



HAL
open science

Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières

Frédérique Bardinet

► To cite this version:

Frédérique Bardinet. Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières. Comptabilité et gouvernance, May 2016, Clermont-Ferrand, France. pp.cd-rom. hal-01900607

HAL Id: hal-01900607

<https://hal.science/hal-01900607v1>

Submitted on 25 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières

Frédérique BARDINET

RESUME :

L'objet de la recherche est de comparer les méthodologies de ratings ESG (Environnement, Social, Gouvernance) de trois agences de notation extra financières. Sont comparés les ratings d'un expert européen de la notation extra financière, d'un fournisseur de données ESG brutes et d'une société de gestion d'actifs spécialisée dans la gestion de fonds socialement responsables. Les deux premières agences fournissent des informations sur l'environnement, le social et la gouvernance pour l'ensemble des parties prenantes : entreprises, clients, fournisseurs, public, investisseurs, Etat, ONG, concurrents. Les ratings ESG de la société de gestion d'actifs servent principalement dans une optique d'investissement et ne sont pas publiquement communiqués. C'est une notation « sur mesure » qui vise à améliorer la performance financière de leurs fonds tout en privilégiant les enjeux et les volontés de leurs clients.

L'étude porte sur un échantillon de 623 données observations sur des sociétés européennes et anglo-saxonnes pour la période 2009 à 2012. La méthodologie utilisée est celle de l'analyse en composantes principales (ACP) sur les notes environnementales, sociales et de gouvernance des trois agences, le fournisseur de données non financières brutes, l'agence extra financière et le broker (agence de gestion d'actifs) pour l'ensemble de l'échantillon. Les résultats font apparaître trois axes factoriels distincts et montrent que la notation sur les trois critères ESG diffère entre les sociétés fournisseurs d'information dans le domaine ESG et la société privée qui utilise l'information pour le compte de leurs clients investisseurs. Les perceptions des critères ESG diffèrent selon les trois méthodologies.

La recherche du lien entre la performance financière et les dimensions ESG issues de l'ACP a mis en évidence à travers une analyse en données de panel, une relation très significative entre les notations ESG de la société de gestion d'actifs ISR et la performance financière.

MOTS CLES

Rating, environnement, social, gouvernance, méthodologies

ABSTRACT

In this research, the ESG (Environment, Social, and Governance) ratings of three types of non-financial scoring agencies are compared to check for possible convergence or divergences of their final scores. Two of these agencies, a European expert in non-financial scoring, a supplier of raw non-financial data, disclose their data for the stakeholders at large: companies, customers, suppliers, communities, investors, States, not for profit organizations, competitors. The ESG scores of the third one, a broker agency, are only available for their own funds' managers. They have an evaluation and financial purpose for the selection of the companies included in the portfolios managed while taking into account the issues at stake and objectives of their clients. The sample covers the 4 year period 2009-2012 and 623 observations. We apply component analysis to the ESG scores of the three agencies. Results of the component analysis clearly separate the two global agencies and the broker along the three dimensions thus showing different perceptions of the area and possible divergence in objectives and methodology. We finally test a possible association between financial performance and ESG dimensions shown by the component analysis using panel analysis that shows a clearly significant relationship between financial performance and the ESG scores found by the broker agency.

INTRODUCTION :

La mesure de la performance environnementale, sociale et de la gouvernance présente un enjeu majeur avec le développement de l'utilisation de ces informations par l'ensemble des acteurs économiques et pour la performance économique des entreprises.

Depuis le début des années 2000, l'ensemble des gouvernements des pays développés et en développement ont tenté de promouvoir et d'élaborer des politiques en matière de RSE (Responsabilité sociale des entreprises) pour les entreprises privées et les Etats , d'un point de vue légal (Loi NRE en 2001 en France ; Law on Sustainable Economy en Espagne, 2007, Employment Equity Act en Afrique du sud, Green Security Law en Chine en 2006), financier (subventions, aides ou récompenses), d'outils informationnels et de partenariats (Steurer, 2012). Le « Green Paper » lancé par l'Union Européenne en 2001 apparait comme le point de départ d'une succession de rapports (2004, 2007) cherchant à aider les entreprises et les Etats européens à mettre en place de véritables plans stratégiques en matière de RSE.

A côté des obligations légales, des organisations non gouvernementales, comme le Global Reporting Initiative visent à promouvoir le développement des rapports RSE et le reporting à travers le monde. Le German Sustainability Code 2014 ou encore celui de la Fédération européenne des analystes financiers propose aux entreprises, des règles de conduite. Aux Etats Unis, le Sustainability Accounting Standards Board crée en juillet 2011 aide les sociétés à formuler leur communication vis-à-vis de la SEC. Enfin, l'IIRC, le comité international de l'information intégrée créé en 2012, propose un référentiel permettant aux entreprises de gérer les risques ESG et d'établir des stratégies de long terme.

Malgré le développement croissant de référentiels, de réglementations et de codes, la divulgation environnementale, sociale et de gouvernance relève en grande partie de l'intention des dirigeants et de leur volonté d'informer les parties prenantes. Ainsi, si le nombre de rapports traitant du développement durable, de la responsabilité sociale et de la gouvernance n'a cessé de progresser à travers le monde (Dhaliwal et alii, 2011) la multiplication des informations transmises rend l'analyse plus complexe et l'absence de référentiel standard commun a favorisé le développement de sociétés spécialisées dans le rating ESG.

Le marché des agences de notations extra financières qui évaluent et notent les pratiques environnementales, sociales et de gouvernance s'est considérablement consolidé depuis une quinzaine d'années. Ces agences se fondent sur des sources d'informations multiples, et utilisent chacune des critères d'évaluation spécifiques. Trois grandes familles d'acteurs se partagent le marché de la notation extra financière ESG (Novethic, 2014). Les fournisseurs de données financières et extra financières offrent des bases de données mondiales d'information ESG, les grandes agences de notations extra-financières à portée internationale et des brokers spécialisés proposent des analyses extra-financières en créant de nouvelles équipes (Novethic, 2014). Contrairement aux agences de notation financière qui jugent la qualité du crédit des émetteurs, ces sociétés sont le plus souvent rémunérées par les investisseurs, évitant ainsi le risque de conflit d'intérêts entre la société de notation et l'entreprise sauf si celle-ci a souhaité la notation.

La multiplication des fonds et indices ISR (Global Sustainability Index, ECPI Indices, FTSE 4good Index Series, Gaia Index, DJSI, Thomson Reuters Index, Euronext Vigeo, MSCI ESG

Indices), des fonds communs de placement et des SICAV ESG souligne l'intérêt croissant des investisseurs pour les placements « socialement responsables ». Aujourd'hui plus de 15% des fonds américains et européens sont placés dans des fonds ISR (EUROSIF, 2014). La qualité des données produites par les organismes de mesure est primordiale pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise, les marchés financiers et les actionnaires et concilie les intérêts des actionnaires avec les objectifs des partenaires (Steurer, 2012).

La recherche compare trois bases de données extra financières et identifie l'existence éventuelle de différences de perception des critères ESG selon les méthodologies utilisées. La première partie présente le cadre théorique de référence et les hypothèses retenues. La seconde partie décrit la méthodologie, l'échantillon, les variables, la méthode et les résultats obtenus. La troisième partie est consacrée à la discussion des résultats.

I.CADRE THEORIQUE

1.1.CADRE THEORIQUE DE LA PERFORMANCE ESG ET DE SA MESURE

La mesure de la performance sociale est ambiguë. S'il existe de nombreuses définitions de la performance RSE [(Caroll (1979), de Wartick et Cochran (1985), Wood (1991), Clarkson (1995), Matten et Moon (2008)], on dénombre presque autant d'approches pour la mesure: évaluation par des experts du secteur, utilisation d'indicateurs multiples, enquêtes auprès des managers et des dirigeants (Graafland et al.,2004; Maignan and Ferrell, 2000), mesures spécifiques des ONG et des groupes de lobbying, investisseurs pour la prévision financière (Marquez et Fombrun, 2005).

Chaque mesure présente des avantages et des limites et dépend de son mode de construction. Decook- Good (2001) et Igalens et Gond (2005) présentent cinq types de mesures : les mesures s'appuyant sur l'analyse de rapport annuel, les indices de pollution, les mesures perceptuelles issues d'enquêtes par questionnaires, les indices de réputation et les données produites par les organismes de mesure.

L'objet de la recherche n'est pas ici d'étudier la notion de score et son processus de construction, ni de vérifier les scores ESG obtenus, c'est-à-dire les problèmes inhérents de mesure du construit (Igalens et Illinish, Rupley 2012 et Brammer et Pavelin, 2008), mais seulement d'identifier des facteurs de convergence ou de différenciation entre les méthodologies.

Trois méthodologies sont comparées : celle d'un fournisseur de données ESG brutes (Nommé A), de l'agence européenne de notation extra financière (nommée B) et de la société de gestion d'actifs ISR (Nommée C).

Tableau n ° 1 : Comparaison des méthodes et des référentiels utilisés par les agences (d'après le site internet et adapté de Novethic, 2014)

Source de données	Fournisseur de données brutes ESG (A)	Agence généraliste à portée internationale (B)	Gérants de fonds ISR (C)
Date de création/ Pays d'origine	2003 – Suisse/USA	2002 - France	2008 - France
Méthodologie			
Types de critères	Méthodologie d'évaluation intégrée qui repose sur quatre piliers : La performance économique, la performance environnementale, la performance sociale et la gouvernance d'entreprise. 18 catégories 250 indicateurs de performance 750 points de données.	La performance des entreprises est notée selon 38 enjeux ESG regroupés en 6 domaines : L'environnement, le droit humain, les ressources humaines, l'engagement sociétal, le comportement sur les marchés et la gouvernance d'entreprise. Utilisation d'une grille d'analyse managériale, évaluation de la pertinence des engagements et de leur mise en œuvre, des résultats obtenus.	La performance des entreprises est notée selon trois piliers : environnement, social et gouvernance répartis en 18 dimensions. 80 critères sont évalués.
Source d'informations	Données publiques collectées : entreprises, ONG et presse.	Collecte multi sources Données publiques, enquêtes, rencontres.	Collecte multi sources Données publiques, enquête, rencontres de managers, visites d'entreprise.
Sous-traitance de données	Analystes délocalisés	Analystes locaux	Analystes locaux, travaux sur mesure.
Nombre de critères d'appréciation	250 critères	330 indicateurs	80 critères
Transparence	OUI Notation divulguée mais payante.	OUI Notation divulguée mais payante	NON Notation ESG à usage interne, pour la sélection des fonds gérés.
Objectifs/ utilisation de l'information	Indices ISR Information destinée aux	Indices ISR Information destinée aux investisseurs et	Sélection des valeurs à inclure dans les fonds gérés.

	investisseurs et parties prenantes.	parties prenantes.	
Caractéristiques des informations			
Analyse des petites et moyennes entreprises	oui	oui	oui
Analyse normative	non	oui	oui
Exclusion sectorielle/éthique	non	oui	non
Présence d'un service d'alertes/ controverses	oui	oui	Révision le cas échéant
Présence d'un service d'engagement ¹ .	non	oui	non
Indices ISR	Oui (8 indices)	Oui (8 indices)	Oui (fonds ISR)
Notation ou audit sollicités par les entreprises	non	oui	non
LES ANALYSTES			
Nombre d'analystes	130	80	4
Nombre d'entreprises évaluées	4000 mondiales	2800 mondiales	700 européennes (quelques entreprises anglo-saxonnes)
Méthode de travail (par secteur / par thème)	Répartition des analystes par secteur	Répartition des analystes par secteur	Analystes généralistes et gérant de fonds

Plusieurs avantages et limites entre les méthodologies utilisées sont à distinguer. Les scoring des agences ont un caractère multidimensionnel et proposent une comparaison selon le secteur d'activité. Les données sont produites par un organisme externe à l'entreprise et elles utilisent des sources de données diversifiées. Cependant, l'analyse porte sur des données agrégées et sur des scores de notations. Les référentiels utilisés ne reposent pas sur un modèle théorique et sont dépourvues d'un encadrement juridique et de règles de déontologie claires (Igalens et al, 2005). L'indépendance des analystes et leur subjectivité, rendent l'analyse des scores plus complexe. Les objectifs, les contextes et les utilisateurs de la notation sont spécifiques.

Beaver et al. (2006) se sont intéressés aux caractéristiques des informations divulguées par les sociétés de notation financière spécialisées dans le crédit scoring. Ils analysent les notations des agences selon qu'elles elles sont assermentées (agences comme Moody's) ou non par le gouvernement. Les besoins des utilisateurs influencent les ratings et deux types d'utilisation des informations sont distingués : le premier consécutif à l'évaluation, le second à la notion de contrat. Dans une optique d'évaluation, cas des sociétés de crédit non assermentées, la célérité de l'information est primordiale pour que les investisseurs prennent les meilleures décisions. Pour les organisations comme Moody's, la vision est plus contractuelle. L'information a un rôle différent et l'optique est plus conservatrice. Pour ces organismes, le coût afférent à la surévaluation d'une valeur est supérieur au coût d'une sous-évaluation (Holthausen et Watts, 2001). De même, les notations ESG compte tenu des objectifs et des critères propres utilisés devraient produire des scores différents (hypothèse 1).

Hypothèse 1 : Les notations ESG issues des trois méthodologies doivent être différentes.

Si les informations ESG offertes par ces trois organismes sont en majorité destinées aux investisseurs et donc à l'évaluation et à la performance, les deux agences « certifiées », notées A et B, dont l'information est disponible et sert de référence à des indices boursiers, produisent des données pour toutes les parties prenantes et l'information est transparente. Au contraire, la société de gestion d'actifs ISR évolue sur un marché très concurrentiel et doit fournir une très haute qualité de service. Elle devrait être moins influencée par le capital réputation des entreprises qui divulguent une multitude d'informations pour assurer leur légitimité (Gray, 1995). Les analystes hésitent moins à dégrader les notations, l'objectif premier étant la performance du fonds. Ceci conduit à poser l'hypothèse suivante :

Hypothèse 2 : Les notations ESG du fournisseur de données brutes (A) et de l'expert européen de la notation extra financière (B) doivent être convergentes.

1.2.PERFORMANCE ESG ET PERFORMANCE FINANCIERE

De nombreux cadres théoriques cherchent à expliquer le lien entre la performance sociétale et la performance financière des entreprises. Il s'agit notamment de la théorie des parties prenantes qui envisage la relation d'agence de façon élargie [Freeman et Reed (1983) Kochan

et Rubinstein (2000)] de la théorie de la légitimité [Gray, 1995, Ball et al. 2000] et de la théorie des coûts d'information [Verrechia, 2001, Cormier et Magnan (2003) Plumlee et alii. (2010), Orlitzky et alii. (2003)].

Depuis une vingtaine d'années un nombre croissant d'études empiriques ont analysé le lien entre les comportements, les attitudes et les activités RSE des entreprises et leur performance [Cochran et Wood 1984; Kahneman et al.1986; Barth et Mc Nichols,1994; Pava et Krausz,1996; Posnikoff,1997; Waddock et Graves,1997, Toms, 2002; Hasseldine et al. 2005; Banker et Mashruwala, 2007; Magness, 2009; Hussainey et Salama, 2010; Surroca et al.2010; Edmans, 2011; Dhaliwal et al.2011, Margoris et al 2009, Moser et Martin, 2010]. Si certaines des études empiriques concluent à un lien négatif ou une absence de lien entre la performance sociétale et la performance financière (Griffin, Mahon, , 1997, Waddock et Graves, 1997, MCWilliams et Siegel 2010, Clemens et Bakstran, 2010, Baird, 2012), la très grande majorité d'entre elles démontre une influence très positive. L'effet des politiques RSE sur la performance est un moyen de réduire les menaces externes provoquées par la réglementation, (Branco et Rodrigues, 2006), aux ONG (Fairchild 2008; Chatterji et al. 2009), de construire des barrières pour les concurrents (Surroca et al.2010). La qualité de la RSE menée par les entreprises favorise la construction d'actifs immatériels comme la réputation (Schmietz et Epstein, 2005; Orlitzky 2003, 2008; Roberts et Dowling, 2007; Hussainay et Salama , 2010), le renforcement de l'image (Banker et Mashruwala, 2007; Edmans, 2011) , l'attraction des talents (Brammer et al,2007; Vitaliano, 2010)). Selon, Lyon et Maxwell (2008), les bonnes pratiques des sociétés engagées dans la RSE encouragent le choix des titres par les investisseurs quitte à payer une surprime.

Compte tenu du résultat de ces études il est pertinent de penser qu'un bon comportement des entreprises en matière de protection de l'environnement, de responsabilité sociale et de respect des règles de gouvernance (mesuré par les scores environnementaux, sociaux et de gouvernance des trois sociétés de notations) influence positivement la performance financière. L'hypothèse testée est donc la suivante :

H3 : La notation environnementale, sociale et de gouvernance est positivement associée à la performance financière.

2. METHODOLOGIE DE L'ETUDE

La recherche compare les méthodologies de ratings ESG de trois agences de notations extra financières : le fournisseur de données ESG brutes (A), l'expert européen de notation extra financière (B) et la société de gestion d'actifs ISR (C).

2.1. Les variables, l'échantillon et leur mesure

L'étude cherche à expliquer si les notations ESG des trois méthodologies convergent et dans quelle mesure elles sont reliées à la performance financière.

2.1.1. L'échantillon

L'échantillon comprend des sociétés cotées majoritairement européennes et des sociétés anglo-saxonnes qui ont fait l'objet d'un rating ESG selon les trois méthodologies respectives. Les données concernent les exercices 2009 à 2012 L'échantillon comprend 623 données observations. Elles sont réparties d'après la classification ICB en 5 secteurs d'activité dont quatre sont identifiés comme risqués (Simnett et al., 2009 ; Kolk et Perego 2010). Les secteurs considérés comme risqués, c'est-à-dire plus exposés aux risques sociaux et environnementaux sont « le pétrole gaz et matériaux de base » (extraction de ressources non renouvelables), « l'industrie et les biens de consommation » (utilisateur d'énergie et production de déchets industriels), « les services aux collectivités » (émission de gaz à effet de serre, changement climatique) et « les sociétés financières » (elles influencent le bien être financier de la société dans son ensemble et ont une large empreinte sociétale). Les notations ESG proviennent des trois agences A, B, C.

2.1.2. Statistiques descriptives :

Les tableaux 2 et 3 présentent les statistiques descriptives de l'échantillon et les corrélations des notations ESG entre les trois méthodologies.

Tableau n°2 : Statistiques descriptives de l'échantillon

	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
	Valide				
Aenv	623	83,92	16,92	9,98	94,84
Asoc	623	84,10	16,64	5,91	97,75
Agov	623	68,06	21,00	6,22	96,19
Benv	623	43,25	14,65	0,00	75,00
Bsoc	623	41,48	14,75	2,00	80,00
Bgov	623	50,50	13,19	10,00	89,00
Cenv	623	2,96	0,84	0,00	4,80
Csoc	623	2,99	0,60	0,00	4,20
Cgov	623	3,21	0,63	0,00	4,40
ROA	623	0,05	0,06	-0,26	0,38
ROE	623	0,17	0,60	-1,31	14,30
Lev	623	1,04	3,16	-20,11	61,42
BETA	623	1,02	0,38	0,00	2,19
MTB	623	2,21	4,14	-82,13	22,56
TA	623	104493507	286356978	416397	2164103000
MVE	623	22056527	31756782	0,00	278383736

Aenv : note environnementale du fournisseur de données ESG brutes; Asoc : note sociale du fournisseur de données ESG brutes; Agov : note de gouvernance du fournisseur de données ESG brutes; Benv : note environnementale de l'expert européen; Bsoc : note environnementale de l'expert européen; Bgov : note de gouvernance de l'expert européen; Cenv : note environnementale de la société de gestion d'actifs ISR; Csoc : note sociale de la société de gestion d'actifs ISR; Cgov : note de gouvernance de la société de gestion d'actifs ISR; ROA : rentabilité économique; ROE : Rentabilité financière; Lev : levier financier; Beta : coefficient de risque systématique; MTB: Market to book ratio; TA : actif total; MVE : Capitalisation boursière.

Les sociétés montrent une grande diversité de taille, de performance boursière et de rentabilité avec une capitalisation boursière moyenne de 22 millions d'euros, un actif total moyen de 100 millions d'euros, des rentabilités économiques et financières respectivement de 5% et de 17%. Il existe une forte disparité entre elles. Les notes ESG sont les plus élevées pour la gouvernance pour l'expert européen et la société de gestion d'actifs ISR et le score social pour le fournisseur de données ESG brutes.

2.1.3. L'analyse des corrélations

Tableau n°3 : L'analyse des corrélations des notations ESG selon les trois méthodologies.

Source	Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	FOURN. AENV	1								
2	FOURN. ASOC	0,678***	1							
3	FOURN. AGOV	0,336***	0,327***	1						
4	EXPERT BENV	0,537***	0,543***	0,287***	1					
5	EXPERT BSOC	0,445***	0,524***	0,118**	0,600***	1				
6	EXPERT BGOV	0,134***	0,140***	0,446***	0,230***	0,599***	1			
7	SOC.ISR CENV	0,333***	0,366***	0,124**	0,36***	0,275***	0,005	1		
8	SOC.ISR CSOC	0,035	0,163***	0,003	0,088**	0,0555	-0,110 *	0,472***	1	
9	SOC.ISR CGOV	-0,074*	-0,0073	0,0203	0,017	-0,04	0,041	0,363***	0,323***	1

L'analyse des corrélations entre les notes ESG, présentée dans le tableau n°3, révèle une convergence de perception des trois organismes. Une relation positive existe aussi pour les scores sociaux. Les agences A et B sont très proches. Les scores sociaux et environnementaux du fournisseur de données et de l'agence extra-financières convergent. Pour les pratiques de gouvernance d'entreprise, la note de la société de gestion d'actifs ISR est indépendante des deux autres.

En définitive l'analyse des corrélations entre les différents indicateurs ESG montre une forte relation entre les notes obtenues par les deux agences extra financières (A et B) pour les trois dimensions de la RSE.

2.2. La démarche méthodologique

La méthodologie suivie est en deux étapes. La première est une analyse en composantes principales permettant de réduire les dimensions des données et d'identifier des convergences entre les méthodologies. La seconde consiste à analyser le lien entre la performance financière de l'entreprise et les trois composantes identifiées lors de l'ACP.

2.2.1. Etape 1 : Analyse en composantes principales des scores ESG selon les trois méthodologies

L'analyse en composantes principales est une méthode d'analyse de données qui consiste à rechercher un petit nombre de nouvelles variables (Y_i) appelées composantes principales, non corrélées entre elles, et résumant aussi bien que possible les données de départ (Tennenhaus,

2007). L'ACP est utilisée pour identifier les composantes principales des trois méthodologies de notation selon les trois domaines : environnemental, social et de gouvernance. Le tableau n°4 décrit les résultats obtenus avec rotation varimax et normalisation de Kaiser afin d'obtenir une présentation plus lisible des résultats et garder des composantes orthogonales les unes aux autres.

2.2.2. Les résultats de l'analyse en composantes principales sur les notations ESG selon les trois méthodologies.

Les trois composantes significatives expliquent 67,9% de la variance totale. L'axe 1 en explique 31,48 %, l'axe 2 contribue à 19 ,57 % de la variance totale et l'axe 3 à 16,87%.

Tableau n°4 : Résultat de l'ACP sur les notes ESG des trois méthodologies.

ACP - trois méthodologies		Composantes (Rotation varimax)		
		Correlation	Correlation	Correlation
Source des données	Score	1	2	3
FOURN	AENV	0,801	0,007	0,186
FOURN	ASOC	0,818	0,124	0,161
FOURN	AGOV	0,253	0,036	0,789
EXPERT	BENV	0,781	0,096	0,207
EXPERT	BSOC	0,799	0,001	-0,096
EXPERT	BGOV	0,034	-0,045	0,864
SOC ISR	CENV	0,417	0,729	0,002
SOC ISR	CSOC	0,085	0,781	-0,139
SOC ISR	CGOV	-0,167	0,769	0,137
valeur propre (eigenvalue)		2,833	1,761	1,518
Variance expliquée		31,48%	19,57%	16,87%
Variance expliquée				
cumulée		31,48%	51,04%	67,91%

L'axe 1 représente la perception de la dimension socio-environnementale par les deux agences de notation A et B, c'est à dire le fournisseur de données ESG brutes et l'expert européen. Quatre variables sont significatives. Leurs analystes ont la même approche du risque social et environnemental, ces deux dimensions étant très liées.

La deuxième composante concerne les trois notes ESG de la société de gestion d'actifs ISR. Les analystes de la société de gestion d'actifs ISR perçoivent ces dimensions avec une très proche identité de vue.

L'axe 3 représente la dimension gouvernance pour les deux agences A et B. Dans le référentiel des analystes de ces agences, la gouvernance est une composante distincte de la performance RSE.

Ainsi, les perceptions de la performance RSE convergent pour le fournisseur de données et l'expert européen. Ils séparent les aspects sociaux et environnementaux, des pratiques de gouvernance. En revanche, la société de gestion d'actifs ISR reconnaît les critères ESG comme représentatifs d'une seule dimension extra financière. Les analystes apprécient globalement l'information ESG certainement parce qu'ils ne perdent pas de vue leur perspective d'évaluation et d'analyse de la performance financière.

2.2.3. *Modèle de régression en données de panel : le modèle de performance financière de l'entreprise :*

La seconde étape de la recherche teste le lien entre la performance financière de l'entreprise et les trois composantes principales obtenues, la dimension socio-environnementale (CP1), la dimension ESG(CP2) et la gouvernance d'entreprise(CP3) à travers une analyse en données de panel.

La variable de performance financière retenue est le ratio « market to book ». La valeur comptable dépend des fonds propres investis et la capitalisation boursière fluctue en fonction des ordres d'achat ou de vente passés sur le marché. Pour certains auteurs, il est représentatif d'erreurs d'évaluation du prix des titres, de l'existence d'une prime de risque, des erreurs de sélection dans les échantillons utilisés (Fama et French, 1995, Fankel et Lee, 1998, Cazavan - Jenny, 2004). Pour d'autres auteurs (Lev et Sougiannis, 1996) et Amir et Lev (1996), il met en évidence d'autres éléments immatériels ou physiques non valorisés par le modèle comptable mais valorisés par les investisseurs. . En matière de RSE, il est utilisé par Cormier et Magnan en 2008. L'équation s'écrit, pour l'observation i

Equation n°1 : Le modèle de performance financière de l'entreprise

$$Y_{it+1} = a + b.x_{it} + c.z_{i,t} + d.w_{i,t} + \varepsilon$$

La variable exogène (Y_{it+1}) est le ratio Market to book, défini comme le rapport entre la capitalisation boursière et la valeur comptable des fonds propres.

Les variables explicatives (x, z, w) sont les trois composantes principales, la dimension environnementale et sociale de la RSE perçue par les deux agences A et B, la dimension ESG perçue par la société de gestion d'actifs ISR et enfin la gouvernance perçue par A et B. a, b, c sont les coefficients et ε l'aléa. Les coefficients sont estimés à l'aide d'un modèle à effets fixes (Baltagi, 2005, Delmas et alii 2013). Plusieurs variables de contrôle sont intégrées dans la régression pour limiter l'hétérogénéité des observations : la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de l'actif total (lnTA), le levier financier (LEV) et la rentabilité économique (ROA). Les données comptables et financières proviennent de la base de données InFinancials. Les variables explicatives sont décalées d'une année pour que les investisseurs sur le marché intègrent les informations ESG (Chatterji et al, 2009).

2.2.4. *Analyse des corrélations et des régressions*

La matrice des corrélations entre la performance financière de l'entreprise et les variables de la régression figure dans le tableau suivant :

Tableau n °5 : Matrice des corrélations des variables de régression

	1	2	3	4	5	6	7
1 MTB	1						
2 ROA	0,391***	1					
3 LEV	0,1506***	- 101***	1				
4 LnTA	- 0,318***	-0,313***	0,014	1			
5 ENV SOC(CP1)	-0,301***	-0,185***	-0,617	0,480***	1		
6 ESG (CP2)	0,180***	0,118***	-0,04	-0,290***	0	1	
7 GOV(CP3)	0,0517	0,0928**	-0,07	0,164***	0	0	1

La performance financière de l'entreprise mesurée par le market to book ratio est associée négativement à la composante environnementale et sociale pour les agences A et B et positivement à la dimension ESG de la société de gestion d'actif ISR. Il n'y a pas de relation entre la gouvernance et la performance financière. La relation entre performance financière, levier, taux de rentabilité économique est positive. En revanche on ne peut exclure une relation inverse (-0,318) entre taille et performance.

Tableau n°6 : Résultat du modèle de performance en fonction des composantes

	Modèle global	Modèle CP1	Modèle CP2	Modèle CP3
Modèle				
Variable exogène MTB n+1	CP1,CP2 et CP3	Aspects environnementaux et sociaux	Dimension ESG	Gouvernance
constante	-0,657 (-0.366)	-0.991 (-0.577)	1.191 (0.236)	3.338 (0.044)
ENV-SOC(CP1)	-0.545 (0.001)	-0.452 (0.007)		
ESG(CP2)	0.708 (0.000)		0.649 (0.000)	
GOV(CP3)	0.032 (0.828)			0.094 (0.537)
ROA	15.84 (0.000)	16.831 (0.000)	16.36 (0.000)	16.88 (0.000)
LEV	0.535 (0.000)	0.507 (0.000)	0.514 (0.000)	0.517 (0.000)
Ln TA	-0.009 (0.387)	-0.008 (0.956)	-0.061 (0.507)	-0.147 (0.120)
R.squared	23,5	22,5	23,84	21,63
Nombre d'obs	622	622	622	622
Nbre de groupes	4	4	4	4

Les quatre équations de régression, décrites dans le tableau n°6 utilisent les résultats de l'analyse en composantes principales. Ils montrent que la dimension ESG perçue par les analystes de la société de gestion d'actifs ISR est positivement et significativement associée à la performance financière. La dimension environnementale et sociale est associée négativement à la performance et la gouvernance n'est pas significative. Pour vérifier la

robustesse des résultats, l'analyse a été conduite sans effet de décalage, le sens des résultats obtenus restant identique.

III. DISCUSSION ET CONCLUSION

L'utilisation croissante des données extra financières en complément de l'information financière atteste de l'importance de ces données pour la valorisation des entreprises.

La recherche présente l'originalité d'étudier trois approches distinctes du rating non financier: celle d'un fournisseur de données ESG brutes, d'un expert européen de notation ESG et d'une société de gestion d'actifs ISR qui utilise ces données pour son propre compte. Déjà Delmas et al en 2013 ont étudié l'effet de la notation environnementale (en tant que processus et résultat) selon plusieurs méthodologies sur la performance financière.

L'étude montre que les perceptions des critères ESG diffèrent. Les notes ESG ne capturent pas la même information. Elle s'inscrit aussi dans le débat très controversé de la littérature RSE concernant le lien entre performance sociétale et performance financière.

Les résultats de l'analyse en composantes principales mettent en évidence trois composantes qui expliquent 68% de la variation des 9 variables indépendantes. Il existe des différences de perception des critères ESG en fonction des méthodologies utilisées. Les deux agences internationales convergent sur les aspects socio-environnementaux (composante 1), percevant de manière proche les deux domaines de la RSE (Adams et al, 1998, Patten, 2002). Elles convergent aussi sur le score de gouvernance des dirigeants (Composante 3). Ces deux agences séparent la gouvernance, des aspects sociaux et environnementaux. En revanche, les analystes de la société de gestion d'actifs ISR perçoivent les trois critères de manière globale (composante 2).

Les résultats des régressions confirment l'hypothèse 3 : la note ESG de la société de gestion d'actifs ISR (composante 2) est positivement associée à la performance financière des entreprises mesurée par le Market to book ratio. Plus surprenant, la dimension environnementale et sociale des deux agences internationales (composante 1) a un effet négatif sur la performance financière de l'entreprise. Ces résultats confirment ceux de Makni et al (2008) qui montrent que plus la performance sociale est forte, plus l'effet sur la performance financière est négatif et de Baird et al (2012), qui, lors d'une étude très détaillée en fonction des secteurs d'activité, identifient un effet négatif des scores sociaux et environnementaux sur la performance. La dimension gouvernance n'est quant à elle pas reliée à la performance financière. Il semblerait que les investisseurs valorisent davantage les notations des entreprises qui intègrent de façon exhaustive les conséquences environnementales, sociales et de gouvernance de leurs activités. La dimension ESG est considérée comme un ensemble cohérent par les investisseurs. Ces derniers analysent certes des aspects environnementaux et des éléments sociaux liés à la gestion de la dimension humaine de l'organisation mais au final, c'est bien la RSE et le Développement Durable dans leur ensemble qui influencent la vision des investisseurs dans leur démarche de valorisation financière (Husser, Bardinnet –Evrart, 2014). Les coûts engendrés pour favoriser l'obtention d'une bonne notation sociale et environnementale se feraient au détriment de la performance financière avec comme conséquence par exemple une augmentation du coût du capital (

Richardson et Welker 2001). Nos résultats qui diffèrent de ceux de Cormier et Magnan (2007), Cormier, Ledoux Magnan (2011), Margolis et Walsh (2002, 2007), Dhaliwal et al (2011) pourraient montrer l'existence d'une loi des rendements décroissants applicable aux investissements environnementaux et sociaux au-delà d'un certain seuil.

Enfin, une absence de relation apparaît pour la composante gouvernance d'entreprise montrant qu'à court terme, les investisseurs ne valorisent pas systématiquement les pratiques de gouvernance. Les bonnes pratiques pourraient produire un effet sur la performance des entreprises sur une période plus longue. D'après Hung (2011), les mécanismes de gouvernance protègent les intérêts des actionnaires mais aussi ceux de l'ensemble des parties prenantes et elles devraient influencer positivement les performances de l'entreprise. La prise en compte des sous domaines de gouvernance pourrait nuancer les résultats que nous obtenons car les variables peuvent ne pas avoir toutes le même poids et la même incidence. Comme l'indique Waddock et Graves (1997) et Mahoney et Roberts (2004), la thèse de la neutralité de la relation entre performance RSE et performance financière, proviendrait de l'environnement aujourd'hui très complexe dans lequel évoluent les sociétés, argument repris par Mc William et Siegel (2001) qui estiment l'absence d'une relation directe et simple entre les deux construits. Ils pensent qu'il existe un état d'équilibre pour la richesse de l'actionnaire correspondant à un niveau d'activité comprenant l'investissement social maximisant le profit, et qui tient compte de la demande de performance sociale qui s'adresse à l'entreprise, de sorte qu'à l'équilibre le montant des profits serait identique et maximal pour chacune d'elles bien que les montants de satisfaction sociale produits soient différents.

Il est probable que les deux grandes agences de notation extra financières, le fournisseur de données ESG brutes et l'expert européen de la notation ESG offrent à titre principal des informations pour toutes les parties prenantes alors que la société de gestion d'actifs se concentre uniquement sur l'utilisation des données dans une optique d'investissement. Ces résultats sont en accord avec les travaux menés par Barth et McNichols (1994) qui observaient que les parties prenantes se contentaient d'informations approximatives, peu quantifiées et disparates pour valoriser la performance financière des sociétés.

D'autre part, dans le référentiel précis des deux agences internationales, la prise en compte des spécificités sectorielles, l'utilisation de grilles plus normatives, conduisent à une vision plus conservatrice, moins directement tournée vers la valorisation, ces agences craignant pour leur réputation l'effet pervers d'une surévaluation des titres (Holthausen et al 2001). La société de gestion d'actifs ISR adopte une démarche directement liée à la performance financière, plus qualitative, pragmatique, sur mesure, permettant, sur le marché très concurrentiel de la gestion d'actifs de maintenir un avantage compétitif. Les notations ESG servent au seul usage interne, pour améliorer la performance des portefeuilles de titres. Elle dispose d'une évaluation originale des aspects ESG, se différenciant de celles pratiquées par les agences commercialisant leurs notations.

Finalement comme le précise dès 1997, Waddock and Graves, la raison fondamentale d'une relation incertaine entre performance sociétale et performance financière réside dans le problème de mesure de la performance sociétale.

Conclusion

In fine la recherche, par la comparaison de trois méthodologies de rating ESG, met en évidence des perceptions de la dimension sociale, environnementale et de gouvernance spécifiques pour chaque groupe d'analystes. En l'absence de normalisation, les mesures servent l'objectif poursuivi et la conception que l'organisme d'analyse se fait des besoins et de l'information à apporter aux utilisateurs. Les trois organismes couvrent le même champ et valorisent l'information non financière publiée et volontaire. Les deux grandes agences, le fournisseur de données ESG brutes et l'expert européen de la notation extra financière ciblent à la fois l'ensemble des parties prenantes et un segment précis d'investisseurs. La société de gestion de fonds est centrée sur la rentabilité et la performance des titres à intégrer dans les fonds. Les résultats montrent une proximité entre les deux agences internationales qui distinguent les aspects sociaux et environnementaux, des pratiques de gouvernance. La société de gestion d'actifs envisage les publications de l'information ESG avec une approche globale cohérente dans un contexte complet d'entreprise orienté vers la création de valeur : différents objectifs, différents scores. Enfin les résultats établissent aussi l'intérêt de l'information non financière pour la valorisation, plus particulièrement pour la société de gestion d'actifs ISR.

Bibliographie

- Amir E., Lev B. (1996), "Value-relevance of non financial information: The wireless communication industry", *Journal of Accountings and Economics*, 22 (1), p.33-21.
- Baird, P.L., Geylani, P. C., Roberts, J.A,(2012), « Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis », *Journal of business ethics*, 109, 367-388.
- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*.New York: John Wiley.
- Banker, R. D., and R. Mashruwala. 2007. The moderating role of competition in the relationship between nonfinancial measures and future financial performance. *Contemporary Accounting Research* 24 (3): 763–793.
- Barth, M. E., et McNichols, M. F. (1994). Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites. *Journal of Accounting Research*, 32(3), 177–209
- Beaver WH, Shakespeare C, Soliman M.T. (2006), Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies, *Journal of Accounting and Economics*, 42(3),303-334.
- Brammer S. et Pavelin S.(2008), Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. , *Business Strategy & the Environment*,. 17 (2), 120-136.
- Brammer, S., Millington, A., & Rayton, B. (2007). The contribution of corporate social responsibility to organizational commitment.*The International Journal of Human Resource Management*, 18(10), 1701–1719.
- Branco, M. C., and Rodrigues, L. L. (2006). Corporate social responsibility and resource based perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69(2), 111–132.
- Caroll A. (1979), "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance", *Academy of Management Review*, 4, No. 4, p. 497-505

- Carroll A.B. (1979), «A three dimensional conceptual model of Corporate Social commentary», *Business and Society*, 33(1), . 5-29.
- Cazavan-Jeny A. (2004), "Le ratio market to book et la reconnaissance des immatériels - une reconnaissance du marché français ", *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 10(2), p.99-124
- Chatterji, A., Levine, D. I.,and Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics and Management Strategy*, 18(1), 125–169.
- Clarkson M.B.E. (1995), «A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance», *Academy of Management Review*, 20(1), pp. 92-117.
- Clemens, B., and Bakstran, L. (2010). A framework of theoretical lenses and strategic purposes to describe relationships among firm environmental strategy, financial performance, and environmental performance. *Management Research Review*, 33, 393-405.
- Cochran, Philip L. and Robert A. Wood. 1984. Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *The Academy of Management Journal* 27(1): 42-56.
- Cormier D., Ledoux M-J., Magnan M. (2011), “The informational contribution of social and environmental disclosures for investors”, *Management Decision*, 20, Iss 8, p. 1276-1304
- Cormier D., Magnan M. (1999), “Corporate environmental disclosure strategies: determinants, costs and benefits”, *Accounting, Auditing and Finance Journal*, 14, No. 4, p. 429-451
- Cormier D., Magnan M. (2003), “Environmental reporting management: an European perspective”, *Journal of Accounting and Public policy*, 22, n°1, p. 43-62
- Cormier D., Magnan M. (2008), “Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: *An international perspective*”, 64, p.643-659
- Decock-Good C. (2000), «Des déterminants de la responsabilité sociétale», Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Paris-Dauphine.
- Decock-Good C. (2001), « L’engagement mécénique des entreprises: mesure de l’une des expressions de leur responsabilité sociétale», *Finance Contrôle Stratégie*, 4(4), pp. 29-57.
- Delmas, M. A., Etzion, D., and Nairn-Birch, N. (2013). Triangulating Environmental Performance : What Do Corporate Social Responsibility Ratings Really Capture ? . *Academy of Management Perspectives*, 27, 255-267.
- Dhaliwal D.S., Li O.Z., Tsang A., Yang Y.G. (2011), “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The initiation of Corporate Social Responsibility Reporting”, *The Accounting Review*, 86, n°1, p. 59-100
- Edmans, A. 2011. Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. *Journal of Financial Economics* 101 (3): 621-640.
- Fairchild, R. J. (2008). The manufacturing sector’s environmental motives: A game-theoretic analysis. *Journal of Business Ethics*, 79, 333–344.
- Fama, E.F., French, K.R, 1993, « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 3-56.
- Finkel R. et Lee C.(1995), "Accounting Valuation, Market Expectation, and the Book market Effect, Working Paper, university of Michigan.

- Freeman R.E. (1984), *Strategic Management: A stakeholder approach*, Pitman Series in Business and Public Policy, Boston.
- Freeman R.E. and Reed D.L. (1983), "Stockholders and Stakeholders: A new perspective on Corporate Governance", *California Management Review*, Vol. 25, No. 3, p. 88-106
- Graafland, J.; Kaptein, M.(2014). Religiosity, CSR Attitudes, and CSR Behavior: An Empirical Study of Executives' Religiosity and CSR. *Journal of Business Ethics*. Vol. 123 (3), p437-459
- Graves S.B., Waddock S. (1994), "Institutional owners and corporate social performance", *Academy of Management Journal*, 37(4), 1034-1047.
- Gray R., Kouhy R., Lavers S. (1995), "Corporate social and environmental reporting, Accounting", *Auditing and Accountability Journal*, 8(2),. 47-77.
- Griffin, J.J., Mahon J.F. (1997), «The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate. Twenty-Five Years of Incomparable Research», *Business and Society*, 36(1), 5-31.
- Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: The impact of environmental disclosures on the reputations of UK plcs. *British Accounting Review*, 37(2), 231–248.
- Holthausen, R., Watts, R., (2001). The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting, *Journal of Accounting and Economics* 31, 3–75.
- Hung, H. (2011). Directors' roles in corporate social responsibility: A stakeholder perspective. *Journal of Business Ethics*, 103,385–402
- Hussainey, K., and Salama, A. (2010). The importance of corporate environmental reputation to investors. *Journal of Applied Accounting Research*, 11(3), 229–241.
- Husser J., Evraert-Bardinet, F(2014). The effect of social and environmental disclosure on companies' market value , *International Management*, 19 (1)1, 61-84
- ICB: 2007, <http://www.icbenchmark.com>.
- Igalens, J. Gond, J-P.(2005) Measuring Corporate Social Performance in France: A Critical and Empirical Analysis of ARESE data., *Journal of Business Ethics*,56(2), 131-148.
- Ilinitch, A. Y., Soderstrom, N. S., & Thomas, T. E. (1998). Measuring corporate environmental performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 17, 383–408
- Kahneman, Daniel, Jack L. Knetsch, and Richard H. Thaler. 1986. Fairness and the Assumptions of Economics. *Journal of Business* 59(4): S285-S300.
- Kochan T.A., Rubinstein S.A. (2000), "Towards a stakeholder theory of the firm: The Saturn Partnership", *Organization Science*, Vol. 11, No. 4, p. 367-386
- Kolk A.et Perego P.(2010), Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation, *Business Strategy & the Environment*, 19(3),182-198.
- Lev B., Sougiannis T. (1996), "The capitalization, amortization and value-relevance of R&D", *Journal of Accountings and Economics* 21(1), p. 107-139.
- Lyon, T. P., and Maxwell, J. W. (2008). Corporate social responsibility and the environment: A theoretical perspective. *Review of Environmental Economics and Policy*, 1, 1–22.

- Magness, V. (2009). Environmental disclosure in the mining industry: A signaling paradox? *Advances in Environmental Accounting and Management*, 4, 55–81.
- Mahoney L. ; Roberts R. (2007), Stakeholder conceptions of the corporation : Their meaning and influence in accounting research, *Business Ethics Quarterly*, 14(3),399-431.
- Mahoney, L.S., Roberts, R.W,(2004), « Corporate social performance: empirical evidence on Canadian firms », *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting*, 9, pp.73-99.
- Maignan I., Ferrell (2003), “Nature of Corporate Responsibilities. Perspectives from American, French and German Consumers”, *Journal of Business Research*, n°56, p. 55-67
- Maignan I., Ferrell O.C. (2000), “Measuring corporate citizenship in two countries: the case of the United States and France”, *Journal of Business Ethics*, 23, pp. 283-297.
- Makni, G.R., Francoeur, C., Bellavance,F, (2009), « Causality between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian firms », *Journal of Business Ethics*, 89, pp. 409-422.
- Malik, M (2015) Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature, *Journal of Business Ethics*,127, p419-438.
- Margolis J., Walsh W. (2001), *People and Profits ? The Search for a Link Between a Company’s Social and Financial Performance*, Mahwah, NJ, Lawrence Erlbaum Associates.
- Marquez A et Fombrun C. (2005), *Measuring Corporate Social Responsibility. Corporate Reputation Review*,7(4),304-308.
- Matten, D; Moon, J. (2008), "Implicit and explicit csr : a conceptual framework for a comparative understanding of CSR , *Academy of Management Review*,33(2) , 404-424.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21, 603–609.
- McWilliams, A., & Siegel, D. 2001. Corporate social responsibility:A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26: 117–127.
- Moser, D. V., Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research model», *Academy of Management Review*, 10(4), pp. 758-769.
- Novethic (2014) , *Panorama des agences de notation extra financières*.
- Orlitzky, M. (2008). Corporate social performance and financial performance: A research synthesis. In A. Crane, A. McWilliams,
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., and Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Patten D.M. (2002), “The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note”, *Accounting, Organizations and Society*, n°27, p. 763-773
- Pava M.L., Krauzs, J. (1996) «The association between corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost», *Journal of Business Ethics*, 15, pp.
- Plumlee M., Brown D., Hayes R.M., Marshall S. (2010), “Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence”, Social Science Research Network, December 2010, 43 p

- Posnikoff, Judith F. 1997. Disinvestment from South Africa: They Did Well By Doing Good. *Contemporary Economics Policy* 15 (1): 76-86.
- Richardson A.J., Welker M. (2001), "Social disclosure financial disclosure and the cost of capital", *Accounting, Organizations and society*, n°26, p. 127-159
- Roberts, Peter W. and Grahame R. Dowling. 2002, Corporate Reputation and Sustained Superior Financial performance, *Strategic Management Journal* 23: 1077-1093.
- Rupley, K. H., Brown, D., & Marshall, R. S. (2012). Governance, media and the quality of environmental disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*.
- Schnietz, K.E. and Epstein, M.J.: 2005, "Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis", *Corporate Reputation Review* 47(4), 327-345.
- Simnett R . Vanstraelen, A, Wai Fong Chua (2009). Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison. *Accounting Review*. 84(3), 937-367.
- Steurer, R.; Martinuzzi, A; Margula, S.(2012), Public Policies on CSR in Europe: Themes, Instruments, and Regional Differences, *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 19(4)4, 206-227.
- Surroca, J., Tribo´, J. A., and Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–90.
- Toms, J. S. (2002). Firm resources, quality signals and the determinants of corporate environmental reputation: Some UK evidence. *British Accounting Review*, 34(3), 257–282.
- Vitaliano, D. F. (2010). Corporate social responsibility and labor turnover. *Corporate Governance*, 10(5), 563–573.
- Waddock S.A., Graves S.B. (1997), «The corporate social performance-financial performance link», *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 303-319.
- Wartick S.L., Cochran P.L. (1985), «The evolution of the corporate social performance in accounting. *The Accounting Review*, 87(3), 797–806.
- Wood D.J. (1991), «Corporate Social Performance Revisited», *Academy of Management Review*, 16(4), pp. 691-718.
- Wood D.J., Jones R.E. (1995), «Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research in corporate social performance», *International Journal of Organizational Analysis*, 3, pp. 229-267.