



**Isabelle Girerd Potin**  
Maitre de conférence  
[Isabelle.girerd@upmf-grenoble.fr](mailto:Isabelle.girerd@upmf-grenoble.fr)



**Denis Dupré**  
Maitre de conférence  
[Denis.dupre@upmf-grenoble.fr](mailto:Denis.dupre@upmf-grenoble.fr)

### Principaux résultats des recherches menées au CERAG à partir des notes VIGEO

Dans une économie capitaliste, l'actionnaire est au coeur de la décision financière. D'autres acteurs, à un degré plus ou moins direct, ont aussi partie liée avec l'entreprise : les salariés, les clients, les fournisseurs, les créanciers, l'environnement et la société dans son ensemble. Parler de responsabilité sociale de l'entreprise, c'est considérer l'engagement de l'entreprise au-delà du simple lien contractuel vis-à-vis de l'ensemble de ces parties-prenantes, c'est reconnaître que, si elles sont concernées par la politique de l'entreprise, leur sort doit aussi être pris en compte dans chacune des décisions. Pourtant, l'actionnaire est le seul à exercer le pouvoir de décision. Propriétaire de l'entreprise, il en oriente les décisions selon son jugement et son intérêt. Rien, en première analyse, ne l'oblige à tenir compte de la responsabilité sociale de l'entreprise. Il y a cependant deux arguments pour justifier qu'il s'en préoccupe : sa crainte et son engagement. Sa crainte, c'est le risque que l'entreprise encourt vis-à-vis des autres parties prenantes à ignorer sa responsabilité sociale ; son engagement, c'est l'altruisme qui le pousse à faire passer l'intérêt collectif avant son intérêt propre. Chacun de ses arguments justifie que le degré de responsabilité sociale influe sur la performance financière que l'actionnaire retire de l'entreprise.

Que l'entreprise limite son engagement au respect des contrats qu'elle a noués avec ses parties prenantes ne la protège pas d'un risque social qu'elle pourra payer très cher demain si les consommateurs et les citoyens se montrent plus exigeants en matière environnementale ou sociale. Les menaces pesant sur la planète telles que le réchauffement climatique alliées à la médiatisation de conditions de travail inhumaines dans certaines parties du globe génèrent une prise de conscience de l'individu et un souhait d'action. Les actions du consommateur-citoyen se font directement par les comportements d'achats et indirectement par l'action politique.

Pour l'entreprise, le risque est donc réel de ne plus satisfaire le consommateur ou de se faire imposer des réglementations sociales et environnementales plus exigeantes. Réagissant selon une stricte rationalité financière, l'actionnaire encouragera l'entreprise à plus de responsabilité sociale en acceptant une moindre rentabilité pour s'éviter un risque financier.

L'actionnaire peut aussi exiger une moindre rentabilité financière de l'entreprise socialement responsable simplement parce qu'il juge que l'engagement social mérite un sacrifice financier. Cela suppose qu'il ne se comporte pas de manière purement égoïste comme le voudrait l'approche économique classique mais sait aussi intégrer des préoccupations altruistes dans ses choix. Sa rationalité ne se limite plus aux strictes conséquences financières personnelles et s'enrichit d'une dimension altruiste.



La dimension de la responsabilité sociale est donc susceptible d'enrichir la théorie financière. Les recherches menées au CERAG ont principalement pour objet de préciser la réalité et la nature de cet enrichissement. Elles s'interrogent notamment quant à la pertinence de l'information apportée par la notation sociale, à l'impact de cette information sur l'attitude des investisseurs en bourse et sur la politique financière des entreprises ou au poids que prennent les différentes catégories de parties prenantes dans cette politique.

En se limitant aux seuls résultats théoriques validés empiriquement sur l'échantillon de firmes notées par Vigeo, il se dégage de nos recherches cinq conclusions principales qui justifient toutes la pertinence d'une prise en compte de la responsabilité sociale par les décideurs financiers et qui laissent présager que les enjeux sociétaux ne seront pas définitivement négligés au profit d'une seule logique de maximisation de la richesse de l'actionnaire. Précisons que dans toutes ces études, le caractère socialement responsable (SR) de l'entreprise est mesuré par les notes sociales attribuées par Vigeo. Voici ces conclusions.

1. La notation sociale apporte une information différente et complémentaire à l'information financière.
2. Les entreprises socialement responsables (SR) paient moins cher leurs fonds propres.
3. La responsabilité sociale comprend trois facettes, chacune associée au type de parties prenantes qu'elle concerne : financières, directes non financières ou indirectes.
4. Les entreprises SR, conformément à leur intérêt, s'endettent moins que les autres.
5. L'écart de rentabilité boursière entre les actions SR et non SR est différent sur marchés haussier et baissier.

Reprenons chacun de ces résultats pour en préciser le fondement et en détailler les implications. Les références des articles et le lien pour les consulter, lorsqu'il est disponible, sont donnés à chaque fois.

### **1. La notation sociale apporte une information différente et complémentaire à l'information financière.**

L'information sociale relayée par les agences de notation est-elle susceptible d'éclairer les investisseurs de manière originale ou est-elle au contraire déjà implicitement contenue dans les données financières ? Cette question centrale pose conjointement les questions de la pertinence de l'approche sociétale en finance et de la validité de la notation sociale. Si les études empiriques révèlent une forte corrélation entre la notation sociale et les indicateurs financiers de l'entreprise, il y a un risque d'attribuer à la responsabilité sociale ce qui serait le fait de paramètres financiers.

Les travaux de thèse de M. H. Bihr sur les notations extra-financières fournies par KLD et Vigeo sont rassurants sur ce point : comparant les caractéristiques financières des firmes SR avec des entreprises moins vertueuses, ils montrent que le rating social ne peut pas être prédit à partir de variables



comptables ou financières publiques. Les informations extra-financières ne sont pas redondantes et apportent une information réellement nouvelle aux investisseurs. Cette étude offre une validation de l'existence des agences de notation extra-financière comme acteurs de référence sur le marché de l'information sociétale.

#### Référence :

BIHR M.-H. (2010), L'intégration de la Responsabilité Sociale de l'Entreprise et des informations extra-financières par le marché financier, thèse de doctorat, Université Grenoble, 384 pages, sous la direction de I. Girerd-Potin et P. Louvet

## **2. Les entreprises socialement responsables (SR) paient moins cher leurs fonds propres.**

Si l'on considère que l'actionnaire n'est pas un acteur purement égoïste, d'autres motivations que la rentabilité et le risque financiers gouvernent ses choix. Si l'on suit H.A. Simon, supposer que les acteurs économiques ne maximisent que le gain économique est une hypothèse plus forte que de supposer qu'ils maximisent leur utilité (1993). En nous appuyant sur la littérature de modélisation de l'altruisme et en l'appliquant au choix de portefeuille dans une perspective SR, nous proposons à l'investisseur une démarche en deux temps. Il applique d'abord une procédure lexicographique, c'est-à-dire qu'il élimine les titres qui ne satisfont pas ses principes moraux supérieurs : par exemple, il peut décider d'éliminer de son univers d'investissement toutes les entreprises qui fabriquent des armes de guerre. Pour l'ensemble des titres restants, un compromis s'établit entre des caractéristiques purement financières et des caractéristiques sociales. Pour quantifier ces aspects sociaux, nous avons utilisé les notes accordées par l'agence de notation sociale Vigeo. Nous avons comparé sur un échantillon d'entreprises européennes les portefeuilles optimaux pour un investisseur purement financier et pour un investisseur altruiste. Le rajout d'une contrainte sociale ne peut que générer un sacrifice sur le couple rentabilité-risque financiers. Plus l'exigence sociale de l'investisseur est forte, plus le sacrifice financier est important. La frontière efficiente de l'investisseur SR est située sous la frontière efficiente de l'investisseur purement financier. Il est illusoire de promettre à l'investisseur une performance de portefeuille durablement meilleure en s'imposant des contraintes sociales et environnementales. Un gain anormal sur des portefeuilles SR ne peut s'expliquer que par une anomalie temporaire d'efficience du marché.

Si l'on reste dans la conception traditionnelle rentabilité-risque, l'actionnaire est motivé par les seuls rentabilité et risque financiers. L'entreprise sociale étant moins risquée, à l'équilibre ses actionnaires peuvent se satisfaire d'une rentabilité financière plus faible : ainsi, le coût des fonds propres en est réduit pour les entreprises SR. L'étude de la relation entre la performance financière des titres et leur note sociale pour 816 entreprises européennes notées par l'agence Vigeo permet de vérifier que les entreprises les plus sociales sont celles qui ont la plus faible performance boursière. Cette sous-performance accrédite aussi bien la thèse du sacrifice financier accepté par les investisseurs SR que celle de la prise en compte d'un facteur de risque social méritant rémunération. Ces résultats penchent néanmoins en faveur de la thèse du sacrifice financier.

L'accès avantageux aux fonds propres est une incitation réelle à ce que les entreprises s'engagent dans une démarche responsable.



#### Références :

DUPRE, Denis, GIRERD-POTIN, Isabelle, KASSOUA, Raghid. Adding an ethical dimension to portfolio management. Finance India, janv.-fév. 2004, vol.18, p.625-641 [www.financeindia.org](http://www.financeindia.org)

DUPRE, Denis, GIRERD-POTIN, Isabelle, JIMENEZ-GARCES, Sonia., LOUVET, Pascal. Les investisseurs paient pour l'éthique : conviction ou prudence ? Banque et Marchés, septembre/octobre 2006, n° 84, p. 45-60.

<http://www.revue-banque.fr/article/les-investisseurs-paient-pour-ethique-conviction-p>

GIRERD-POTIN, Isabelle, JIMENEZ-GARCES Sonia, LOUVET Pascal. Which dimensions of social responsibility concern financial investors? Working Paper, 2012, soumis au Congrès International de Gouvernance, mai 2012 et au congrès de l'AFFI, mai 2012. Cahier de Recherche du CERAG 2012-01 E2 [http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view\\_this\\_doc=halshs-00679629&version=1](http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view_this_doc=halshs-00679629&version=1)

### **3. La responsabilité sociale comprend trois facettes, chacune associée au type de parties prenantes qu'elle concerne : financières, directes non financières ou indirectes.**

La notation sociale de Vigeo a plusieurs dimensions. Six domaines sont notés. Une analyse en composantes principales nous a permis de mettre en évidence trois dimensions distinctes reliées aux (1) parties prenantes directes non financières (salariés, clients et fournisseurs), (2) parties prenantes indirectes (environnement et société), et (3) parties prenantes financières (actionnaires et apporteurs de dette). Pour chacun des trois domaines, le marché réclame une prime de risque aux sociétés non SR. La prime de risque moyenne sur la période 2003-2010 est plus grande pour les composantes (1) et (3) que pour la deuxième. La prime de risque pour l'environnement et la société n'existe que depuis la fin de 2008. Ces aspects ne sont devenus importants que récemment aux yeux des investisseurs. Le coût des fonds propres des entreprises SR est plus faible quelle que soit la dimension sociale considérée.

L'intérêt plus récent des investisseurs pour les aspects environnementaux et sociétaux est confirmé par les résultats de l'étude sur l'utilisation de l'information extra-financière par les praticiens. Les résultats d'une enquête européenne sur le niveau d'intégration des critères extra-financiers par différents acteurs du monde financier (analystes sell-side, gérants de fonds, analystes buy-side et personnes en charge des relations investisseurs dans les entreprises) montrent que si les variables de gouvernance font partie des critères aujourd'hui adoptés par les analystes et les investisseurs, les critères environnementaux et sociaux ne sont pas utilisés systématiquement. Les résultats suggèrent également que les professionnels en charge des relations investisseurs sont plus sensibles aux problématiques environnementales et sociales que les investisseurs et analystes.

#### Références :

GIRERD-POTIN, Isabelle, JIMENEZ-GARCES Sonia, LOUVET Pascal.

Which dimensions of social responsibility concern financial investors? Working Paper, 2012, soumis au Congrès International de Gouvernance, mai 2012 et au congrès de l’AFFI, mai 2012. Cahier de Recherche du CERAG 2012-01 E2

[http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view\\_this\\_doc=hals-00679629&version=1](http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view_this_doc=hals-00679629&version=1)

BIHR M.-H. (2010), L’intégration de la Responsabilité Sociale de l’Entreprise et des informations extra-financières par le marché financier, thèse de doctorat, Université Grenoble, 384 pages, sous la direction de I. Girerd-Potin et P. Louvet

#### **4. Les entreprises SR, conformément à leur intérêt, s’endettent moins que les autres.**

Les entreprises SR séduisent les investisseurs engagés socialement et bénéficient d’une réduction du coût de leurs fonds propres. Elles n’obtiennent pas cet avantage sur le coût de la dette. Par conséquent, elles ont tendance à privilégier le financement par fonds propres. Nous proposons un nouveau modèle théorique de structure optimale du capital démontrant que l’optimum pour les entreprises les moins SR comprend une part de dettes plus élevée que pour les entreprises SR. Nos résultats empiriques sur les entreprises européennes notées par Vigeo montrent que le coût de la dette est indépendant de la note sociale et que les entreprises à faible note sociale ont un ratio d’endettement plus fort ou en croissance, sur la période 1999-2007. Nous obtenons également un lien négatif et significatif entre la variation du ratio d’endettement et chaque dimension de la note sociale, hormis pour les dimensions liées à l’environnement et à la société civile. Les firmes SR ont donc tendance à réduire la part de l’endettement dans leur financement. Globalement, nos résultats semblent indiquer que le financement par dettes est un moyen pour les entreprises peu SR d’éviter la pénalité financière sur le marché des actions.

#### Référence :

GIRERD-POTIN, Isabelle, JIMENEZ-GARCES, Sonia, LOUVET, Pascal. The link between Social Rating and Financial Capital Structure, Finance, décembre 2011, vol.32, n°2, p.9-52.

Lien : <http://www.affi.asso.fr/6-revue-finance.htm>. Version antérieure sous forme de cahier de recherche : [http://cerag.org/cahiers\\_recherche/cr%202008%2002%20E2.pdf](http://cerag.org/cahiers_recherche/cr%202008%2002%20E2.pdf)

#### **5. L’écart de rentabilité boursière entre les actions SR et non SR est différent sur marchés haussier et baissier.**

Sur la période 2003-2010, l’observation sur un graphique du cumul d’écart de rentabilité entre portefeuille SR et non SR montre une croissance non régulière avec parfois des périodes de baisse marquée. Cela signifie que sur certains mois, le portefeuille SR obtient une meilleure performance que le portefeuille non SR. Ce phénomène est particulièrement visible pendant l’été 2008 : en juillet, août et septembre 2008, le portefeuille des actions SR a beaucoup moins baissé que le portefeuille des actions non SR. Alors que pour ces trois mois l’indice de marché Dow Jones Euro Stoxx a baissé de 12,1%, le portefeuille des firmes non SR a baissé de 17,6% contre «seulement» 9,3% pour le portefeuille des



entreprises les plus SR. Cette baisse plus marquée du portefeuille des actions non SR est vraie pour les trois dimensions SR mises en évidence (cf. n° 3). Ces résultats conduisent à s'interroger sur le lien entre la performance relative des portefeuilles SR et non SR et le niveau du marché. L'hypothèse est que lorsque le marché baisse, les investisseurs se replient sur les titres socialement responsables, annulant la prime de rentabilité des entreprises non SR ou donnant temporairement une rentabilité plus forte aux titres SR. Une analyse plus approfondie valide partiellement cette hypothèse. Les résultats valident sans ambiguïté l'hypothèse pour la dimension gouvernance. Les titres présentant des lacunes en termes de gouvernance doivent rémunérer les investisseurs par une prime de risque. Le risque se matérialise lorsque le marché est baissier : dans ce cas, les investisseurs se reportent sur les titres présentant une bonne gouvernance et le portefeuille des titres SR obtient une meilleure performance que le portefeuille des titres non SR. En revanche, pour la dimension SR en lien avec les parties prenantes directes non financières (salariés, clients, fournisseurs), il semble se produire l'effet inverse. On peut émettre l'hypothèse selon laquelle, lorsque le marché monte, le nombre d'investisseurs enclins à supporter un sacrifice financier pour promouvoir la dimension sociale augmente et le surplus de rentabilité des titres non SR diminue.

Référence :

GIRERD-POTIN, Isabelle, JIMENEZ-GARCES Sonia, LOUVET Pascal. Which dimensions of social responsibility concern financial investors? Working Paper, 2012, soumis au Congrès International de Gouvernance, mai 2012 et au congrès de l'AFFI, mai 2012.

Lien : Cahier de Recherche du CERAG 2012-01 E [http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view\\_this\\_doc=halshs-00679629&version=1](http://hal.archives-ouvertes.fr/index.php?halsid=6326m22uuvqlf45i25se23gqf3&view_this_doc=halshs-00679629&version=1)