialement pour satisfaire la demande des parties prenantes. L'équilibre du marché annule les coûts et les profits générés successivement par l'offre de « responsabilité sociale ». Cette approche conduit à formuler une hypothèse de neutralité des interactions entre performance sociale et performance financière.

Griffin et Mahon (1997) par une méta-analyse, couvrent le lien entre la performance sociale et la performance financière depuis les années 70. Ils abordent également l'absence de consensus qui prévaut vis à vis de l'existence d'un lien entre ces deux notions. Ceci est dû au fait que certains chercheurs ont mis en évidence des résultats contradictoires : dans certains cas une corrélation positive, dans d'autres une corrélation négative, ou tout simplement aucune corrélation significative. Néanmoins, les auteurs Griffin et Mahon (1997) avancent que le plus grand nombre de recherches ont conclu à l'existence d'une relation positive entre les deux performances.

Finalement, nous pouvons retenir que ces modèles s'opposent sur la nature du lien entre la performance sociale et la performance financière de l'entreprise. Si d'aucuns soutiennent l'hypothèse d'une relation négative entre ces deux dimensions, d'autres pensent au contraire que performances sociale et financière sont positivement associées; d'autres enfin suggèrent l'absence de lien.

Les raisons avancées afin d'expliquer ces résultats contradictoires résident, selon Griffin et Mahon (1997), dans les différences conceptuelles, opérationnelles et méthodologiques relevées dans la définition des notions de performance sociale et de performance financière.

1.3.3 L'évaluation de la performance financière des FSR

Globalement, la littérature s'accorde sur l'absence de différence entre les fonds d'investissement éthiques et les fonds d'investissements traditionnels. On remarque que les études réalisées portent sur des échantillons de petite taille avec des historiques courts (par exemple la plupart des fonds de l'étude de Bauer, Koedijk et Otten ont un historique inférieur à 10 ans). De là, les auteurs ont constaté une relation inverse entre l'âge et la performance des fonds. Cette relation est interprétée comme un effet d'apprentissage (Bauer, Koedijk et Otten, 2002). Elle est également associée aux flux nouveaux dans les fonds éthiques, responsables de coûts de transactions élevés (Gregory, Matatko et Luther, 1997). Elle est expliquée par des efforts marketing plus grands et donc des frais de gestion plus importants sur ce segment du marché de l'investissement (Gregory, Matatko et Luther, 1997)

Hamilton, Jo et Statman (1993) concluent que la performance financière nette de frais mesurée entre 1981 et 1990 de 32 fonds éthiques américains est inférieure à celle du marché mais non significativement différente de celle de fonds d'investissement conventionnels. Statman (2000) aboutit à la même conclusion pour un échantillon de 31 fonds éthiques analysés entre 1990 et 1998. De plus, il constate que les fonds de création récente ont des performances plus faibles. Sur le marché anglais, Mallin, Saadouni et Briston (1995) testent la différence de performance entre un échantillon de 29 trusts

éthiques (fonds d'investissement anglais) et un échantillon de contrôle de trusts conventionnels. Bien que la performance des fonds éthiques soit supérieure à celle de l'échantillon de contrôle, cette différence n'est pas significative pour la période d'étude qui s'étend de 1986 à 1993. Bauer, Koedijk et Otten (2002) aboutissent aux mêmes conclusions en comparant la performance de fonds éthiques sur les marchés américain (32 fonds mutuels), allemand (16 fonds d'investissement) et anglais (55 trusts) entre 1990 et 2001 obtient des conclusions similaires aux recherches antérieures.

Bello (1988) utilise une autre approche pour comparer les FSR et les fonds conventionnels. En fait, il compare la stratégie d'investissement en la nature des actifs de 42 fonds ISR et 84 fonds conventionnels de capitalisation équivalente. Il montre que les fonds ISR ont les mêmes caractéristiques que leurs homologues conventionnels sur de nombreux critères: équilibre entre actions et obligations, capitalisation des entreprises dans lesquelles ils investissent, nombre d'entreprises détenues, pourcentage de capitalisation détenue dans les 10 plus grandes entreprises.

Ainsi, il semblerait que la principale caractéristique des FSR est que leur performance financière ne diffère pas significativement de celle des fonds conventionnels.

L'hypothèse d'une performance équivalente entre l'ISR et l'investissement conventionnel trouve aussi son fondement dans la théorie des marchés financiers. Selon cette hypothèse, à risque équivalent, la rentabilité attendue de l'ISR et celle de l'investissement conventionnel sont les mêmes. Ceci implique que le marché n'inclut pas la variable ISR lorsqu'il détermine le prix d'une action. En effet, on peut supposer que les marchés financiers sont assez larges pour que les investisseurs ISR trouvent les contreparties nécessaires à leurs actes d'investissement. Ainsi, le prix d'une action n'est pas influencé par un investissement ISR et les performances de ce dernier n'ont donc aucune raison d'être différentes de celles de l'investissement conventionnel.

La théorie financière reste donc soutenue: si la diversification des portefeuilles est la même et si le marché attribue les mêmes prix quel que soit le type d'investissement, il est normal que les performances soient équivalentes.

À cet égard, en 2004 Orlitzky, Schmidt et Rynes font la synthèse de la littérature jusqu'alors publiée à ce sujet. Ils ont rassemblé les données de 52 études et les ont agrégées par l'utilisation d'outils statistiques complexes. Plusieurs phénomènes ressortent de leur analyse. D'abord, il existe une relation statistiquement significative entre la performance sociale et la performance financière et ce, dans de multiples contextes industriels. En outre, ces performances se renforcent mutuellement : l'amélioration de l'une entraîne l'amélioration de l'autre. Enfin, cette relation s'explique essentiellement par ces deux critères qui sont l'accroissement de la compétence managériale et une meilleure réputation de l'entreprise.

1.3.4. Les mesures de performance financière

Le principe même de sélection dans l'ISR exclut un certain nombre d'entreprises qui ne répondent pas aux critères définis et réduit ainsi son univers d'investissement (Dupre, Girerd, Burlacu ; 2003). En effet, puisqu'il contient moins de titres que le portefeuille de marché, le portefeuille ISR est moins diversifié et se trouve donc potentiellement exposé à des rendements plus faibles pour un risque donné.

S'appuyant sur cette théorie financière, de nombreux économistes démontrent la nécessaire moins bonne performance de l'ISR. Selon Rudd (1981) l'introduction d'une quelconque contrainte dans l'univers d'investissement d'un portefeuille (taille, ou critères sociaux...) réduit ses performances. Prenant l'exemple des portefeuilles excluant les actions des entreprises impliquées en Afrique du Sud, il démontre que les actions choisies correspondent à de plus petites entreprises et sont donc soumises à des variations beaucoup moins corrélées à celles du marché. De même, Clow (1999) explique le biais industriel auquel est confronté un portefeuille ISR : en rejetant un certain nombre

d'industries, ce dernier concentre son risque dans un plus petit nombre de secteurs. De plus, la réduction de l'univers peut porter souvent sur des titres particulièrement performants, comme c'est le cas par exemple pour les entreprises d'armement.

La théorie financière semble limiter l'efficacité des portefeuilles ISR. Le mode même de construction d'un portefeuille influe sur le couple rendement/ risque, et l'investisseur ISR y serait confronté comme tout autre investisseur. Donc le niveau de contrainte exercée par l'intégration de critères sociaux peut induire une sous efficacité de portefeuille. Toutefois cette dernière n'est pas systématique, et dépend de la rigidité, de la permanence et de l'étendue des critères utilisés, et vu la pluralité des opinions et des raisonnements concernant les critères éthiques le débat ne fait que s'accroître sur les valeurs d'actions. Comme l'ont bien résumé Antonio et al. (1998) un fonds ISR est éthique car son promoteur le considère ainsi et introduit un critère personnel qui lui est propre. Ces critères reflètent davantage les valeurs sociales et éthiques d'un groupe d'investisseurs plutôt que la qualité d'un comportement responsable.

Au delà de ces différences quant à la mesure de la performance sociale ou de sa perception par les investisseurs, la question de la mesure de la performance financière demeure entière et ce, même si un certain consensus existe dans ce sous-champ de la finance. En fait, pour mesurer et comparer la performance financière des portefeuilles socialement responsables, du marché ou des portefeuilles conventionnels, les investisseurs et la majorité des études empiriques ont principalement recours aux ratios de Treynor (1965), de Sharpe (1966), de Sortino et la mesure de Jensen (1968).

Certains auteurs en ont utilisé une et d'autres plusieurs. Il convient de rappeler que les mesures de Treynor et de Jensen supposent la parfaite diversification des fonds évalués et se basent sur le beta qui découle de l'estimation du modèle de marché : le CAPM. Dans ces cas, pour calculer ces ratios pour les portefeuilles internationaux, par exemple, il faudrait considérer des modèles tels que l'IAPM pour les portefeuilles internationaux et un autre modèle pour les portefeuilles diversifiées uniquement en

Europe. Or, dans un contexte de portefeuilles qui ne seraient pas parfaitement diversifiés, ces mesures pourraient conduire à des interprétations biaisées de leur performance. Afin d'éviter ces biais, le recours à des indices qui reposent sur une mesure globale du risque du portefeuille qui ne le suppose pas parfaitement diversifié est recommandé.

En conclusion, le ratio de Treynor et l'alpha de Jensen peuvent conduire à des biais de classification, et donc d'interprétation de différence de performance financière si les portefeuilles évalués ne sont pas parfaitement diversifiés.

De plus lorsque les portefeuilles sont diversifiées internationalement la question de l'estimation des betas national et international ainsi que leur combinaison peut conduire à des biais de mesure de ces indices. Pour ces raisons certains auteurs ont choisi des mesures de performance financières basées sur le risque global du portefeuille à savoir les ratios de Sharpe et de Sortino, ratios décrits ci-après.

La mesure de Sharpe

L'indice suggéré par Sharpe tient compte du risque total du portefeuille (au lieu de son coefficient Bêta). Selon cette méthode, le portefeuille qui a connu la meilleure performance est celui qui a procuré à l'investisseur l'excédent de rendement le plus élevé par unité de risque total.

$$Sh_p = \frac{\overline{R}_p - \overline{R}_f}{\sigma_p}$$

Avec :

\overline{R}_p : Rendement du portefeuille (p)

\overline{R}_f : Taux sans risque

σ_p : Volatilité du portefeuille (p)

La réduction potentielle de la diversification d'un portefeuille composé uniquement d'entreprises socialement responsables favorise le recours à cette mesure pour comparer la performance financière de plusieurs portefeuilles.

La mesure de Sortino

Le ratio de Sortino est utilisé pour comparer la performance des fonds. C'est un moyen de mesurer le rendement par unité de risque.

A l'inverse du ratio de Sharpe qui prend en compte toutes les volatilités, le ratio de Sortino ne s'intéresse qu'à la composante de la volatilité que les investisseurs craignent. En effet, les investisseurs étant averse au risque, ils seront plus «exposés» et donc sensibles à l'occurrence de rendements inférieurs à leur rendement «seuil». Ce ratio ne prend donc en considération que les mouvements de baisse du portefeuille et cherche donc à évaluer la capacité du gérant à éviter le risque «à la baisse».

Ce ratio compare donc le rendement du portefeuille au rendement minimum acceptable (minimum acceptable return = MAR). Sortino propose la mesure suivante:

$$S = (E(R_i) - R_e) / \sqrt{V(R_e)}$$

S : le ratio de Sortino

$E(R_i)$: le rendement du portefeuille

R_e : MAR c'est-à-dire le rendement minimum acceptable

$V(R_e)$: semi variance du portefeuille

L'excès de rentabilité minimum à atteindre pour que l'investisseur investisse est pondéré par la semi-variance, c'est-à-dire le risque que la rentabilité soit inférieure au MAR.

Les résultats inférieurs à la MAR sont indésirables alors que ceux qui sont supérieurs sont recherchés. Cette méthode est plus appropriée que les mesures traditionnelles car elle cherche à mesurer la performance en fonction du but que l'investisseur veut atteindre et non en fonction du marché.

CHAPITRE II

MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Dans le premier chapitre, nous avons présenté le concept de l'investissement socialement responsable (ISR) ainsi que les principales recherches empiriques portant sur la performance financière.

Dans ce deuxième chapitre, dans un premier temps, nous présenterons le développement et les caractéristiques de l'ISR en France puis dans un deuxième temps, nous énoncerons l'objectif de recherche ainsi que les hypothèses sous-jacentes. Une description des données utilisées suivra pour ensuite terminer cette section avec le traitement des données.

2.1 Le cadre français de l'ISR:

Le marché financier de l'investissement socialement responsable, ISR, a connu un développement assez récent en France. Contrairement à l'approche anglo-saxonne de l'ISR, fondée principalement sur des critères d'exclusion de certains secteurs, la France est un des pays à privilégier une approche purement positive de l'ISR. Sur ce marché, il s'agit donc de créer des produits financiers de gestion collective (SICAV, FCP, OPCVM), en sélectionnant les titres sur des critères non exclusivement financiers, mais également sociaux, environnementaux, de bonne gouvernance d'entreprise ou selon des considérations éthiques. Le développement durable et la responsabilité sociale des entreprises, RSE, représentent les concepts qui favorisent l'élaboration de ces critères extra financiers.

En effet, la finance, et particulièrement la gestion pour compte de tiers, a connu des transformations majeures ces dernières années en France, pour devenir une industrie où

l'analyse quantitative prime (Godechot, 2001). Par ailleurs, cette volonté de durabilité entraîne des changements pour l'objet économique sur lequel elle s'applique, et dès lors pour les organisations qui le composent ainsi qu'à l'égard des acteurs qui y agissent. Parallèlement, depuis 1996 la France (Kleiner, 2003) s'est aussi dotée d'une véritable industrie de la gestion des actifs (asset management) à l'anglo-saxonne et les phénomènes d'internationalisation et de diversification des marchés financiers sont la toile de fond du marché de l'ISR, sans oublier l'impact des récentes crises financières et éthiques (éclatement de la bulle Internet, affaires Enron, Parmalat, Worldcom, etc...).

2.1.1 ISR et fonds éthiques en France

L'ISR en France a connu un premier amorçage au début des années 1980 avec la création des premiers fonds éthiques dont Nouvelle stratégie 50, lancé à l'initiative d'une congrégation religieuse catholique et géré par Meeschaert ou le fonds Hymnos du crédit lyonnais. Cette période a également connu l'émergence de l'épargne solidaire via les fonds de partage, dont «faim et développement» lancé à l'initiative du comité catholique contre la faim et pour le développement (CCFD) et le crédit coopératif.

Tableau 2.1 : Dates clés de l'ISR en France.

1983	Création de Nouvelle Stratégie 50, premier fonds éthique en France
1994	Création du FCP insertion emplois, premier fonds ISR préfigurant les futurs fonds solidaires
1997	Création de l'agence de notation sociale et environnementale ARESE
2001	Loi sur l'épargne salariale : les sociétés de gestion positionnées sur le marché de l'épargne doivent justifier l'intégration des considérations sociales, environnementales et éthiques dans leurs fonds. Loi NRE, nouvelles régulations économiques, imposant aux entreprises françaises cotées en bourse de remettre un rapport sur leurs impacts sociaux et environnementaux. Lancement de l'indice socialement responsable ASPI à l'initiative de l'agence ARESE.
2002	Création du label socialement responsable à l'initiative de quatre des cinq principaux syndicats de salariés français regroupés au sein du CIES, création de l'agence Vigeo qui rachète ARESE
2004	Le fonds de réserve pour les retraites (FRR) gérant 16 milliards d'euros décide d'intégrer l'ISR dans la gestion des différents investissements.

2.1.2 Dynamique de l'ISR français :

L'étude de Novethic portant sur le marché français de l'ISR en 2005 fait état d'un montant total de 8.8 milliards d'actifs sous gestion socialement responsable, montant qui a atteint 12,5 milliards fin 2006. Les fonds de droit français obligataires et monétaires, ont fortement contribué à cette augmentation, avec un apport spectaculaire de Natexis AM qui a décidé de renforcer sa gamme ISR. Parallèlement les fonds d'actions, de droit français et étranger stimulent depuis le début de l'année 2006, le mouvement avec une croissance respective de leurs encours de 29% et 30%.

L'année 2006 a été également marquée par des créations de fonds ISR. 137 fonds en France sont aujourd'hui offerts par 45 sociétés de gestion contre 128 fin 2005 et 80 à la fin 2002. L'offre a donc augmenté de 70% en 4 ans. Cette augmentation est due à la fois au renforcement de gammes commercialisées par certains acteurs français comme Natexis AM ou Prado Epargne mais aussi à l'arrivée de nouveaux fonds commercialisés par des acteurs étrangers : LODH Invest International SRI Quant (LODH) et Living Planet Fund (UBS Global AM et la Banque Sarasin). L'apparente stabilité du nombre de sociétés de gestion cache en réalité quelques mouvements. On peut noter la sortie de CIC AM avec l'absorption du fonds CIC Global par un fonds non ISR mais aussi l'entrée d'une toute nouvelle société de gestion française, la Financière de Champlain, avec le fonds Performance Responsable. Sur l'ensemble du marché français (gestion collective et dédiée), les particuliers, ont investi 3,6 milliards et représentent seulement 42% du total. Soulignons que leurs encours progressent plus rapidement (+30% au lieu de +26% pour les institutionnels), notamment grâce à l'épargne salariale. Les placements institutionnels, eux, atteignent 5,15 milliards, soit 58% de la masse totale des encours.

Tableau 2.2 : Encours au 31/12/06 en millions d'euros

	Offreurs français		Offreurs étrangers		Total	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Actions	3650	4699	1615	2108	5265	6807
Diversifiés	791	801	891	941	1682	1742
Obligations monétaires	1010	2565	1683	1091	2693	3656
Fonds 90/10 (solidaires)	176	267	0	0	176	267
Fonds de fonds	64	71	0	0	64	71
Total	5691	8403	4189	4140	9880	12543

Source : Rapport Novethic 2006

Croissance relative de l'ISR

Evolutions relatives de l'offre française d'OPCVM ISR et totale (base 100 en 1998) en millions d'euros
(source : Novethic et Amadeis)

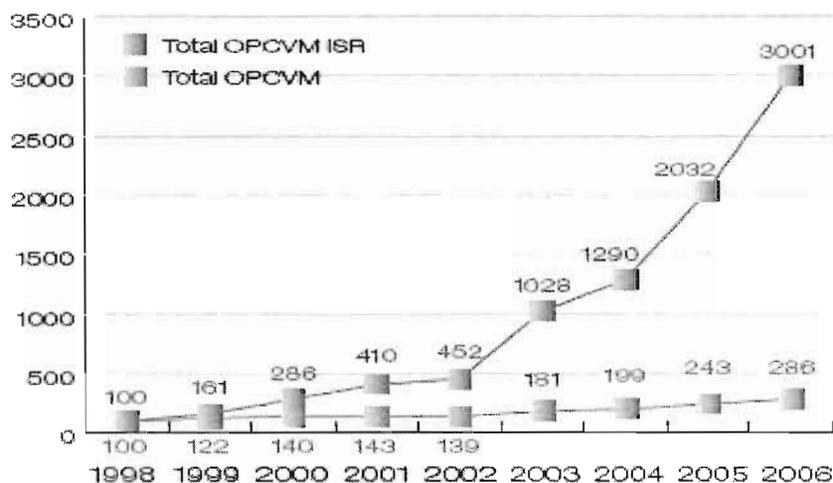


Figure 2.1 : Croissance relative de l'ISR (*site Novethic*)

Plusieurs facteurs sont à l'origine du développement de l'ISR en France. La création de l'agence ARESE en 1997 (l'agence s'appelle désormais Vigeo) a entraîné une augmentation du nombre de fonds et d'actifs éthiques gérés. En 2001, le Comité Intersyndical d'Épargne Salariale 2001 s'implique à son tour en définissant les critères de l'investissement responsable et en labellisant plusieurs produits. Cependant, l'un des facteurs qui risque d'être le plus important pour les années à venir concerne la loi sur l'épargne salariale de février 2001 et la loi créant un fonds de réserve des retraites de juillet 2001.

- La première crée un Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire (PPESV) qui est un produit d'épargne longue (sur 10 ans) combinant les dimensions solidaires et socialement responsables. Les gestionnaires des PPESV doivent tenir compte dans leurs choix d'investissement de considérations éthiques.
- La seconde, qui crée un fonds dont l'objectif est de répondre aux besoins de financement du système de retraite, du fait de l'arrivée de la génération du baby-boom à l'âge de la retraite et à l'allongement de la durée de vie, précise le directoire doit faire

état de la manière dont la politique de placement prend compte des considérations sociales, environnementales et éthiques.

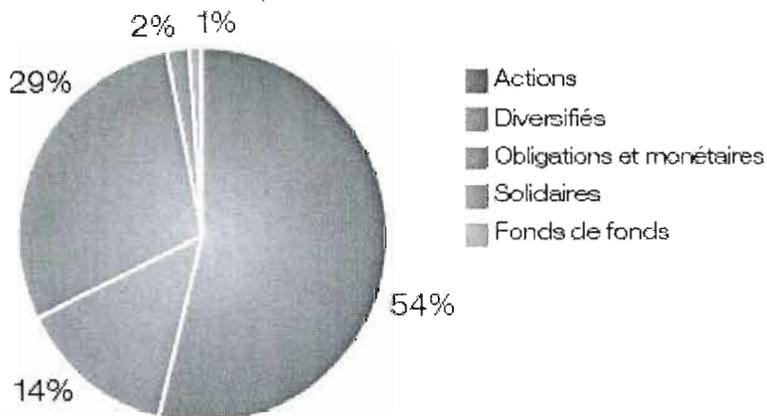
L'épargne salariale institutionnalisée pourrait donc jouer, dans les prochaines années, un rôle important dans le développement de l'ISR. Une analogie pourrait alors être faite avec le modèle américain où l'épargne salariale institutionnalisée sous forme de fonds de pension a joué un rôle déterminant dans le développement de l'ISR.

L'enquête Novethic rappelle néanmoins que les années 2006 et 2007 devraient marquer un tournant dans la progression de ces chiffres pour deux raisons majeures. Tout d'abord l'appel d'offre pour un montant de 600 millions d'euros du Fonds de Réserve des Retraites (FRR), puis l'annonce de l'ERAFP (Établissement pour la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique) affichant sa volonté d'être un investisseur socialement responsable sur l'ensemble de ses encours. A leur suite, d'autres investisseurs institutionnels comme l'AGIRC-ARCCO devraient prochainement expérimenter l'ISR sur une partie de leur encours. Autant de nouveaux éléments qui auront certainement un impact très significatif sur ce marché. Cet engouement pour l'ISR peut être expliqué par l'appel des Nations Unies et de Koffi Annan en 2006 pour que les investisseurs institutionnels adoptent les principes pour un investissement responsable. Plusieurs caisses de retraite et de fonds y ont adhéré, catalysant ainsi la croissance de l'ISR.

Par ailleurs, même s'ils ne s'inscrivent pas dans une approche ISR formalisée, certains investisseurs institutionnels français commencent à demander aux sociétés de gestion qui gèrent une part de leurs actifs de prendre en considération les enjeux sociaux, environnementaux et de gouvernance à la fois dans la construction des portefeuilles et dans l'exercice de leur droit de vote. L'enquête réalisée en 2005 a ainsi permis d'identifier un encours de 5 milliards d'euros correspondant à cette nouvelle approche.

Répartition par classe d'actifs

Répartition des encours ISR selon les classes d'actifs, au 31 décembre 2006
(source : Novethic et Amadeis)



Taille des fonds ISR

Nombre de fonds ISR selon la taille de leurs encours, au 31 décembre 2006 (source : Novethic et Amadeis)

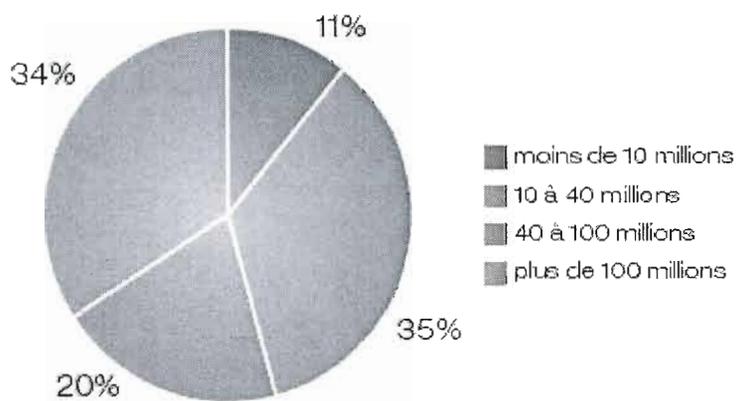


Figure 2.2 : Taille des FSR et leur répartition selon les classes d'actifs (site Novethic)

2.2 Objectif de l'étude et Hypothèses de recherche

2.2.1 Objectif de recherche

L'objectif de cette recherche consiste à évaluer la performance financière de l'ISR en valeurs mobilières en France. En d'autres termes nous allons vérifier si l'ISR en France affiche une performance supérieure, égale ou inférieure à celle du marché et à celle d'investissements conventionnels comparables

Toutefois, les études empiriques réalisées sur l'ISR aux États Unis que ça soit sur les indices ou sur les fonds ne convergent pas et présentent des résultats mitigés. Des différences méthodologiques ainsi qu'un certain nombre de biais expliquent cette divergence. Par conséquent, afin de pouvoir comparer les résultats de cette recherche à ceux des études empiriques antérieures, l'évaluation des fonds s'effectuera d'une part à l'aide des mesures traditionnelles de rendement et de risque, et d'autre part sur des mesures plus appropriées de la performance financière à savoir les mesures de Sortino et de Sharpe ajustée.

Afin de tester des hypothèses comparables, certaines études empiriques dans la littérature utilisent un indice de marché comme point de comparaison, tel que le CAC 40 (Grossman et Sharpe, 1986; Luck et Pilotte, 1993). D'autres études comparent la performance financière FSR à celle obtenue par des fonds mutuels conventionnels généraux disponibles sur le marché, qui ne sont pas socialement ou environnementalement responsables.

Afin d'évaluer la performance financière des fonds dits socialement responsables (FSR), nous allons, dans un premier temps, la comparer à celle d'un indice général de marché (CAC40) et puis à des indices comparables en termes d'allocation d'actifs. . Dans un deuxième temps, la comparaison va être effectuée avec des fonds conventionnels ayant la même politique de placement.

Bauer, Koedijk et Otten (2005) ayant souligné que la performance financière peut être tributaire du type et de la qualité de gestion des institutions financières, nous avons pris en compte l'effet de la qualité de gestion de l'institution financière qui commercialise les fonds. Ainsi, au delà de paier nos FSR avec des fonds conventionnels comparables ayant la même politique de placement nous avons aussi paier certains des FSR composant notre échantillon avec des fonds conventionnels comparables offerts par la même institution financière lorsque de tels fonds existaient.

2.2.2 Hypothèses de recherche :

2.2.2.1 Performance financière des FSR comparée à celle d'indice du marché :

À l'instar de White (1995) notre première hypothèse consiste à vérifier si la performance financière des FSR est statistiquement différente de celle d'un indice de marché reconnu. À cet effet, nous testons l'hypothèse suivante :

Hypothèse nulle H_{1A} : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle d'un indice conventionnel de marché (CAC40) sur un horizon de placement de 10 ans

Cette comparaison va nous permettre, dans un premier temps, de juger de la performance financière des FSR par rapport à une performance passive. À l'instar de nombreux auteurs (White, 1995; Grieb et Reyes, 1998 ; Grandin, 1998 ; Abramson et al., 2000), nous testons cette hypothèse même si cette approche ne permet pas de prendre en compte les spécificités de chaque fond dont l'allocation de ses actifs (action, obligation, équilibré, technologique ou international). Si H_{1A} est rejetée, on pourrait conclure que les FSR enregistrent une performance financière inférieure ou supérieure à celle obtenue par

l'indice du marché. Par conséquent, nous devons vérifier si la performance des FSR est supérieure à celle de l'indice CAC40. Nous testerons donc l'hypothèse suivante :

***Hypothèse nulle 1_B** : La performance financière des FSR est supérieure à celle du CAC40.*

En cas de rejet des hypothèses H_{1B} , ceci n'impliquerait pas nécessairement que le marché ne donne aucune valeur aux caractéristiques de la responsabilité sociale. On ne peut donc conclure qu'il existe un coût lié à l'ISR. Dans ce sens, la seule comparaison avec le CAC40 demeure insuffisante pour conclure sur la performance de l'ISR par rapport à celle des investissements conventionnels.

2.2.2.2 Performance financière des FSR comparée à celle des fonds conventionnels comparables en termes d'allocation d'actifs

Il faudrait dans ce cas affiner notre analyse en testant une deuxième hypothèse qui consiste à comparer la performance financière de chaque FSR à celle d'indices de marché comparables en termes d'allocation d'actifs. Ainsi, par exemple, si un FSR est un fonds équilibré, il sera comparé à un indice composé d'obligations et d'actions dans des pourcentages similaires à ceux du FSR ; alors qu'un FSR d'actions sera comparé à un indice composé principalement d'actions (CAC40).

Tester cette hypothèse nous permet de vérifier si le fait de prendre en considération l'allocation des actifs (actions, obligations ou équilibré) confirmera ou infirmera nos conclusions relatives à la comparaison des performances financières des FSR et des indices généraux de marché (première hypothèse testée).

Nous testerons donc l'hypothèse H_{2A} suivante :

***Hypothèse nulle 2_A** : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle des fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs.*

En cas de rejet de l'hypothèse H_{2A} , nous allons vérifier si la performance des FSR est supérieure à celle des fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs. Nous testerons donc l'hypothèse suivante :

***Hypothèse nulle 2_B** : La performance financière des FSR est supérieure à celle des fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs*

Même si l'on rejette les hypothèses H_{2A} et H_{2B} , il n'est toujours pas possible de conclure que les FSR sous-performent par rapport à des fonds mutuels conventionnels. Il s'agit de prendre aussi en considération la qualité de gestion institutionnelle avant de se prononcer au sujet de la performance financière de l'ISR. Par conséquent, les FSR sont comparés, en dernier lieu, à des fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs, et provenant de la même institution.

2.2.2.3 Performance financière des FSR comparée à celle de fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs et provenant à la même institution financière :

Dans cette section, nous proposons de comparer les FSR à des fonds conventionnels ayant la même allocation d'actifs, et offerts par la même institution financière

***Hypothèse nulle 3_A** : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle des fonds conventionnels comparables offerts par la même institution.*

Lorsque les tests statistiques ne nous permettent pas de rejeter une telle hypothèse, nous pouvons déduire qu'en contrôlant partiellement pour la qualité de gestion, les FSR affichent des performances financières comparables. De ce fait, une mauvaise performance des FSR par rapport à une performance du marché ou à celle de leurs pairs extra-institutionnels découlerait potentiellement d'un problème de gestion et

non d'une sélection basée sur des critères sociaux ou environnementaux. Par conséquent, la mauvaise gestion institutionnelle pourrait donc expliquer la faible performance des FSR.

En cas de rejet de l'hypothèse H_{3A} , nous vérifions si la performance des FSR est supérieure à celle des fonds mutuels conventionnels comparables offerts par la même institution financière. Nous testerons donc l'hypothèse suivante :

Hypothèse nulle 3_B : La performance financière des FSR est supérieure à celle des fonds mutuels conventionnels comparables appartenant à la même institution.

Si les tests statistiques rejettent cette hypothèse, nous déduirons que la qualité de gestion n'affecte pas la performance des FSR.

2.3 Source et nature de données :

Le choix de FSR découle d'une recherche sur le site Novethic, et dans des livres spécialisés en investissement socialement responsable en France. Au total, 16 institutions et 24 fonds socialement responsables français ont été répertoriés. Parmi ces fonds, 13 sont du type «actions européennes», 6 sont du type «actions françaises», 3 sont du type «international» et 2 sont mixtes.

Pour faire suite à l'identification des FSR, une recherche approfondie concernant la composition de ces fonds ainsi que les divers critères de sélection utilisés, a été effectuée. Ces renseignements ont été trouvés dans les sites internet reliés à chacun de ces fonds et institutions ainsi que sur les sites internet concernant l'investissement socialement responsable www.Novethic.fr.

Pour comparer les performances des fonds ISR avec celles des fonds conventionnels, nous avons choisi 26 fonds parmi les fonds répertoriés sur le site de Morningstar France.

Toutefois, parmi Les 26 fonds, seulement 11 fonds ont pu être pairés à des fonds appartenant à la même institution financière. Le tableau ci-après présente la liste de ces fonds pairés.

Tableau 2.3 : Liste des fonds socialement responsables et des fonds conventionnels appartenant à la même institution :

Nom du FSR	Date de création	Description	Société de gestion	Nom du FC	Date de création	Description
AGF Valeurs durables	août-91	-Actions Européennes	AGF	AGF Aequitas	juil.-07	-Actions Européennes
Atouts Valeurs Durables	Fév.-03	-Actions Européennes/Grande capitalisation	Crédit agricole	CAAM Euroland	oct.-99	-Actions Européennes
AXA Euro Valeurs Responsables	Fév.-02	Actions Européennes	AXA	AXA France Opportunités		Actions françaises
CAAM Activauteurs Durables	sept.-00	-Actions Internationales	Crédit agricole	CAAM Actions Internationales	avr.-02	-Actions Internationales
CIC Valeurs Éthiques	juin-00	-Actions Françaises	FEDERAL GESTION (crédit Mutuel)	CIC Actions 60	juin-99	Diversifiées/actions euro
Dexia Éthique Gestion Act	mars-00	-Actions Européennes. (maxi 60%)	DEXIA			
Écureuil 1.2.3....Futur	juin-04	-Actions Françaises (60%) et Européennes	Caisse d'épargne	Écureuil Énergie	oct.-99	Actions Européennes
Etoile environnement	sept.-01	-Actions Européennes	Etoile Gestion	Etoile Media Europe	juil.-00	Actions Européennes
Etoile Partenaires	sept.-01	-Actions	Etoile Gestion			
Euro Mild Cap Active Investors	avr.-00	-Actions Européennes	NSMD	Eurocap 50	juil.-00	Actions Européennes

Europe Croiss & Dvlpt Durable	mai-00	-Actions Européennes	Georges V AM	MAM Europe croissance	déc.-98	Actions Européennes
France Expansion Durable	août-00	-Actions Européennes	NSMD			
Génération Éthique	nov.-00	-Actions Européenne	BFT	Génération senior.	janv.-09	Actions Européennes
HSBC Valeurs Responsables	Déc.-1995	-Actions Européennes	HSBC	HSBC Middle Cap Europe	août-99	Actions Européennes
Insertion-Emplois	mai-04	Actions françaises dont 10% non cotées à vocation solidaire	CDC			
Macif Croiss Durable Soli	mars-02	-Actions	MACIF			
Macif Croiss. Durable Europe	janv.-01	-Actions Européennes/ grande capitalisation	MACIF			
Macif Croiss. Durable	juin-99	-Actions	MACIF			
MAM Actions environnement	nov.-00	-Actions Internationales	MEESCHAERT			
MAM Actions Éthiques	juil.-98	Actions France 3/4 - Europe 1/4	MEESCHAERT			
MG Croissance Durable Europe	Fev-2001	-Actions	MACIF			
Robeco Hommes Terre Expansion	nov.-99	-Actions Internationales	ROBECO			
SGAM Invest Eur. Durable	mai-00	-Actions Européennes	STE Générale	SGAM Invest	déc.-98	Actions Européennes

Concernant l'indice de marché, le CAC40 a été retenu comme référence vu qu'il est correspond en général à la référence considérée connue par tout investisseur moyen et qu'il correspond en général à la référence lorsqu'il s'agit de comparer des fonds.

Durables	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
CIC Valeurs Ethiques	Y			Y		Y			Y	Y	Y
Dexia Ethique Gestion Act		Y	Y	Y	Y	Y			Y		Y
Ecureuil 1.2.3... Futur	Y	Y	Y		Y		Y		Y	Y	Y
Etoile Environnement		Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Etoile Partenaires			Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Insertion Emploi							Y	Y	Y	Y	Y
Macif Croiss. Durable Soli.	Y	Y	Y	Y					Y	Y	Y
Macif Croiss. Durable Europe	Y	Y	Y	Y	Y				Y	Y	Y
Macif Croiss. Durable	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
MAM Actions Ethiques		Y		Y		Y			Y	Y	Y
MG Croissance Durable Europe						Y	Y	Y	Y	Y	Y
Robeco Hommes Terre Expansion					Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
SGAM Invest Eur.Devlpt Durable								Y	Y	Y	Y
Euro Mild Cap Active Investors				Y	Y			Y	Y	Y	Y
Europe Croiss. & Dvlpt Durable						Y	Y	Y	Y	Y	Y
France Expansion Durable			Y	Y				Y	Y	Y	Y
Generation Ethique					Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

HSBC	Valeurs				Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Responsables												

Source : *Site de Novethic.*

D'après ce tableau 2.4, nous pouvons constater qu'il existe une grande variété en ce qui concerne les critères utilisés et ce, aussi bien au niveau des typologies de critères utilisés (nombre de critères utilisés, catégorie de critères et niveau de spécificité ou de précision de ces critères) qu'au niveau des types de critères utilisés.

2.4 Traitement des données :

Pour évaluer la performance financière, on calcule en premier les rendements mensuels des FSR et des FC et des FC appartenant à la même institution et ce, sur une période allant de décembre 1999 à janvier 2007. Toutefois, il faudrait signaler que les cotations des fonds pendant cette période ne couvrent pas forcément toute la période. En effet le nombre d'observations pour chaque fonds dépend de la date de sa création.

Les cotations hebdomadaires ont été utilisées afin d'obtenir les ratios de base nécessaires au calcul de la performance financière de ces fonds. Afin d'éviter les effets de fin de semaine et les effets non contrôlés sur le rendement, la cotation du dernier mercredi du mois a été retenue, évitant ainsi les effets du weekend. Ainsi, des rendements arithmétiques ont été calculés sur une base hebdomadaire pour les transformer par la suite en rendement mensuel moyen.

La comparaison des rendements n'est cependant pas suffisante car elle ne tient pas compte des risques pris par l'investisseur, et c'est la raison pour laquelle notre étude incorpore le calcul des écarts types sur une base hebdomadaire, écarts types nécessaires pour le calcul ultérieur des ratios de Sharpe et de Sortino.

Après le calcul de du ratio de Sharpe mensuel, on a procédé au calcul du test statistique de Jobson et Korkie qui sert à déterminer s'il existe une différence statistiquement significative entre la performance des FSR et celle obtenue par les FC.

Ces ratios statistiques nous permettent de tirer des conclusions concernant l'évaluation de la performance financière des FSR. Ces résultats de recherche sont analysés et interprétés dans le prochain chapitre. Au delà de comparer le simple rendement des fonds socialement responsables à celui du marché ou de fonds conventionnels comparables, il importe d'intégrer la dimension risque dans cette comparaison.

CHAPITRE III

ANALYSE DES RÉSULTATS

Dans ce chapitre, nous allons interpréter les résultats obtenus en fonction des hypothèses précédemment présentées. En effet, il y a trois principales hypothèses qui concernent la comparaison des FSR par rapport à l'indice du marché, aux fonds conventionnels comparables et finalement aux fonds comparables appartenant à la même institution.

3.1 Analyse de la performance des FSR comparativement au marché:

Dans un premier temps, nous testerons la rentabilité des FSR par rapport à celle du marché représenté par un indice général reconnu par l'investisseur moyen comme le CAC40 par le biais de l'hypothèse suivante :

Hypothèse nulle 1_A : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière mesurée par le rendement uniquement des FSR et celle d'un indice du marché (CAC40).

Pour qu'il ait une différence statistiquement significative entre les rendements des FSR et celui du CAC40, la valeur absolue de la statistique T doit être supérieure à la valeur critique à un certain niveau de confiance, soit 95% dans notre cas. Ce test a été effectué sur une base annuelle entre 1999 et 2007.

Tableau 2.5: Test d'égalité des espérances (tous les FSR et le CAC40)

	Variable 1	Variable 2
Moyenne	0.00184093	0.004103329
Variance	0.00225715	0.002544037
Observations	97	97
Différence hypothétique des moyennes	0	
Degré de liberté	191	
Statistique t	-0.32157408	
P(T<=t) unilatéral	0.37406351	
Valeur critique de t (unilatéral)	1.6528702	
P(T<=t) bilatéral	0.74812702	
Valeur critique de t (bilatéral)	1.97246209	

Selon les résultats obtenus, la statistique Z est égale à 2.3155, ce qui suggère le rejet de H_0 au seuil de 95% et que le rendement des FSR n'est pas statistiquement différent du rendement du marché. Ces résultats corroborent plus ou moins ceux obtenus dans les recherches antérieures (Cummings, 2000).

Le risque de ces FSR pouvant différer de celui du marché, il importe de comparer le rendement ajusté pour le risque de ces FSR à celui du marché. Nous testons à l'aide des ratios de Sharpe et de Sortino l'hypothèse suivante :

Hypothèse nulle 1_B : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle d'un indice de marché

Nous avons utilisé le test de Jobson et Korkie pour vérifier si une telle différence entre la performance financière des FSR et celle du marché est statistiquement significative. Signalons qu'un tel test ne peut être effectué lorsque le ratio de Sharpe est négatif.

Les résultats de ce test sont présentés dans l'appendice E. Ils suggèrent, dans la majorité des cas, que sur la base de la statistique Z, Nous ne pouvons pas rejeter l'hypothèse nulle. Ainsi, nous pouvons conclure que la performance financière des FSR mesurée par le ratio de Sharpe n'est pas statistiquement différente de celle du marché.

Pour confirmer notre analyse, nous avons également eu recours au ratio de Sortino.

Les résultats montrent qu'il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle de l'indice du marché.

Les résultats de Sortino confirment d'une manière générale ceux obtenus avec le ratio de Sharpe. Ainsi la performance financière mesurée par des ratios ajustant le rendement obtenu par le risque encouru des fonds socialement responsables ne diffère pas statistiquement de celle du marché. Tester cette hypothèse revient à comparer une gestion active à une gestion passive du portefeuille. Afin de contrôler cet effet, nous vérifions si les FSR affichent une performance identique à celle des fonds conventionnels ayant les mêmes objectifs de placement.

3.2 Performance des FSR et des FC comparables en termes d'allocation d'actifs :

Nous testons la performance des FSR et des fonds conventionnels comparables en termes d'allocation d'actifs

Hypothèse nulle 2_A : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle des fonds conventionnels comparables ayant les mêmes objectifs de placement.

Tableau 2.6 : Test d'égalité des espérances (tous les FSR versus tous les FC ayant les mêmes objectifs de placement)

	Variable 1	Variable 2
Moyenne	0.001840929	0.005863833
Variance	0.002257149	0.002425729
Observations	97	97
Différence hypothétique des moyennes	0	
Degré de liberté	192	
Statistique t	-0.578987416	
P(T<=t) unilatéral	0.281638145	
Valeur critique de t (unilatéral)	1.652829269	
P(T<=t) bilatéral	0.56327629	
Valeur critique de t (bilatéral)	1.972393875	

D'après les résultats obtenus, nous remarquons à nouveau qu'il n'existe pas de différence significative entre les FSR et les fonds conventionnels comparables ayant les mêmes objectifs de placement sur une base annuelle et ce, sur toute la durée de l'étude à savoir de 1999 à 2007. Les fonds ISR étant gérés activement, il importe de les comparer à des portefeuilles gérés activement et ayant la même allocation d'actifs. Les résultats confirment que les FSR français n'ont pas, sur la base des ratios de Sharpe et de Sortino, une performance financière statistiquement différente de celle des fonds de placement comparables en termes d'allocation d'actifs.

Comme la performance financière d'un fonds pouvant être influencée par celle de l'institution qui l'offre, nous comparons finalement la performance financière des FSR français à celle de fonds comparables offerts par la même institution financière.

3.3 Performance des FSR et de leur Fonds conventionnels comparables en terme d'allocation d'actifs et offerts par la même institution financière :

Hypothèse nulle 3_A : Il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance financière des FSR et celle des fonds conventionnels comparables ayant les mêmes objectifs de placement et appartenant à la même institution financière.

Tableau 2.7 : Test d'égalité des espérances (FSR versus FC ayant les mêmes objectifs de placement et appartenant à la même institution financière)

	Variable 1	Variable 2
Moyenne	0.000898015	0.003878011
Variance	0.002941642	0.002569813
Observations	97	97
Différence hypothétique des moyennes	0	
Degré de liberté	191	
Statistique t	-0.395337842	
P(T<=t) unilatéral	0.34651738	
Valeur critique de t (unilatéral)	1.652870196	
P(T<=t) bilatéral	0.693034759	
Valeur critique de t (bilatéral)	1.972462087	

Sur la période étudiée, les portefeuilles socialement et environnementalement responsables n'affiche pas une performance supérieure au portefeuille conventionnel ayant la même allocation d'actif et appartenant à la même institution. La statistique t étant égale à -0.395338 , on ne peut rejeter l'hypothèse H_3 . Là encore, les performances des FSR et des fonds conventionnels ne sont pas statistiquement différentes.

CONCLUSION

L'objectif de cette étude est d'évaluer la performance financière des FSR en France. Appréhender une performance requiert de la comparer à d'autres placements en incorporant le niveau de risque, c'est pourquoi nous avons retenu comme référence le CAC 40 et les fonds conventionnels comparables ayant la même allocation d'actifs et appartenant à la même institution.

À cet effet, nous avons appliqué les mesures d'évaluation de la performance pour mesurer l'efficacité des FSR. Les résultats obtenus pour la période étudiée (1999-2007) montrent ainsi sur la période étudiée, qu'il n'y a pas de différence significative, eu égard aux risques encourus, entre les FSR et fonds conventionnels comparables appartenant la même allocation d'actifs et appartenant à la même société de gestion. Ces résultats peuvent être expliqués par le coût de gestion des fonds, par la performance moindre des sociétés sélectionnées ou par la jeunesse des FSR en France.

Nos résultats confirment ceux de nombreuses études dont celle de Statman, 2005 «socially responsible indexes : composition and performance» et celle de Erwan le Saout, (2005).

Cependant, cette étude n'est pas sans faiblesse dans le sens où il serait instructif de reconduire cette étude avec un échantillon plus important et sur une durée plus longue. Au delà d'augmenter la période d'étude et la taille de l'échantillon en considérant, par exemple, les fonds équilibrés, d'autres améliorations méthodologiques permettraient de tester la robustesse de nos conclusions. Ainsi, un nombre plus élevé de fonds nous permettrait de créer des sous-échantillons pour tester nos hypothèses. De plus une comparaison internationale avec des fonds socialement responsables, comme les FSR

canadiens et ce, en utilisant la même méthodologie et les mêmes mesures de performance financière, permettrait de valider géographiquement nos conclusions.

Finalement, il semblerait que même s'il ne performe pas, l'ISR a un impact positif sur les politiques d'investissement menées par les entreprises et les investisseurs, dans la mesure où les spécificités de l'ISR sont aujourd'hui bien présentes dans leur stratégies de placement. Statman convaincu de l'importance que prendrait l'ISR avait proposé en 1998 dans son article le «behaviorial asset pricing model» que les rendements attendus des actifs soient calculés en considérant à la fois des critères utilitaires et des critères exprimant les valeurs chères aux investisseurs. Toutefois, la conception d'un tel modèle est complexe étant donné la complexité de formaliser les critères sociétaux et les exigences de chaque investisseur c'est ce qui fait de l'ISR un vaste champ pour les recherches futures.

APPENDICE A: RATIO DE SHARPE POUR TOUS LES FC

Moyenne des rendements de tous les FC	Variance tous les FC	ecart-type	rendement TSR	Sharpe tous les FC
0.0315	0.002425729	0.04925169	-0.022129931	0.077578638
-0.0021			-0.012938184	
0.0134			-0.026229552	
0.0528			-0.13834931	
-0.0197			0	
0.0364			-0.003923522	
-0.0216			-0.015759429	
0.0387			0.020013811	
-0.0186			0.003923171	
0.0283			0.066379878	
0.1063			0.054846204	
0.1332			0.051925038	
0.0093			0.072278414	
0.1192			0.045883434	
-0.0027			0.061320771	
-0.0227			0.071385822	
-0.0302			0.066476673	
0.0149			0.047851414	
0.0103			0.011404013	
0.0394			0.069797311	
-0.0437			0.027307468	
-0.0166			0.028592545	
-0.0503			-0.005953795	
-0.0157			-0.007988382	
0.0208			-0.008055527	
-0.0682			0.010150738	
-0.0604			-0.01205901	
0.0648			0.020340119	
0.0048			-0.057858554	
-0.0593			-0.010604001	
-0.0337			-0.004288376	
-0.0562			-0.038795627	
-0.1458			-0.139512978	
0.0674			-0.018361053	
0.0541			-0.088334517	
0.0206			-0.017647475	

-0.0149	0.023950546
-0.0186	-0.00876943
0.0528	0.014743715
-0.0422	-0.002905384
-0.0341	0.005827441
-0.1017	0.002896454
-0.0990	-0.008665035
-0.0024	-0.005828475
-0.1475	-0.01172841
0.0849	-0.029687432
0.0736	-0.024496162
-0.0896	-0.084882631
-0.0439	-0.017201524
-0.0482	-0.059567239
-0.0215	-0.048501571
0.1041	0.003923171
0.0236	-0.078223263
0.0458	-0.089268255
0.0356	-0.014017675
0.0408	0.009478402
-0.0300	-0.01408474
0.0598	-0.00476284
0.0163	0.01435561
0.0155	-0.004717057
0.0448	-0.023703453
0.0227	-0.004857098
-0.0177	-0.014645046
0.0076	0.019816057
-0.0115	0.004856662
0.0283	-0.024170286
-0.0302	0
-0.0086	0.004954682
0.0143	-0.004930254
0.0141	0.014862711
0.0277	0.009761171
0.0254	-0.004833189
0.0250	0
0.0263	-0.004857098
-0.0061	0.02439964
-0.0327	-0.014289803
0.0546	-0.014500869
0.0334	0
0.0414	0
-0.0045	-0.004905627
0.0474	0.019716588
-0.0386	0.014496962

0.0420	0.076147328
0.0327	0.004419079
0.0392	0.021992269
0.0234	0.055904357
0.0278	0.036617833
0.0020	0.003923171
-0.0543	0.01953396
-0.0014	0.068904094
0.0005	0.025040751
0.0275	0.041842893
0.0192	0.030093635
0.0280	0.058358826
0.0035	0.030595741
0.0360	0.0444818
0.0215	0.014183236
0.0059	0.002042954

APPENDICE B: RATIO DE SHARPE POUR LES FSR

Moyenne des rendements tous les FSR	VARIANCE (Rdt tous les FSR)	ecart-type(FSR)	rendement TSR	Ratio sharpe tous les FSR
-0.0047	0.0023	0.0475	-0.022129931	-0.004252314
-0.0247			-0.012938184	
-0.0023			-0.026229552	
0.0672			-0.13834931	
-0.0042			0	
0.0608			-0.003923522	
-0.0425			-0.015759429	
0.0499			0.020013811	
-0.0070			0.003923171	
0.0412			0.066379878	
0.0904			0.054846204	
0.0991			0.051925038	
-0.0150			0.072278414	
0.0559			0.045883434	
-0.0161			0.061320771	
0.0125			0.071385822	
0.0164			0.066476673	
-0.0255			0.047851414	
0.0159			0.011404013	
0.0520			0.069797311	
-0.0686			0.027307468	
-0.0091			0.028592545	
-0.0536			-0.005953795	
-0.0046			-0.007988382	
-0.0009			-0.008055527	
-0.0697			0.010150738	
-0.0384			-0.01205901	
0.0528			0.020340119	
-0.0504			-0.057858554	
-0.0467			-0.010604001	
-0.0473			-0.004288376	
-0.0479			-0.038795627	
-0.1214			-0.139512978	
0.0668			-0.018361053	
0.0444			-0.088334517	
-0.0760			-0.017647475	
-0.0127			0.023950546	
-0.0072			-0.00876943	
0.0420			0.014743715	
-0.0398			-0.002905384	

-0.0398	0.005827441
-0.0852	0.002896454
-0.1418	-0.008665035
0.0331	-0.005828475
-0.1201	-0.01172841
0.0434	-0.029687432
0.0839	-0.024496162
-0.1021	-0.084882631
-0.0668	-0.017201524
-0.0539	-0.059567239
0.0028	-0.048501571
0.0786	0.003923171
0.0017	-0.078223263
0.0529	-0.089268255
0.0231	-0.014017675
0.0355	0.009478402
-0.0393	-0.01408474
0.0496	-0.00476284
0.0159	0.01435561
0.0312	-0.004717057
0.0263	-0.023703453
0.0143	-0.004857098
-0.0117	-0.014645046
-0.0154	0.019816057
-0.0029	0.004856662
0.0136	-0.024170286
-0.0226	0
-0.0035	0.004954682
0.0149	-0.004930254
0.0072	0.014862711
0.0254	0.009761171
0.0166	-0.004833189
0.0108	0
0.0281	-0.004857098
0.0032	0.02439964
-0.0395	-0.014289803
0.0595	-0.014500869
0.0378	0
0.0424	0
-0.0075	-0.004905627
0.0433	0.019716588
-0.0553	0.014496962
0.0806	0.076147328
0.0167	0.004419079
0.0347	0.021992269
0.0329	0.055904357

0.0179			0.036617833	
0.0029			0.003923171	
-0.0414			0.01953396	
-0.0094			0.068904094	
0.0048			0.025040751	
0.0337			0.041842893	
0.0153			0.030093635	
0.0318			0.058358826	
-0.0103			0.030595741	
0.0386			0.0444818	
0.0110			0.014183236	
0.0018				
			0.002042954	

APPENDICE C: RATIO DE SHARPE POUR LE CAC 40

Rendement Valeurs liquidatives CAC 40 [EUR]	variance CAC40	ecart-type	rendement TSR	Sharpe CAC40
				0.040849298
0.000149477	0.002544037	0.050438444	-0.022129931	
-0.039575549			-0.012938184	
0.004575021			-0.026229552	
0.070729289			-0.13834931	
-0.020977402			0	
0.078348505			-0.003923522	
-0.053114808			-0.015759429	
0.059220238			0.020013811	
-0.022462085			0.003923171	
0.071785984			0.066379878	
0.103179364			0.054846204	
0.102063976			0.051925038	
-0.040352684			0.072278414	
0.077929046			0.045883434	
0.014040109			0.061320771	
0.021903632			0.071385822	
0.039706206			0.066476673	
-0.031510462			0.047851414	
-0.006161307			0.011404013	
0.06099512			0.069797311	
-0.081256833			0.027307468	
-0.001907966			0.028592545	
-0.056505653			-0.005953795	
-0.002113244			-0.007988382	
-0.017487556			-0.008055527	
-0.094638135			0.010150738	
-0.022187316			-0.01205901	
0.076832329			0.020340119	
-0.020116081			-0.057858554	
-0.052999667			-0.010604001	
-0.033358453			-0.004288376	
-0.058520867			-0.038795627	
-0.129699144			-0.139512978	
0.064888522			-0.018361053	
0.022068678			-0.088334517	
0.028731278			-0.017647475	
-0.035151824			0.023950546	
0.004873323			-0.00876943	
0.039995326			0.014743715	

-0.047839766
-0.031155038
-0.079448217
-0.162818392
0.035364312
-0.118078083
0.031632697
0.085318792
-0.094766948
-0.026983178
-0.064194822
-0.011112674
0.086960645
0.018365032
0.044677661
0.017385599
0.04332581
-0.030633136
0.047142743
0.013814362
0.047522523
0.0104637
0.022554791
0.002184921
-0.017960342
0.00613151
0.012853741
-0.01210277
-0.001085092
0.020463943
-0.007588765
0.020587523
0.00864524
0.012033209
0.040785147
0.00934997
-0.040625988
0.066633712
0.041245713
0.041006468
-0.013253905
0.043068835
-0.06064802
0.077977594
0.009708738
0.049674973

-0.002905384
0.005827441
0.002896454
-0.008665035
-0.005828475
-0.01172841
-0.029687432
-0.024496162
-0.084882631
-0.017201524
-0.059567239
-0.048501571
0.003923171
-0.078223263
-0.089268255
-0.014017675
0.009478402
-0.01408474
-0.00476284
0.01435561
-0.004717057
-0.023703453
-0.004857098
-0.014645046
0.019816057
0.004856662
-0.024170286
0
0.004954682
-0.004930254
0.014862711
0.009761171
-0.004833189
0
-0.004857098
0.02439964
-0.014289803
-0.014500869
0
0
-0.004905627
0.019716588
0.014496962
0.076147328
0.004419079
0.021992269

0.021984827			0.055904357	
0.02699086			0.036617833	
-0.007547634			0.003923171	
-0.027224534			0.01953396	
0.005118541			0.068904094	
0.011401064			0.025040751	
0.028532064			0.041842893	
0.011593073			0.030093635	
0.026242928			0.058358826	
-0.026463343			0.030595741	
0.05289539			0.0444818	
0.005996521			0.014183236	
0.004103329			0.002042954	

APPENDICE D : TEST STATISTIQUE DE JOBSON ET KROKIE

rendement moyen FC- Rendment TSR	Ecart- type(rendements) FC	VAR (rendements) FC	rendement moyen CAC40	Ecart- type(rendements) CAC40	VAR (rendements) CAC40	covariances des R
0.0059	0.04925169	0.002425729	0.004103329	0.050438444	0.002544037	0.002181928
		Z-stat	2.315517968			
0.0059		NUMERATEUR	0.00029			
0.002042954		THETA	1.61428E-08			
0.0038		Racine theta	0.000127054			
			0.004103329			
			0.002042954			
			0.002060375			

APPENDICE E : RATIO DE SORTINO POUR LES FSR

Moyenne des rendements tous les FSR	RMA : rendement minimum acceptable(taux sans risque)	-0.1418				denominateur ratio Sortino	ratio Sortino
	0.002042954	-0.1214	-0.1418	-0.1439	0.0207	0.0361	-0.005593
-0.0047	0.002042954	-0.1201	-0.1214	-0.1234	0.0152		
-0.0247	0.002042954	-0.1021	-0.1201	-0.1221	0.0149		
-0.0023	0.002042954	-0.0852	-0.1021	-0.1041	0.0108		
0.0672	0.002042954	-0.0760	-0.0852	-0.0873	0.0076		
-0.0042	0.002042954	-0.0697	-0.0760	-0.0780	0.0061		
0.0608	0.002042954	-0.0686	-0.0697	-0.0718	0.0052		
-0.0425	0.002042954	-0.0668	-0.0686	-0.0707	0.0050		
0.0499	0.002042954	-0.0553	-0.0668	-0.0689	0.0047		
-0.0070	0.002042954	-0.0539	-0.0553	-0.0573	0.0033		
0.0412	0.002042954	-0.0536	-0.0539	-0.0560	0.0031		
0.0904	0.002042954	-0.0504	-0.0536	-0.0556	0.0031		
0.0991	0.002042954	-0.0479	-0.0504	-0.0524	0.0027		
-0.0150	0.002042954	-0.0473	-0.0479	-0.0499	0.0025		
0.0559	0.002042954	-0.0467	-0.0473	-0.0494	0.0024		
-0.0161	0.002042954	-0.0425	-0.0467	-0.0487	0.0024		
0.0125	0.002042954	-0.0414	-0.0425	-0.0445	0.0020		
0.0164	0.002042954	-0.0398	-0.0414	-0.0434	0.0019		
-0.0255	0.002042954	-0.0398	-0.0398	-0.0419	0.0018		
0.0159	0.002042954	-0.0395	-0.0398	-0.0418	0.0017		
0.0520	0.002042954	-0.0393	-0.0395	-0.0415	0.0017		
-0.0686	0.002042954	-0.0384	-0.0393	-0.0413	0.0017		
-0.0091	0.002042954	-0.0255	-0.0384	-0.0405	0.0016		
-0.0536	0.002042954	-0.0247	-0.0255	-0.0276	0.0008		
-0.0046	0.002042954	-0.0226	-0.0247	-0.0267	0.0007		
-0.0009	0.002042954	-0.0161	-0.0226	-0.0246	0.0006		
-0.0697	0.002042954	-0.0154	-0.0161	-0.0182	0.0003		
-0.0384	0.002042954	-0.0150	-0.0154	-0.0174	0.0003		
0.0528	0.002042954	-0.0127	-0.0150	-0.0171	0.0003		
-0.0504	0.002042954	-0.0117	-0.0127	-0.0148	0.0002		
-0.0467	0.002042954	-0.0103	-0.0117	-0.0137	0.0002		
-0.0473	0.002042954	-0.0094	-0.0103	-0.0124	0.0002		
-0.0479	0.002042954	-0.0091	-0.0094	-0.0114	0.0001		
-0.1214	0.002042954	-0.0075	-0.0091	-0.0111	0.0001		
0.0668	0.002042954	-0.0072	-0.0075	-0.0096	0.0001		
0.0444	0.002042954	-0.0070	-0.0072	-0.0092	0.0001		
-0.0760	0.002042954	-0.0047	-0.0070	-0.0090	0.0001		
-0.0127	0.002042954	-0.0046	-0.0047	-0.0068	0.0000		

-0.0072	0.002042954	-0.0042	-0.0046	-0.0066	0.0000
0.0420	0.002042954	-0.0035	-0.0042	-0.0062	0.0000
-0.0398	0.002042954	-0.0029	-0.0035	-0.0055	0.0000
-0.0398	0.002042954	-0.0023	-0.0029	-0.0050	0.0000
-0.0852	0.002042954	-0.0009	-0.0023	-0.0044	0.0000
-0.1418	0.002042954	0.0017	-0.0009	-0.0030	0.0000
0.0331	0.002042954	0.0028	0.0017	-0.0004	0.0000
-0.1201		0.0029	0.0000		0.0000
0.0434		0.0032	0.0000		0.0000
0.0839		0.0048	0.0000		0.0000
-0.1021		0.0072	0.0000		0.0000
-0.0668		0.0108	0.0000		0.0000
-0.0539		0.0110	0.0000		0.0000
0.0028		0.0125	0.0000		0.0000
0.0786		0.0136	0.0000		0.0000
0.0017		0.0143	0.0000		0.0000
0.0529		0.0149	0.0000		0.0000
0.0231		0.0153	0.0000		0.0000
0.0355		0.0159	0.0000		0.0000
-0.0393		0.0159	0.0000		0.0000
0.0496		0.0164	0.0000		0.0000
0.0159		0.0166	0.0000		0.0000
0.0312		0.0167	0.0000		0.0000
0.0263		0.0179	0.0000		0.0000
0.0143		0.0231	0.0000		0.0000
-0.0117		0.0254	0.0000		0.0000
-0.0154		0.0263	0.0000		0.0000
-0.0029		0.0281	0.0000		0.0000
0.0136		0.0312	0.0000		0.0000
-0.0226		0.0318	0.0000		0.0000
-0.0035		0.0329	0.0000		0.0000
0.0149		0.0331	0.0000		0.0000
0.0072		0.0337	0.0000		0.0000
0.0254		0.0347	0.0000		0.0000
0.0166		0.0355	0.0000		0.0000
0.0108		0.0378	0.0000		0.0000
0.0281		0.0386	0.0000		0.0000
0.0032		0.0412	0.0000		0.0000
-0.0395		0.0420	0.0000		0.0000
0.0595		0.0424	0.0000		0.0000
0.0378		0.0433	0.0000		0.0000
0.0424		0.0434	0.0000		0.0000
-0.0075		0.0444	0.0000		0.0000
0.0433		0.0496	0.0000		0.0000
-0.0553		0.0499	0.0000		0.0000
0.0806		0.0520	0.0000		0.0000

0.0167		0.0528	0.0000	0.0000	
0.0347		0.0529	0.0000	0.0000	
0.0329		0.0559	0.0000	0.0000	
0.0179		0.0595	0.0000	0.0000	
0.0029		0.0608	0.0000	0.0000	
-0.0414		0.0668	0.0000	0.0000	
-0.0094		0.0672	0.0000	0.0000	
0.0048		0.0786	0.0000	0.0000	
0.0337		0.0806	0.0000	0.0000	
0.0153		0.0839	0.0000	0.0000	
0.0318		0.0904	0.0000	0.0000	
-0.0103		0.0991	0.0000	0.0000	
0.0386			0.0000	0.0000	
0.0110					
0.0018	Moyenne			0.1266	

APPENDICE F : RATIO DE SORTINO POUR LES FONDS CONVENTIONNELS

Moyenne des rendements de tous les FC	RMA : rendement minimum acceptable(taux sans risque)	-0.1475				denominateur ratio Sortino	ratio Sortino
	0.002042954	-0.1458	-0.1475	-0.1495	0.022353	0.03481453	0.10974954
0.0315	0.002042954	-0.1017	-0.1458	-0.1478	0.021859		
-0.0021	0.002042954	-0.0990	-0.1017	-0.1037	0.010761		
0.0134	0.002042954	-0.0896	-0.0990	-0.1010	0.010201		
0.0528	0.002042954	-0.0682	-0.0896	-0.0917	0.008405		
-0.0197	0.002042954	-0.0604	-0.0682	-0.0702	0.004932		
0.0364	0.002042954	-0.0593	-0.0604	-0.0624	0.003895		
-0.0216	0.002042954	-0.0562	-0.0593	-0.0614	0.003766		
0.0387	0.002042954	-0.0543	-0.0562	-0.0582	0.003388		
-0.0186	0.002042954	-0.0503	-0.0543	-0.0563	0.003174		
0.0283	0.002042954	-0.0482	-0.0503	-0.0523	0.002736		
0.1063	0.002042954	-0.0439	-0.0482	-0.0502	0.002525		
0.1332	0.002042954	-0.0437	-0.0439	-0.0459	0.002107		
0.0093	0.002042954	-0.0422	-0.0437	-0.0458	0.002097		
0.1192	0.002042954	-0.0386	-0.0422	-0.0443	0.001959		
-0.0027	0.002042954	-0.0341	-0.0386	-0.0406	0.00165		
-0.0227	0.002042954	-0.0337	-0.0341	-0.0362	0.001308		
-0.0302	0.002042954	-0.0327	-0.0337	-0.0358	0.00128		
0.0149	0.002042954	-0.0302	-0.0327	-0.0347	0.001207		
0.0103	0.002042954	-0.0302	-0.0302	-0.0322	0.00104		
0.0394	0.002042954	-0.0300	-0.0302	-0.0322	0.001039		
-0.0437	0.002042954	-0.0227	-0.0300	-0.0320	0.001025		
-0.0166	0.002042954	-0.0216	-0.0227	-0.0247	0.00061		
-0.0503	0.002042954	-0.0215	-0.0216	-0.0236	0.000559		
-0.0157	0.002042954	-0.0197	-0.0215	-0.0235	0.000554		
0.0208	0.002042954	-0.0186	-0.0197	-0.0218	0.000475		
-0.0682	0.002042954	-0.0186	-0.0186	-0.0206	0.000426		
-0.0604	0.002042954	-0.0177	-0.0186	-0.0206	0.000425		
0.0648	0.002042954	-0.0166	-0.0177	-0.0197	0.00039		
0.0048	0.002042954	-0.0157	-0.0166	-0.0186	0.000347		
-0.0593	0.002042954	-0.0149	-0.0157	-0.0177	0.000314		
-0.0337	0.002042954	-0.0115	-0.0149	-0.0169	0.000286		
-0.0562	0.002042954	-0.0086	-0.0115	-0.0135	0.000182		
-0.1458	0.002042954	-0.0061	-0.0086	-0.0107	0.000114		
0.0674	0.002042954	-0.0045	-0.0061	-0.0081	6.6E-05		
0.0541	0.002042954	-0.0027	-0.0045	-0.0065	4.26E-05		
0.0206	0.002042954	-0.0024	-0.0027	-0.0048	2.27E-05		
-0.0149	0.002042954	-0.0021	-0.0024	-0.0045	2E-05		

-0.0186	0.002042954	-0.0014	-0.0021	-0.0042	1.76E-05
0.0528	0.002042954	0.0005	-0.0014	-0.0034	1.16E-05
-0.0422	0.002042954	0.0020	0.0005	-0.0015	2.29E-06
-0.0341	0.002042954	0.0035	0.0020	-0.0001	7.57E-09
-0.1017		0.0048			
-0.0990		0.0076			0.117569
-0.0024		0.0093			
-0.1475		0.0103			
0.0849		0.0134			
0.0736		0.0141			
-0.0896		0.0143			
-0.0439		0.0149			
-0.0482		0.0155			
-0.0215		0.0163			
0.1041		0.0192			
0.0236		0.0206			
0.0458		0.0208			
0.0356		0.0215			
0.0408		0.0227			
-0.0300		0.0234			
0.0598		0.0236			
0.0163		0.0250			
0.0155		0.0254			
0.0448		0.0263			
0.0227		0.0275			
-0.0177		0.0277			
0.0076		0.0278			
-0.0115		0.0280			
0.0283		0.0283			
-0.0302		0.0283			
-0.0086		0.0315			
0.0143		0.0327			
0.0141		0.0334			
0.0277		0.0356			
0.0254		0.0360			
0.0250		0.0364			
0.0263		0.0387			
-0.0061		0.0392			
-0.0327		0.0394			
0.0546		0.0408			
0.0334		0.0414			
0.0414		0.0420			
-0.0045		0.0448			
0.0474		0.0458			
-0.0386		0.0474			
0.0420		0.0528			

0.0327		0.0528				
0.0392		0.0541				
0.0234		0.0546				
0.0278		0.0598				
0.0020		0.0648				
-0.0543		0.0674				
-0.0014		0.0736				
0.0005		0.0849				
0.0275		0.1041				
0.0192		0.1063				
0.0280		0.1192				
0.0035		0.1332				
0.0360						
0.0215						
0.0059	moyenne					

APPENDICE G : RATIO DE SORTINO POUR LE CAC 40

Rendement Valeurs liquidatives CAC 40 [EUR]	RMA : rendement minimum acceptable(tau x sans risque)	-0.16282				denominat eur ratio Sortino	ratio Sortino
0.000149477	0.002042954	-0.1297	-0.1628	-0.164861346	0.027179	0.0370187	0.055658
-0.039575549	0.002042954	-0.11808	-0.1297	-0.131742098	0.017356		
0.004575021	0.002042954	-0.09477	-0.1181	-0.120121037	0.014429		
0.070729289	0.002042954	-0.09464	-0.0948	-0.096809902	0.009372		
-0.020977402	0.002042954	-0.08126	-0.0946	-0.096681089	0.009347		
0.078348505	0.002042954	-0.07945	-0.0813	-0.083299787	0.006939		
-0.053114808	0.002042954	-0.06419	-0.0794	-0.081491171	0.006641		
0.059220238	0.002042954	-0.06065	-0.0642	-0.066237776	0.004387		
-0.022462085	0.002042954	-0.05852	-0.0606	-0.062690974	0.00393		
0.071785984	0.002042954	-0.05651	-0.0585	-0.060563821	0.003668		
0.103179364	0.002042954	-0.05311	-0.0565	-0.058548607	0.003428		
0.102063976	0.002042954	-0.053	-0.0531	-0.055157762	0.003042		
-0.040352684	0.002042954	-0.04784	-0.053	-0.055042621	0.00303		
0.077929046	0.002042954	-0.04063	-0.0478	-0.04988272	0.002488		
0.014040109	0.002042954	-0.04035	-0.0406	-0.042668942	0.001821		
0.021903632	0.002042954	-0.03958	-0.0404	-0.042395638	0.001797		
0.039706206	0.002042954	-0.03515	-0.0396	-0.041618503	0.001732		
-0.031510462	0.002042954	-0.03336	-0.0352	-0.037194778	0.001383		
-0.006161307	0.002042954	-0.03151	-0.0334	-0.035401407	0.001253		
0.06099512	0.002042954	-0.03116	-0.0315	-0.033553416	0.001126		
-0.081256833	0.002042954	-0.03063	-0.0312	-0.033197992	0.001102		
-0.001907966	0.002042954	-0.02722	-0.0306	-0.03267609	0.001068		
-0.056505653	0.002042954	-0.02698	-0.0272	-0.029267488	0.000857		
-0.002113244	0.002042954	-0.02646	-0.027	-0.029026132	0.000843		
-0.017487556	0.002042954	-0.02246	-0.0265	-0.028506297	0.000813		
-0.094638135	0.002042954	-0.02219	-0.0225	-0.024505039	0.0006		
-0.022187316	0.002042954	-0.02098	-0.0222	-0.02423027	0.000587		
0.076832329	0.002042954	-0.02012	-0.021	-0.023020356	0.00053		
-0.020116081	0.002042954	-0.01796	-0.0201	-0.022159035	0.000491		
-0.052999667	0.002042954	-0.01749	-0.018	-0.020003296	0.0004		
-0.033358453	0.002042954	-0.01325	-0.0175	-0.01953051	0.000381		
-0.058520867	0.002042954	-0.0121	-0.0133	-0.015296859	0.000234		
-0.129699144	0.002042954	-0.01111	-0.0121	-0.014145724	0.0002		
0.064888522	0.002042954	-0.00759	-0.0111	-0.013155628	0.000173		
0.022068678	0.002042954	-0.00755	-0.0076	-0.009631719	9.28E-05		
0.028731278	0.002042954	-0.00616	-0.0075	-0.009590588	9.2E-05		
-0.035151824	0.002042954	-0.00211	-0.0062	-0.008204261	6.73E-05		
0.004873323	0.002042954	-0.00191	-0.0021	-0.004156198	1.73E-05		
0.039995326	0.002042954	-0.00109	-0.0019	-0.00395092	1.56E-05		
	0.002042954	0.000149	-0.0011	-0.003128046	9.78E-06		

-0.047839766	0.002042954	0.002185	0.00015	-0.001893477	3.59E-06		
-0.031155038		0.004575	0		0		
-0.079448217		0.004873	0		0		
-0.162818392		0.005119	0		0		
0.035364312		0.005997	0		0		
-0.118078083		0.006132	0		0		
0.031632697		0.008645	0		0		
0.085318792		0.00935	0		0		
-0.094766948		0.009709	0		0		
-0.026983178		0.010464	0		0		
-0.064194822		0.011401	0		0		
-0.011112674		0.011593	0		0		
0.086960645		0.012033	0		0		
0.018365032		0.012854	0		0		
0.044677661		0.013814	0		0		
0.017385599		0.01404	0		0		
0.04332581		0.017386	0		0		
-0.030633136		0.018365	0		0		
0.047142743		0.020464	0		0		
0.013814362		0.020588	0		0		
0.047522523		0.021904	0		0		
0.0104637		0.021985	0		0		
0.022554791		0.022069	0		0		
0.002184921		0.022555	0		0		
-0.017960342		0.026243	0		0		
0.00613151		0.026991	0		0		
0.012853741		0.028532	0		0		
-0.01210277		0.028731	0		0		
-0.001085092		0.031633	0		0		
0.020463943		0.035364	0		0		
-0.007588765		0.039706	0		0		
0.020587523		0.039995	0		0		
0.00864524		0.040785	0		0		
0.012033209		0.041006	0		0		
0.040785147		0.041246	0		0		
0.00934997		0.043069	0		0		
-0.040625988		0.043326	0		0		
0.066633712		0.044678	0		0		
0.041245713		0.047143	0		0		
0.041006468		0.047523	0		0		
-0.013253905		0.049675	0		0		
0.043068835		0.052895	0		0		
-0.06064802		0.05922	0		0		
0.077977594		0.060995	0		0		
0.009708738		0.064889	0		0		
0.049674973		0.066634	0		0		
0.021984827		0.070729	0		0		
0.02699086		0.071786	0		0		

-0.007547634		0.076832	0		0	
-0.027224534		0.077929	0		0	
0.005118541		0.077978	0		0	
0.011401064		0.078349	0		0	
0.028532064		0.085319	0		0	
0.011593073		0.086961	0		0	
0.026242928		0.102064	0		0	
-0.026463343		0.103179	0		0	
0.05289539			0		0	
0.005996521						
0.004103329	moyenne				0.132927	

BIBLIOGRAPHIE

- Adamson, R. 1997. "Integrative Investing." *The Greenmoney Journal*, p. 1-22.
- Admati, A. R., Ross, S. A., 1985. "Measuring Investment Performance in a Rational Expectations Equilibrium Model". *The Journal of Business*, Vol. 58(1), p. 1-26.
- Aldag R.J. & Bartol K.M., 1978, "Empirical Studies of Corporate Social Performance and Policy: A Survey of Problems and Results", in L.E. Preston (Ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, Vol. 1, Greenwich, CT, JAI, p. 165-199.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., Hatfield, J. D. 1985. "An empirical investigation of the relationship between corporate social responsibility and profitability". *Academy of Management Journal*, Vol. 28, p. 446-463.
- Balabanis G., Phillips H.C., Lyall J., 1998. "Corporate Social Responsibility and Economic Performance in the Top British Companies: are they linked?", *European Business Review*, vol. 98, n°1, pp.25-44.
- Bauer R., Koedijk K, Otten R (2002), "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", CEPR Discussion Paper n°3452.
- Bello, Z. Y. 2005. "Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification". *The Journal of Financial Research*, 28, no.1.
- Bowen H.R., 1953. "Social Responsibilities of the Businessman, Harper & Row".
- Brill, H., Brill, J. A., Feigenbaum, C. 1999. " Investing with Your Values: Making Money and Making a Difference". Bloomberg Press, 363p.

- Carroll, A. B. 1979. "A three dimensional conceptual model of Corporate Social Performance". *Academy of Management Review*, 4, p. 497-505.
- Chen, K. H., Metcalf, R. W. 1980. "The relationship between pollution control record and financial indicators revisited". *Accounting Review*, vol. 55, p. 168-177.
- Clarkson M.B.E. (1995), "A Stakeholder Framework For Analysing and Evaluating Corporate Social Performance", *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 1, p. 92-117
- Cochran P.L. & Wood R.A., 1984, "Corporate Social Responsibility and Financial Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 27, March, p. 42-56.
- Coenell B. & Shapiro A.C., 1987, "Corporate stakeholders and corporate finance", *Financial Management*, vol. 16, p. 5-14.
- Cowton, Christopher J. and Sparkes, R. (2004) "The maturing of socially responsible investment: a review of the developing link with corporate social responsibility". *Journal of business ethics*, 52 (1). pp. 45-57. ISSN 1573-0697
- Cummings, L. S. 2000. "The financial performance of ethical investment trusts: an Australian perspective ". *Journal of Business Ethics*, vol. 25, no 1, p. 79-92.
- De Brito César, Desmartin Jean-Philippe, Lucas-Leclin Valéry, Perrin François, "L'Investissement Socialement Responsable", *Economica*, 2005
- Dejean F. 2002. "L'investissement socialement responsable". *Congrès de l'AFC*, Vol. 23
- Dibartolomeo, D., Witkowski. E. 1997. "Mutual fund misclassification". *Financial Analysts Journal*, Vol. 53 (5), p. 32-43.

- Diltz, D. J. 1995. "The private cost of socially responsible investing". *Financial Economics*, vol. 5, p. 69-77.
- Dion, M. 1998. "Investissements éthiques et régie d'entreprise. Entre la mondialisation et la mythologie". coll. *Interpellation*, Montréal, Médiaspaul, 100p.
- Domini, A.L. and P.D. Kinder (1984) "Ethical Investing: How to Make Profitable Investments Without Sacrificing Your Principles". Addison-Wesley.
- Domini, A. L., P. D. Kinder et D. Lydenberg. 1993. "Investing for Good. Making Money While Being Socially Responsible". New York: HarperCollins Publishers. 269 p.
- Domini, A.L. (1997) "Social Investing, Economic Evolution or Revolution? " *The Green Money Journal*, vol.5, no 3, 19-21
- Domini, A. 2001. "Socially Responsible Investing: Making Money While You Make a Difference". *Dearborn Trade*, 268p.
- Donaldson T. et Preston L. E. (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence and Implications", *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 1.
- Drucker P., 1984, "The new meaning of corporate social responsibility", *California Management Review*, vol. XXVI, n°2, Winter, p. 53-63.
- Epstein E.M., 1987, "The corporate social policy process: Beyond business ethics, corporate social responsibility, and corporate social responsiveness", *California Management Review*, vol. 29, p. 99-114.
- Freedman, M., et B. Jaggi. 1982. « Pollution Disclosures, Pollution Performance and Economic Performance ». *The International Journal of Management Science*, vol. 10, no 2, p. 167-176.

- Freedman, M., et B. Jaggi. 1986. " An Analysis of the Impact of Corporate Pollution Disclosures Included in Annual Financial Statements on Investors' Decisions". *Advances in Public Interest Accounting*, vol. 1, p. 193-212.
- Freeman R.E., 1984, "Strategic Management: A stakeholder approach", Boston, MA: Pitman/Ballinger.
- Friedman M., 1962. "Capitalism and Freedom", The University of Chicago Press.
- Friedman, M. 1970. "The Social Responsibility of Business is to Increase Profits". *New York Times Magazine*, September 13, p.11.
- Frooman J., 1997, " Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth: a meta-analysis of event studies", *Business and Society*, vol. 36, n°3, September, p. 221-249.
- Gond J.P., 2001, "L'éthique est-elle profitable ? ", *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, p. 77-85.
- Gottsmann, L., Kessler, J., 1998, "Smart Screened Investments: Environmentally Screened Equity Funds that Perform Like Conventional Funds". *Journal of Investing*, Vol. 7, No. 3, p. 15-24.
- Grandin, P. 1998. "Mesure de performance des fonds d'investissement : méthodologie et résultats". *Economica*, 112p.
- Graves, S. B., Waddock, Sandra A. 1997. "Institutional Owner and Corporate Social Performances". *Academy of Management*, vol. 37, no 4, p. 1034-1046.
- Gregory A., Mataka J, Luther R. (1997), " Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.24, n°5, p.705-724.

- Griffin, J. J., Mahon, J. F. 1997. "The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research". *Business & Society*, Vol. 36, p. 5-31.
- Grossman, B., et W. Sharpe. 1986. "Financial Implications of South African Divestment". *Financial Analysts Journal*, juillet/août.
- Hamilton, S., Hoje, J., Statman, M. 1993. "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds". *Financial Analysts Journal*, p. 62-66.
- Harrison, J. S., Freeman, R. E. 1999. "Stakeholders, Social Responsibility and Performance: Empirical evidence and theoretical perspective". *Academy of Management Review*. Vol 24.
- Haugen, R. 1997. "Modern Investment Theory". Prentice Hall, 748p.
- Hickman, K. A., W. R. Teets., J. J. Kohls. 1999. "Social Investing and modern portfolio theory". *American Business Review*, vol. 17, no 1, p.72-78.
- Hutchinson, M. 1990. "L'éthique de l'Investissement Responsable". *Westminster Affairs*, vol. 3, no 3, printemps 1990.
- Hutton, B. R., L. D'Antonio et T. Johnsen. 1998. "Socially Responsible Investing : Growing Issues and New Opportunities", *Business and Society*, vol. 37, p. 281-306.
- Iglalens J. & 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.
- Jensen, M. C. 1968. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964". *Journal of Finance*, vol. 23, no 2, p. 389-346.

John, B., Guerard, Jr., Bernell K. S. "Social Screening does not Harm Performance", Pensions & Investments, Sept. 16, 2002.

Jones T.M. (1980), " Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined", California Management Review, vol. 22, n° 2, p. 59-67.

Kinder, S.D. Lydenberg & A.L. Domini (Eds.),1992, "The Social Investment Almanac: a comprehensive guide to socially responsible investing ", New York: Henry Holt and Cie, p. 340-349.

Kinder, P. D., S. D. Lydenberg et A. L. Domini. 1993. "Investing for Good : Making Money while being Socially Responsible". New York : Harper Business.

Kinder, P. D., et A. L. Domini. 1997, "Social Screening : Paradigms Old and New". The Journal of Investing, hiver, p. 12-19.

Kraft K. & Hage J., 1990, "Strategy, social responsibility and implementation", Journal of Business Ethics

Le Saout E. (2005), "Indice, mon bel indice : dis-moi qui est le plus performant – Le cas des indices éthiques", Banques et Marchés n°74

Lewis, D. B. 1996. « Putting Your Money Where Your Mouth Is ». Site web, <http://www.citysource.com/Shops/HFCoop/news696.html>.

Lewis, Alan (2001) " A focus group study of the motivation to invest: ethica/green and ordinary investors compared" Journal of Scoi-Economics (July) 30(4), 331-341 Mackenzie, C. and A. Lewis (1999) "Morals and markets: The case of ethical investing." Business Ethics Quarterly 9(3) (July), 439-452

Lowry, R.P. 1991, " Good Money: A Guide to Profitable Social Investing in the 90s". Library Journal. New York, vol. 116.

Lowry, R. P. 1996, " Does Clean Always Mean Green? (As in Money That Is):

When Environmental Investing Worked, and When it Does not". Site web:
www.goodmoney.com.

Lowry, R. P. 1997. « Transnationals & Corporate Codes by Ritchie P. Lowry ». The Social Report. Published by the Program in Social Economy & Social Justice : Studies in Race, Class & Gender – Department of Sociology – Boston College, vol. 13, no 6, printemps.

Luck & Pilotte N , 1993, "Domini social index performance", Journal of Investing, Fall, p. 60-62.

Mackenzie, C. and A. Lewis (1999), "Morals and markets: The case of ethical investing " Business Ethics Quarterly 9(3) (July), 439-452

Mallin CA, Saadouni B., Briston R.J. (1995), "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", Journal of Business & Finance, vol. 22, n°4, p. 483-496.

Margolis J.D., Walsh J.P., 2002. "Misery Loves Companies : Whither Social Initiatives by Business ? ", Working Papers, Harvard Business School, December 16, 62 p.

McWilliams A. & Siegel D., 1997, "The role of money managers in assessing corporate social responsibility research", Journal of Investing, Winter, p. 98-107.

McWilliams A. & Siegel D., 2001, " Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective", Academy of Management Review, vol. 26, n°1, p. 117-127.

M'Zali, B., et M. F. Turcotte. 1997. " Étude des portefeuilles d'investissement "environnementaux" au Canada et en Italie". Document de travail no 05-97, Montréal, Université du Québec à Montréal, 38 p.

M'Zali, B., et M-F. Turcotte. 2001. "Étude des caractéristiques des fonds éthiques français". Université du Québec à Montréal, Centre de recherche en gestion.

- Orlitsky M., Schmidt F.L. & Ryness S.L., 2003, "Corporate social and financial performance: a meta-analysis", *Organization Studies*, vol. 24, n°3, p. 403-441.
- Parke I.R. & Eilbirth T H., 1975, " Social Responsibility: the Underlying Factors", *Business Horizons*, August, p. 5-10.
- Pava M.L. et Krausz J. (1996), "The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, vol. 15, p. 321-357.
- Pasquero, J. 2002. "Les défis de la gestion responsable", dans Michel Kalika (dir.), *Les défis du management*, Paris, Éditions Liaisons, coll. « Entreprises et carrières », p. 31-48
- Preston, L. E. 1978. " Analyzing Corporate Social Performance : Methods and Results". *Journal of Contemporary Business*, vol. 7, no 1, hiver, p. 130-150.
- Preston L.E. & Sapienza H.J., 1990, " Stakeholder Management and Corporate Performance", *Journal of Behavioral Economics*, Vol. 19, n°4, Winter, p. 361-376.
- Preston L.E. et D.P. O'Bannon, 1997. "The Corporate Social-Finance Relationship. A typology and Analysis", *Business and Society*, vol. 36, n°4, December, pp. 419-429.
- Reyes M.G. & Grieb T., 1998, "The external performance of socially-responsible mutual funds", *American Business Review*, vol. 16, p.1-7.
- Rockness, J. P. S., et H. Rockness. 1986. "Hazardous Waste Disposal, Corporate Disclosure, and Financial Performance in the Chemical Industry". *Advances in Public Interest Accounting*, vol. 1, p. 167-191.
- Rockness, J., et P. F. Williams. 1988. "A Descriptive Study of Social

- Responsibility Mutual Funds". *Accounting Organizations and Society*, vol. 13, p. 397-411.
- Roman R., S. Hayibor et B. Agle, 1999. "The Relationship between Social and Financial Performance. Epainting a Portrait", *Business and Society*, 38 (4).
- Rowley T. et S. Berman, 2000. " A New Brand of Corporate Social Performance", *Business and Society*, 39 (4).
- Sethi S.P., 1975, " Dimensions of corporate social performance: an analytical framework", *California Management Review*, Spring, p. 58-64.
- Statman M. (2000), "Socially responsible mutual funds", *Financial Analysts Journal*.
- Statman M. (2005), "Socially responsible indexes : composition and performance", SantaClara University publication.
- Stone, B., J.B. Guerard et G. Adams. "Socially Responsible Investment Screening: Strong Evidence of No Significant Cost for Actively Managed Portfolios". Document de travail. Octobre 2002.
- Stone, B. A. 2001. "Corporate Social Responsibility and Institutional Investment : A Content Analysis-Based Portfolio Screening Model for Socially Responsible Mutual Funds". *Business and Society*, vol. 40, no 1, p. 112-117.
- Sturdivant F.D. & Ginter J.L., 1977, " Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance", *California Management Review*, Vol. XIX, n°3, p.30-39
- Travers F.J., 1997, " Socially Responsible Investing on a Global Basis: Mixing Money and Morality Outside the US", *Journal of Investing*, Vol.6, n°4, p.50-57.
- Ullmann A., 1985, "Data in search of a theory: a critical examination of the

relationship among social performance, social disclosure, and economic performance", *Academy of Management Review*, Vol. 10, p. 540-577.

Waddock S.A. & Graves S.B., 1997, "The Corporate Social Performance-Performance Link", *Strategic Management Journal*, Vol. 18, n°4, p. 303-319.

Waddock S.A. & Mahon J.F., 1991, "Corporate social performance revisited: Dimensions of efficacy, effectiveness, and efficiency", in *Research in Corporate Social Performance and Policy*, James E. Post (Ed.), Vol. 12, Greenwich, CT: JAI Press, p. 231-262.

Weigand, E. M., K. R. Brown et M. Wilhem. 1996. "Socially Principled Investing: Caring about Ethics and Profitability". *Trusts & Estates*, vol. 135, p. 36-42.

Williamson O.C., 1985, "The Economic Institutions of Capitalism", Free Press, New York.

Wiseman J., 1982, "An Evaluation of Environmental Disclosures Made in Corporate Annual Reports", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 7, n°1, p. 53-63.

Wood, D., 1991, "Corporate social performance revisited", *Academy of Management Review*, vol.16, p. 691-718.

Wood, D., 2004. "Trois questions sur la performance sociale des entreprises". In *Responsabilité sociale d'entreprise et finance responsable : Quels enjeux?* (Montréal, 2004), sous la dir. De Diane Gabrielle Tremblay et David Rolland, p 169-177. Presses de l'Université du Québec

Zenisek T.J., 1979, "Corporate social responsibility: A conceptualization based on organizational literature", *Academy of Management Review*, vol. 4, p. 359-368.