

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : UNE REVUE DE LA LITTÉRATURE

Frédérique, Déjean

*Allocataire-Moniteur, Université Paris Dauphine - CREFIGE – 01.44.05.47.84 - Place du
Maréchal de Lattre de Tassigny, 75016 Paris - f.dejean@libertysurf.fr*

Résumé

Cette revue de la littérature anglo-saxonne permet d'identifier trois thèmes de recherche : l'étude des performances des fonds éthiques, l'analyse de l'utilisation des informations sociétales et des caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques. L'explicitation des fondements théoriques témoigne des faiblesses de ce domaine émergent et montre l'évolution des approches sous-jacentes.

Mots clés : Investissement responsable–Fonds éthiques– Informations sociétales–Performance sociétale.

Abstract

We identify three topics in the research area : the analyse of ethical funds performance, the use of corporate social disclosure and the analyse of psychological aspects of responsible investors. This survey shows the need of explaining the theoretical aspect of these studies because they are underlying in all the research.

Keywords : *Socially Responsible Investment-Ethical funds-Corporate social disclosure-Corporate social performance.*

Au cours de la seconde moitié des années 1990, une forte augmentation du nombre de fonds éthiques européens, notamment français, a eu lieu. Si la notion d'investissement éthique trouve ses origines chez les Quakers au XVIII^{ème} siècle aux Etats-Unis, c'est au début du XX^{ème} siècle, plus précisément à la fin des années 1920, qu'elle se manifeste de façon plus institutionnelle avec la création du premier fonds d'investissement collectif s'obligeant à suivre des règles de placement « éthiques ». Le mouvement en faveur de l'investissement éthique a réellement pris son essor aux Etats-Unis à l'occasion de la lutte contre l'Apartheid sud-africain. Le concept d'investissement éthique a connu une évolution significative : il s'est d'abord élargi puis transformé. Il reposait initialement sur une logique d'exclusion développée par des congrégations religieuses et s'est ensuite orienté vers des critères de sélection positifs permettant de prendre en compte des problèmes liés à la société civile. Concernant le cas français, les fonds éthiques peuvent être schématiquement regroupés en deux ensembles. Les fonds de première génération, dénommés fonds éthiques, qui appliquent des critères de sélection négatifs¹, et les fonds de seconde génération, appelés aussi fonds socialement responsables, dont les critères sont plus larges et essentiellement positifs². Cependant, par référence à la traduction du vocabulaire anglo-saxon, ces deux termes seront ici employés indifféremment, les études britanniques faisant le plus souvent référence à une définition

¹ Refuser d'investir dans les industries de l'armement, du tabac...

² Investir dans les entreprises respectant l'environnement, impliquées dans la société civile...

unique, celle proposée par l'EIRIS³. Un fonds de placement collectif est ainsi considéré comme éthique si dans son portefeuille au moins une entreprise est sélectionnée sur des critères non financiers.

Au cours de la dernière décennie, le développement de cette nouvelle forme d'investissement s'est accompagné d'une multiplication de travaux académiques anglo-saxons, avec une accélération sensible pendant ces deux dernières années. Par contre, aucune recherche de ce type n'existe dans le domaine académique français. Plus généralement, aucune revue de la littérature anglo-saxonne existant sur ce sujet n'est à ce jour disponible. Nous nous proposons de mener une analyse de cette littérature afin de présenter une classification des articles selon un critère déterminé : théorique, méthodologique ou thématique. Il ressort de la lecture des articles qu'il est difficile d'établir un clivage théorique ou méthodologique permettant d'effectuer un classement satisfaisant. D'une part, le domaine se caractérise par la présence exclusive d'études empiriques dont les fondements théoriques sont très implicites. D'autre part, les méthodologies employées au sein des études sont trop diverses pour permettre une classification intéressante. Par conséquent, nous avons choisi de présenter une analyse des recherches selon un classement thématique. Les travaux académiques s'articulent autour de trois thèmes : l'étude des performances financières des fonds éthiques, l'utilisation des informations sociétales par les gérants et les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques. L'identification de ces thèmes suggère un classement des travaux selon trois groupes et cette classification sera adoptée dans la suite de la présentation.

La synthèse met en évidence l'existence, dans ce courant de recherche, de difficultés quant à l'établissement de fondements théoriques. Mais ceux-ci sont implicitement présents et la démarche doit permettre de les expliciter. Ainsi, la synthèse sera effectuée en trois points reprenant à la fois l'exposé des différents travaux et une tentative d'explicitation de leurs fondements théoriques. Dans un premier temps, nous présenterons les études sur la performance financière des fonds éthiques tout en essayant d'identifier des concepts relevant de la théorie partenariale de l'agence. Le second point permettra d'examiner les études relatives à l'utilisation des informations sociétales par les gérants et de mettre en évidence des fondements de la théorie de la décision. Enfin, nous présenterons les études sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques, travaux les plus récents et qui s'attachent à remettre en cause le postulat de l'agent rationnel.

1. Etudes sur les performances financières des fonds éthiques

Dans un premier temps, la présentation des études sur la performance financière des fonds éthiques fera apparaître une évolution des méthodologies employées et des résultats obtenus. Ensuite, une tentative de formulation des fondements théoriques soulignera les faiblesses et

³ L'EIRIS (*Ethical Investment Research Service*) a été créé dans les années 1980 par des églises et des associations caritatives britanniques dans le but de promouvoir les questions sur la responsabilité sociétale des entreprises.

les contradictions de ce champ de recherche émergent. Nous montrerons que les postulats de ces travaux relèvent de la théorie partenariale de l'agence.

1.1. Présentation des études

Les apports successifs de cinq recherches sont appréhendés au travers des caractéristiques méthodologiques, de la nature des résultats et des liens entre les différents travaux du domaine.

1.1.1. L'étude de LUTHER, MATATKO et CORNER (1992)⁴

Les auteurs cherchent à répondre à deux questions. Les fonds éthiques offrent-ils des performances financières supérieures à celles du marché ? Est-il possible d'isoler l'effet provoqué par la présence en portefeuille d'une majorité de petites entreprises ? L'échantillon regroupe quinze fonds éthiques britanniques dont les performances financières sont comparées à celles d'un indice national et d'un indice international.

Les résultats mettent en évidence plusieurs points. Tout d'abord, les fonds éthiques privilégient l'investissement dans des entreprises à faible capitalisation boursière, ce qui en contrepartie leur procure des dividendes moins élevés que la moyenne du marché. Ensuite, certains fonds ayant diversifié leur portefeuille à l'étranger, les performances financières sont influencées par la conjoncture internationale. Enfin, leurs performances financières sont supérieures à celles des indices de comparaison. Cependant, pour les auteurs le différentiel de performance est trop faible pour pouvoir généraliser ce dernier résultat. Ceci est d'autant plus vrai que les investissements des fonds éthiques sont rendus complexes par la présence d'entreprises de petite taille et d'entreprises internationales. En fait, pour les auteurs, il est difficile d'évaluer la part de performance financière attribuable à la composante « éthique » de l'investissement.

L'apport de cette recherche pionnière est la mise en évidence de la complexité des liens entre la performance sociétale (CSP)⁵ et la performance financière. Les travaux de Luther et al.(1992) montrent en effet que de nombreux éléments interviennent dans l'évolution des résultats des fonds éthiques et que l'utilisation d'un indice financier classique pour effectuer des comparaisons n'est pas la démarche la plus appropriée. Par contre, le recours à un indice international présente un intérêt limité. Si certains fonds éthiques ont choisi de se diversifier à l'international, il n'en reste pas moins que les entreprises nationales sont privilégiées pour des raisons de facilité de contrôle et de recueil d'informations. En outre, la complexité n'est mise en évidence qu'au niveau de la distinction national/international et ne prend pas en compte les disparités au sein même des indices. Les auteurs montrent qu'il existe un effet taille mais cet élément n'est pas exploité au niveau des résultats ; ceux-ci sont dès lors assimilables à des résultats découlant d'une simple comparaison avec le marché financier, ce qui éloigne

⁴ R.G.LUTHER, J.MATATKO et D.C.CORNER (1992), « The investment performance of UK ethical unit trusts », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol.5, n°4, p.57-70.

⁵ CSP : Corporate Social Responsibility. Cette abréviation sera utilisée dans la suite de l'article.

d'autant plus les auteurs d'une résolution du problème du lien entre performances financière et sociétale.

1.1.2.L'étude de LUTHER et MATATKO (1994)⁶

L'objet de ces travaux est de déterminer le meilleur modèle pour mesurer la performance financière des fonds éthiques. Pour neutraliser l'effet de taille, les auteurs comparent la performance des fonds éthiques à un index de petites entreprises. L'échantillon est constitué de neuf fonds éthiques.

Les résultats sont à relier avec ceux de l'index des petites entreprises. Sur la période 1985-1992, les entreprises de petite taille ont été moins performantes que le marché financier. Au même moment, les fonds éthiques britanniques ont été moins performants que le marché financier mais ces performances sont fortement corrélées avec l'index des entreprises de petite taille, ce qui ne permet pas d'envisager une généralisation des résultats. Les auteurs concluent que les performances des fonds éthiques ne peuvent être évaluées correctement qu'en utilisant un modèle prenant en compte à la fois les mouvements généraux du marché financier et les facteurs spécifiques aux petites entreprises. Le modèle d'évaluation ne peut se satisfaire d'une seule composante. Ils nuancent leurs conclusions en signalant que ces deux composantes étant fortement corrélées entre elles, les résultats obtenus restent instables et donc peu généralisables.

Cette étude souligne l'importance des biais auxquels les placements éthiques sont sujets, ce que montraient déjà Luther et *al.*(1992). Ces conclusions trouvent aujourd'hui encore un intérêt fort puisque le débat sur les performances des fonds éthiques n'est pas clos. Ces travaux améliorent les résultats issus de la recherche de Luther et *al.*(1992), les auteurs utilisant un indice des petites entreprises afin de neutraliser l'effet de taille. Mais Luther et Matatko (1994) ne parviennent pas à déterminer le meilleur modèle de mesure. Celui qu'ils proposent reste entravé de limites tenant aux corrélations entre les deux composantes et fournit des résultats difficilement généralisables

1.1.3.L'étude de DILTZ (1995)⁷

Diltz cherche à déterminer l'impact des critères éthiques sur les performances financières d'un portefeuille de valeurs. Pour éviter la subjectivité des évaluations des gestionnaires de fonds éthiques, il construit ses propres variables en s'appuyant sur les données du Council on Economic Priorities (CEP), pour la période 1989-1991. Son échantillon est constitué de 159 entreprises regroupées en 28 portefeuilles fonctionnant en binômes.

Les résultats montrent, tout d'abord, que les critères éthiques pris dans leur ensemble n'ont que peu d'impact sur la performance financière des portefeuilles. Ensuite, les tests statistiques permettent de distinguer les critères qui ont une influence positive de ceux qui ont un impact

⁶ R.G.LUTHER et J.MATAKO (1994), « The performance of ethical unit trusts : choosing an appropriate benchmark », *British Accounting Review*, vol.26, p.77-89.

⁷ J.D.DILTZ (1995), « The private cost of socially responsible investing », *Applied Financial Economics*, vol.5, p.69-77.

plus ambigu. Autrement dit, certains critères éthiques peuvent influencer positivement la valeur d'un portefeuille.

Un des intérêts de l'étude est de proposer une vision discriminante de l'ensemble des critères éthiques en isolant ceux susceptibles d'améliorer la performance financière : la protection de l'environnement, l'absence d'industries militaire et nucléaire. A l'inverse, certains critères, comme l'octroi d'avantages aux salariés, peuvent avoir une influence négative. Finalement, l'auteur conclut que les critères éthiques, pris dans leur ensemble, sont neutres vis-à-vis de la performance financière. Ce résultat illustre les clivages existants dans les recherches empiriques sur les relations entre performance financière et CSP. Griffin et Mahon (1997) ont d'ailleurs montré la mixité des résultats obtenus. Les conclusions des travaux de Diltz doivent être discutées. En effet, la CSP ne peut s'envisager qu'à long terme. Or, la période d'observation, 1989-1991, est très courte ce qui peut expliquer la neutralité des résultats et, par là, constituer une limite à cette étude.

En fait, l'apport de l'article réside dans la distinction des critères selon leur nature, certains pouvant avoir une influence positive et d'autres négative. Les travaux de Johnson et Greening (1999) sur les différentes composantes de la performance sociétale fournissent, à cet égard, des résultats complémentaires.

Cette recherche marque une discontinuité dans l'évolution des travaux puisque l'auteur a choisi de ne pas analyser les fonds éthiques existant mais de constituer son propre échantillon. Si cela lui permet d'éviter la subjectivité des gérants de fonds, il reste néanmoins confronté aux biais des données du CEP. Cette recherche ne constitue qu'une avancée partielle. Les conclusions des travaux précédents ne sont pas prises en considération : les performances des fonds éthiques sont comparées aux seules performances du marché financier. Les résultats obtenus (distinction des critères éthiques) auraient été plus significatifs s'ils avaient été issus d'une comparaison avec des indices caractéristiques utilisés dans les études antérieures. Enfin, la conclusion apportée quant à la neutralité des critères éthiques est en contradiction avec les apports de cette même recherche. Elle est présentée de façon catégorique et semble fermer des perspectives à de futurs travaux sur la nature des critères éthiques et à leur impact sur la performance financière, ce qui constituait pourtant le cœur de la réflexion de cette recherche.

1.1.4 L'étude de MALLIN, SAADOUNI et BRISTON (1995)⁸

Mallin, Saadouni et Briston présentent une étude empirique de la performance des fonds éthiques britanniques sur la période 1986-1993. L'échantillon est constitué des vingt-neuf fonds éthiques et de vingt-neuf fonds de placement traditionnels, ces derniers formant le groupe de contrôle.

Les résultats du test initial montrent d'une part, que les performances des fonds éthiques sont inférieures aux performances des fonds traditionnels et à celles du marché financier et d'autre part, que les performances des fonds traditionnels sont légèrement supérieures à celles du marché. Lorsque l'analyse est affinée par l'utilisation de mesures du risque, les résultats obtenus sont différents. Tout d'abord, les performances des fonds éthiques et traditionnels

⁸ C.A.MALLIN, B.SAADOUNI et R.J.BRISTON (1995), « The financial performance of ethical investment funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.22, n°4, juin.

sont inférieures à celles du marché, ce qui confirme les conclusions des recherches antérieures. Ensuite, les performances des fonds éthiques sont légèrement supérieures à celles des fonds traditionnels. Les auteurs expliquent la dernière relation par un engouement du public pour l'éthique.

De même que Luther et *al.*(1992) et Luther et Matatko (1994), les auteurs se préoccupent des performances des fonds éthiques existants et non pas de celles de portefeuilles *ad hoc*. Mais leur approche diffère au niveau des procédés de comparaison. Ils ne posent pas le problème en termes de référence à un index déterminé : ils choisissent comme groupe de contrôle des fonds d'investissement classiques, ce qui leur permet d'éviter les biais inhérents à l'utilisation d'indices. Les résultats obtenus sont importants et démontrent que si les fonds éthiques, comme les fonds traditionnels, sont moins performants que le marché, ils affichent cependant une performance supérieure à celle des fonds d'investissement classiques. Ces travaux constituent une réelle avancée dans le champ de recherche. Ils permettent d'appréhender un résultat qui semble moins ambigu que les conclusions issues des recherches précédentes. Le résultat le plus intéressant concerne la comparaison avec les fonds d'investissement traditionnels, la comparaison avec les performances du marché financier étant soumise aux limites déjà évoquées et donc d'un moindre intérêt.

1.1.5.L'étude de CUMMINGS (2000)⁹

L'objectif de Cummings est de comparer les rendements de sept fonds éthiques australiens avec trois indexes boursiers (index des petites entreprises ; index des secteurs ; index global du marché). Sa méthodologie est à rapprocher de celle de Mallin et *al.* (1995) (utilisation de la mesure du risque) et de celle de Luther et *al.*(1992) et Luther et Matatko (1994) (utilisation d'indices).

Lors d'une première analyse, l'auteur aboutit à des résultats convergents avec ceux de Diltz (1995) : les critères éthiques sont neutres vis-à-vis de la performance financière. Lorsque l'analyse est affinée par l'utilisation de mesures du risque, Cummings obtient des résultats différents. Les performances des fonds éthiques sont supérieures à celles de l'index du secteur, ce qui contredit les conclusions de certaines recherches antérieures, notamment celle de Mallin et *al.* (1995) pour qui les performances des fonds éthiques et traditionnels restent inférieures aux performances du marché. Par contre, concernant les deux autres indices, les résultats des recherches précédentes sont confirmés : les performances des fonds éthiques ne leur sont pas supérieures. Néanmoins, les différences restent faibles et Cummings rejoint Diltz (1995) pour conclure que, globalement, l'investissement éthique ne procure pas de gains financiers plus élevés.

Cummings précise ses résultats et note des différences importantes selon la date de création des fonds éthiques : les performances des fonds les plus anciens sont supérieures à celles des plus récents. Ainsi, parce qu'à horizon temporel lointain la réduction des risques sociétaux - avec pour corollaire l'absence d'intervention institutionnelle - est pleinement valorisée, l'intérêt des fonds éthiques se révèle à long terme.

⁹ L.S.CUMMINGS (2000), « The financial performance of ethical investment trusts : an australian perspective », *Journal of Business Ethics*, vol.25, n°1, p.79-92.

Selon Cummings, l'ensemble des résultats est à relativiser : des fonds éthiques plus anciens seraient susceptibles d'afficher des performances meilleures que celles du marché financier. Il note avec Perks et *al.* (1992) que les performances constatées dépendent de la définition de l'investissement éthique retenue et donc de l'étendue des critères sociétaux utilisés. Le succès de ce type de sélection dépend également de la façon dont le marché financier perçoit les problèmes sociétaux : une protection de l'environnement, l'absence de ventes d'armes sont autant de critères valorisés par le marché alors que l'octroi d'une part des bénéfices aux salariés sera considéré moins favorablement (Diltz, 1995).

Les apports de cet article, première étude empirique sur les fonds éthiques australiens, se situent à plusieurs niveaux. Tout d'abord, le choix méthodologique permet d'opérer une synthèse des contributions de Mallin et *al.*(1995), Luther et *al.*(1992) et Luther et Matatko (1994). Il est un complément essentiel des recherches pionnières. Ensuite, les résultats corroborent ceux de Diltz (1995) : une différenciation des critères sociétaux s'avère nécessaire. Enfin, l'intérêt réside dans la distinction entre le court terme et le long terme, distinction inévitable lorsqu'on analyse la CSP. Les résultats confirment que cette dernière ne prend toute sa signification qu'à long terme. Cependant, les travaux de Cummings (2000) n'évitent pas les biais inhérents à l'utilisation d'indices isolés : les résultats restent peu généralisables et ne permettent pas de conclure fermement quant à la nature de la relation entre CSP et performance financière.

1.2. Synthèse : une application de la théorie partenariale de l'agence ?

Suite à l'examen des apports des différentes études et à leur mise en perspective avec les travaux du courant de la *Business & Society*, les fondements théoriques seront explicités.

1.2.1 Apports

Si l'étude de ces articles souligne les évolutions méthodologiques et la progression des résultats obtenus dans un domaine de recherche encore émergent, elle montre néanmoins que les auteurs ne sont pas parvenus à suffisamment différencier leurs approches pour enrichir les apports initiaux. Les résultats démontrent qu'à court ou moyen terme la sélection exercée par les fonds éthiques n'a pas ou peu d'incidence sur la performance financière. Par contre, il semble qu'à long terme un meilleur retour sur investissement peut être attendu. Il ressort également que les critères éthiques ne peuvent pas être appréhendés dans leur globalité et qu'une distinction entre critères favorables et critères défavorables s'avère nécessaire.

Les résultats pourront être mis en perspective avec les études relevant du domaine stratégique et portant également sur l'étude du lien entre CSP et performance financière. Une des limites essentielles des études présentées est l'absence de clarification du concept de CSP : les auteurs ne discutent ni sa définition ni sa mesure. Le postulat implicite est que la CSP est mesurée par l'application de critères sélectifs éthiques. Les études sur les performances financières des fonds éthiques sont proches des travaux sur le lien entre CSP et performance financière, travaux dans lesquels les chercheurs sont confrontés à la difficulté de définir et de mesurer la CSP. L'approche générale consiste à considérer la CSP comme une résultante de la

gestion de la responsabilité sociétale. En comptabilité, l'existence d'une responsabilité sociétale des entreprises se traduit par la diffusion d'informations sociétales concernant les actionnaires, les employés, les consommateurs, les communautés locales, le gouvernement. Pour Mathews (1997), « la comptabilité sociétale et environnementale est définie comme les diffusions volontaires d'informations, à la fois qualitatives et quantitatives, faites par les organisations pour informer ou influencer les destinataires ». Cependant, selon Rockness (1985), la publication d'informations sociétales ne constitue pas une mesure de la CSP. En effet, il constate, avec Ingram et Frazier (1980) et Wiseman (1982) (cités par Rockness [1985]), qu'il n'existe pas de relation entre la diffusion d'informations environnementales et la performance environnementale. En fait, l'absence de définition consensuelle de la responsabilité sociétale rend difficile la mesure de la CSP. Wood (1991) définit la CSP comme « une configuration regroupant des principes de responsabilité sociétale, des processus de sensibilité sociétale et des politiques de développement des relations sociétales ». Cette définition est reprise dans les travaux du courant de la *Business and Society* mais reste difficilement applicable aux études sur les performances financières des fonds éthiques. Roman et al. (1999) ont recensé l'ensemble des recherches empiriques dont l'objectif est de déterminer l'existence ou l'absence de lien entre ces deux entités. Si globalement le lien apparaît positif, les résultats sont mitigés et il semble difficile d'établir une relation définitive entre la CSP et la performance financière. Pourtant, le postulat du lien positif entre les deux notions est un élément essentiel pour expliquer le développement des fonds socialement responsables.

En fait, la recherche d'un lien positif entre performance financière et CSP s'apparente pour les entreprises à une justification de la prise en compte de la responsabilité sociétale : le respect d'une certaine éthique est bénéfique puisqu'elle permet au moins de maintenir les gains financiers, au mieux de les accroître. En effet, pour Rowley et Berman (2000), les chercheurs du domaine *Business and Society* ont d'abord cherché à promouvoir la légitimité de leur domaine et une certaine idéologie liée au lien entre CSP et profit. L'existence d'un lien positif conditionne la pertinence des comportements sociétaux que la plupart de ces chercheurs souhaitent faire adopter aux managers des entreprises. Cette idéologie est également présente dans les travaux sur la performance financière des fonds éthiques : l'investissement dans un fonds éthique impliquerait des gains financiers accrus.

1.2.2 Explicitation des fondements théoriques

Il apparaît que les fondements des études sur les performances financières des fonds éthiques reposent sur des préceptes non formulés de la théorie partenariale¹⁰ de l'agence. Les investisseurs éthiques, comme tout investisseur traditionnel, sont appréhendés comme étant le principal déléguant à l'agent (le dirigeant d'entreprise) le pouvoir d'accroître ses gains financiers. La théorie initiale de l'agence se focalise sur les relations entre les dirigeants, les actionnaires et les créanciers. Or, elle peut être élargie pour intégrer d'autres *stakeholders* et caractériser ainsi l'hétérogénéité des groupes notamment les actionnaires (Charreaux, 1997). Bricker et Chandar (2000) proposent une vision de la relation d'agence dans laquelle le fonds d'investissement, qu'il soit traditionnel ou éthique, n'est plus appréhendé comme un simple

¹⁰ Théorie des parties prenantes (ou *stakeholders*).

intermédiaire. Les gérants de fonds sont à la fois l'agent des investisseurs individuels et le principal du dirigeant de l'entreprise. Cette dernière approche donne une vision plus complète du rôle que peuvent jouer les fonds d'investissement auprès des entreprises notamment en termes de *reporting*, celui-ci étant influencé par la dispersion de l'actionariat¹¹.

Le statut de l'investisseur éthique est complexe : ce n'est pas un simple actionnaire mais une partie prenante que l'entreprise doit satisfaire par l'octroi de bénéfices attendus et par le respect de certains critères. Cela implique de répondre à la question suivante : les fonds éthiques sont-ils des *stakeholders* primaires ou secondaires¹² ? Aucune réponse claire n'a été jusqu'à présent apportée.

Finalement, l'objectif implicite des études sur les performances financières des fonds éthiques est la justification de l'adage de Friedman (1970), à savoir que la seule responsabilité sociale de l'entreprise est de faire du profit. Autrement dit, dans la recherche de performance financière à long terme, les investisseurs éthiques se placent dans une situation de relation d'agence et initialisent avec le dirigeant de l'entreprise un contrat formalisant leurs attentes en termes de gains financiers. Le respect des critères éthiques conditionne alors la satisfaction de ces attentes. Ainsi, le but de ces études est de justifier, avec une vision proche de la théorie financière classique, l'investissement socialement responsable en prouvant qu'il est financièrement viable. Et nous pouvons conclure avec Owen (1990) que les recherches tendant à prouver l'existence d'un lien positif entre la CSP et la performance financière ne permettent pas de faire progresser le *reporting* sociétal. Le postulat de ce type d'études est que les investisseurs s'intéressent en priorité aux aspects financiers de l'investissement. Or, cette optique est incompatible avec le développement d'une comptabilité sociétale (Owen, 1990) et donc avec la recherche d'une meilleure compréhension du concept de CSP. Parallèlement à ce type d'études, des travaux ont été développés pour analyser les processus de décision des managers de fonds éthiques, notamment par rapport à la prise en compte des informations sociétales diffusées par les entreprises.

Les recherches sur l'utilisation des informations sociétales par les investisseurs constituent une première avancée pour faire progresser le *reporting* sociétal et leurs fondements théoriques sous-jacents évoluent et se complexifient, permettant ainsi sans doute de mieux caractériser l'investissement éthique. Ces études sont présentées dans la section suivante.

2. Etudes sur l'utilisation des informations sociétales par les gérants de fonds éthiques

Dans un premier temps, nous présenterons les études sur l'utilisation des informations sociétales par les gestionnaires de fonds éthiques. Puis, comme dans la section précédente, nous tenterons d'inférer les fondements théoriques de ce courant de recherche : les travaux

¹¹ Plus l'actionariat est dispersé et plus le *reporting* sera institutionnel.

¹² Pour Clarkson (1995), les *stakeholders* primaires constituent un groupe sans le soutien duquel une organisation ne peut pas survivre. Les *stakeholders* secondaires font partie d'un groupe qui influence l'entreprise mais n'est pas essentiel pour sa survie.

s'appuient sur les postulats de la théorie de la décision et intègrent les apports des théories socio-organisationnelles, principalement la théorie de la légitimité.

2.1. Les études sur l'utilisation des informations sociétales par les fonds éthiques

Les apports successifs de quatre recherches sont appréhendés au travers des caractéristiques méthodologiques, de la nature des résultats et des liens entre les différents travaux du domaine.

2.1.1. L'étude de ROCKNESS et WILLIAMS (1988)¹³

Rockness et Williams proposent une étude descriptive des huit *mutual funds* socialement responsables aux Etats-Unis. Leur objectif est d'examiner la politique d'investissement et les sources d'informations utilisées par ces fonds. Un questionnaire a été envoyé aux huit gérants de fonds, sept d'entre eux y ont répondu.

Les résultats permettent de tirer des conclusions sur trois points. Premièrement, si les critères divergent d'un fonds à l'autre, les gérants ont cependant une idée précise de la CSP : la protection de l'environnement, les relations avec les employés, les échanges avec les régimes autoritaires, la qualité des produits et les innovations. Ensuite, bien qu'il n'existe pas de critère sociétal faisant l'unanimité, les managers utilisent des méthodes de sélection identiques. Enfin, ils jugent les informations sociétales peu pertinentes. Rockness et Williams remarquent que le recours privilégié, même s'il n'est pas exclusif, à des sources émanant des entreprises (rapports annuels) est problématique puisqu'il peut conduire à des investissements contre-productifs, des études antérieures ayant montré que les informations sociétales publiées dans les rapports annuels ne reflètent pas les performances actuelles.

Cet article pionnier présente une faiblesse tenant à sa méthodologie. Rockness et Williams ont utilisé la méthode du questionnaire ; or, même s'ils obtiennent un taux de retour élevé, sur un échantillon aussi étroit le questionnaire n'est pas l'outil le plus adapté. Leurs questions de recherche traitant de thèmes variés et larges, cela accentue les limites de l'enquête par questionnaire. Néanmoins, son apport reste essentiel. A partir des réponses des gérants de fonds, les auteurs proposent une définition de la CSP, ce qui n'avait jamais été fait jusqu'alors. Il ressort également que le *reporting* sociétal doit prendre en compte les questions intéressant les gestionnaires de fonds éthiques. Ceci est d'autant plus vrai que l'exemple en 2000 de l'intégration de critères éthiques par Calpers démontre que ces questions peuvent aujourd'hui intéresser également les gestionnaires de fonds classiques. En outre, la recherche de Rockness et Williams indique que l'utilisation d'une source d'informations émanant des entreprises conduit à un cercle vicieux. Elle incite les entreprises à diffuser des informations sociétales qui ne reflètent pas *a priori* leur CSP puisqu'il n'existe pas de base commune pour l'évaluation de cette performance. Le rapport annuel devient dès lors un outil de communication et une composante essentielle de la gestion des ressources stratégiques, ce rôle passant avant celui de reddition.

¹³ J.ROCKNESS et P.F.WILLIAMS (1988), « A descriptive study of social responsibility mutual funds », *Accounting, Organizations and Society*, vol.13, n°4, p.397-411.

2.1.2. L'étude de HARTE, LEWIS et OWEN (1991)¹⁴

Cet article est une étude descriptive de quatorze *mutual funds* éthiques britanniques. A la différence de Rockness et Williams (1988), les auteurs ne s'intéressent pas aux critères de sélection ni aux procédures de contrôle des entreprises. Le questionnaire doit permettre de répondre aux quatre points suivants : quelles sont les questions éthiques les plus importantes pour les gestionnaires de fonds, quelle est la place relative du rapport annuel parmi les autres sources d'informations, quelles sont les rubriques du rapport annuel les plus utiles aux décisions d'investissement, quel est le degré de satisfaction des utilisateurs du rapport annuel. S'ils procèdent de la même façon que Rockness et Williams (1988), Harte et *al.* expliquent que l'enquête par questionnaire est mieux adaptée à leur question de recherche qu'elle ne l'était pour l'étude précédente. Mais ils reconnaissent que dans une démarche exploratoire le questionnaire présente des limites. Sur les quatorze fonds concernés, onze ont répondu au questionnaire.

Les résultats rejoignent ceux de Rockness et Williams (1988) et confirment l'importance des rapports annuels comme source d'informations. Au sein de ces rapports, les gestionnaires de fonds affirment s'intéresser en priorité aux discours des dirigeants. Les domaines intéressant les fonds éthiques sont identiques à ceux identifiés dans l'étude antérieure. De même, les gérants de fonds ne sont pas satisfaits par la qualité et la quantité des informations sociétales publiées dans les rapports annuels ; ils souhaitent une meilleure prise en compte des questions éthiques dans les rapports annuels. Cette recherche démontre les limites du *reporting* sociétal traditionnel ; l'opportunité d'une évolution du *reporting* sociétal résiderait-elle dans l'émergence d'une demande des investisseurs éthiques ?

Les travaux de Harte et *al.*(1991) offrent de nombreuses perspectives de recherche. Selon eux, il serait intéressant de savoir comment les gérants de fonds éthiques règlent les conflits potentiels entre CSP et performance financière. Mais il nous semble qu'une recherche de ce type ne peut donner des résultats significatifs que dans la mesure où elle s'appuie sur une enquête par entretiens auprès des gérants concernés.

Même s'ils restent soumis à un certain nombre de limites, ces travaux tentent de pallier les faiblesses méthodologiques de l'étude Rockness et Williams (1988) ; en permettant une comparaison des résultats dans deux pays, ils complètent les apports de la recherche pionnière. La confrontation des deux recherches montre que les attentes des gérants de fonds sont les mêmes aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Des travaux identiques dans d'autres pays permettraient d'effectuer des comparaisons internationales de plus grande envergure et offriraient ainsi des perspectives d'autant plus intéressantes.

2.1.3.L'étude de PERKS, RAWLINSON et INGRAM (1992)¹⁵

¹⁴ G.HARTE, L.LEWIS et D.OWEN (1991), « Ethical investment and the corporate reporting function », *Critical Perspectives on Accounting*, vol.2, p.227-253.

¹⁵ R.W.PERKS, D.H.RAWLINSON et L.INGRAM (1992), « An exploration of ethical investment in the UK », *British Accounting Review*, vol.24, p.43-65.

Le but est de présenter les caractéristiques de l'investissement socialement responsable en Grande-Bretagne. Les auteurs veulent répondre à la question suivante : comment la comptabilité peut-elle aider les investisseurs éthiques à accomplir leurs objectifs. Ils analysent la politique d'investissement des fonds éthiques en s'intéressant spécifiquement aux informations environnementales.

Dans un premier temps, ils examinent les politiques d'investissement publiées chaque année par les fonds éthiques. Leur échantillon est constitué de quatorze fonds éthiques. Quatre critères positifs et neuf critères négatifs ont été isolés. Leurs résultats sont cohérents avec ceux de Harte et *al.* (1991) mais ils notent quelques différences dues à une méthodologie autre. Ils examinent les publications des fonds éthiques alors que précédemment un questionnaire avait été envoyé aux gestionnaires de onze fonds éthiques. Ils examinent ensuite les rapports annuels des entreprises sélectionnées à partir des choix des gérants. Ils examinent les entreprises présentes en portefeuille et concluent que les rapports annuels ne sont pas satisfaisants en termes de diffusion d'informations environnementales puisque sur dix-sept entreprises, dix ne diffusent aucune information relative à ce domaine. Les rapports annuels ne répondent donc pas aux attentes des investisseurs éthiques.

Ces travaux permettent de confronter l'offre et la demande d'informations sociétales (plus précisément environnementales) et de constater le manque d'adéquation entre les deux. Cela pose la question de l'utilisation des rapports annuels par les gestionnaires de fonds éthiques et du recours à des sources alternatives. Les résultats sont à nuancer puisque l'analyse de la demande d'informations environnementales se fait au moyen des publications des fonds éthiques et ces dernières ne reflètent pas forcément leur politique réelle.

L'objet de recherche est plus large que dans les deux études précédentes et la méthodologie utilisée est différente. Pour autant, les résultats restent convergents et la méthodologie utilisée constitue une alternative aux enquêtes par questionnaires. En outre, l'objet de recherche permet de confronter l'offre et la demande d'informations sociétales, offrant ainsi des perspectives plus larges et novatrices. Mais les auteurs ne prennent pas en compte les limites des études antérieures et n'exploitent pas les perspectives qu'elles ont ouvertes.

2.1.4.L'étude de STONE (2001)¹⁶

Stone présente les résultats d'une recherche exploratoire sur l'utilisation des informations sociétales par les gérants de fonds éthiques américains.

Dans un premier temps, des interviews sont menées auprès de six gérants de fonds qui fournissent une liste des entreprises récemment analysées (60% incluses/40% exclues). Dans un second temps, les résultats sont comparés avec les informations fournies par les groupes Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD), Investor Responsibility Research Center (IRRC) et Council on Economic Priorities (CEP). Les informations sont codées, traitées par analyse de contenu et intégrées dans un modèle discriminant destiné à reproduire le processus de décision des gérants de fonds.

¹⁶ B.A.STONE (2001), « Corporate Social Responsibility and institutional investment », *Business and Society*, vol.40, n°1.

Le premier résultat concerne les sources d'informations. Les managers utilisent un nombre important de sources d'informations dont il est impossible d'établir une liste exhaustive. Du fait de l'absence de standardisation, les managers n'ont pas de source privilégiée et supportent un coût d'acquisition de l'information très élevé. En outre, même s'ils utilisent les services de groupes tels que KLD, ils souhaitent obtenir les informations par eux-mêmes. Le deuxième résultat est relatif à la fréquence des réévaluations. Elles sont pratiquées régulièrement, au moins une fois par an et à chaque événement tel qu'une fusion ou une acquisition. Depuis l'étude de Rockness et Williams (1988), des changements significatifs sont visibles dans la fréquence des réévaluations. Ainsi, dans l'étude de Rockness et Williams (1988), *regularly* signifiait tous les trois ou cinq ans alors qu'aujourd'hui les gérants de fonds ne peuvent plus se contenter de leurs évaluations initiales. Le dernier résultat a trait à l'intérêt du modèle discriminant. Stone juge le modèle fiable : pour les processus de décision, 90% des résultats sont corrects ce qui permet de mieux comprendre le processus de décision. D'une part, le modèle démontre que les gérants de fonds éthiques ne s'en tiennent pas aux déclarations d'intentions et qu'ils attendent des actions concrètes de la part des entreprises. D'autre part, il tend à prouver que les gérants ne se focalisent pas sur des problèmes isolés mais davantage sur des politiques de long terme. Ils privilégient une approche *best-in-class* c'est-à-dire qu'ils n'excluent pas de fait les entreprises appartenant à des secteurs très polluants et choisissent la meilleure du secteur.

Les choix méthodologiques constituent l'intérêt principal de cet article. La recherche n'est plus seulement descriptive, comme dans les travaux précédents, mais elle vise à reconstituer les éléments du processus de décision des gérants de fonds. Il en résulte une meilleure compréhension de la place accordée aux informations sociétales dans la prise de décision.

Cette recherche complète les apports issus des travaux précédents. La question de recherche est la même que dans les études initiales mais la méthodologie utilisée permet de pallier les faiblesses soulignées jusqu'alors. Les perspectives ouvertes par Rockness et Williams (1988) sont explorées ici, ce qui souligne à la fois l'intérêt des recherches pionnières et la nécessité de poursuivre les investigations dans ce domaine.

2.2. Synthèse : une application de la théorie de la décision ?

Suite à l'examen des apports des différentes études, les fondements théoriques seront explicités.

2.2.1 Apports

Les résultats de ces travaux sont complémentaires des travaux présentés dans la section précédente : ils permettent de reconstituer l'ensemble du processus de décision des gérants de fonds. Mais, parce qu'elles démontrent l'importance des informations sociétales pour les gérants de fonds éthiques, ces recherches permettent d'aller au-delà de ces premières conclusions. En effet, elles mettent en évidence l'ambiguïté du processus de décision, notamment par rapport au conflit existant entre deux objectifs : la CSP et la performance financière. Le dialogue entre les fonds éthiques et les entreprises constitue une étape

importante de ce processus et les stratégies de diffusions d'informations deviennent alors essentielles pour les entreprises.

2.2.2 *Explicitation des fondements théoriques*

Au sein de 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 ? Ne relevant pas du domaine financier, ont-elles une utilité pour les investisseurs ? Plusieurs études, fondées sur la théorie de la décision, ont cherché à répondre à cette question. Patten (1990) fait une synthèse des études existantes et énumère trois réponses possibles à la question. Premièrement, pour certains investisseurs, les aspects sociétaux sont aussi importants que les éléments financiers. Wokutch (1982), cité par Patten (1990), rapporte que pour 74% des congrégations religieuses, les investissements sont déterminés prioritairement par « des considérations d'ordre religieux ou éthique ». Il en est de même chez de nombreux *mutual funds* ; certains auteurs suggèrent que c'est également le cas pour des investisseurs individuels. La deuxième possibilité est que les informations sociétales sont un substitut aux informations financières. Pour Anderson et Frankle (1980), cités par Patten(1990), des actions socialement responsables peuvent se répercuter sur les profits futurs, par exemple par une amélioration de l'image institutionnelle. Enfin, les informations sociétales renseignent sur les sanctions que les pouvoirs publics peuvent prendre à l'encontre des entreprises. Selon Spicer (1978), des sanctions potentielles ont des répercussions économiques et la valeur des actions le reflète. De ce fait, les informations sociétales constituent un moyen de prévenir de telles sanctions. Mais les études récentes produisent des résultats contradictoires. Par exemple, s'ils ne remettent pas en cause la valeur des informations sociétales pour les investisseurs, les résultats de l'étude de Teoh et al.(1999) ne sont toutefois pas dénués d'ambiguïté. L'importance accordée aux informations sociétales varie en fonction de l'horizon temporel de décision. La diversité des horizons temporels implique autant de stratégies d'investissement qui se répercutent différemment sur les dimensions de la CSP (Johnson et Greening, 1999). Les investisseurs éthiques sont-ils à la recherche de gains financiers accrus par des critères de sélections spécifiques ou désirent-ils effectuer des placements à long terme dans le but d'agir sur le comportement des entreprises ? Dans ce dernier cas, ils sont susceptibles d'accorder une importance plus grande aux informations sociétales et donc d'influencer leur diffusion.

Les fondements théoriques ne reposent pas uniquement sur la théorie de la décision. Dans ces travaux, les investisseurs éthiques sont implicitement présentés comme un groupe pourvu d'une légitimité certaine (au sens de Pfeffer et Salancik [1978]) et que l'entreprise doit satisfaire pour assurer sa survie. Répondre aux demandes d'informations sociétales est un moyen pour l'entreprise de gérer ses ressources en répondant aux attentes d'une partie prenante, les fonds éthiques, qu'elle juge légitime. Se pose alors la question de leur statut vis-à-vis des entreprises. Dans ce courant de recherche, la relation entre investisseurs éthiques et entreprise n'est plus définie en termes de contrat entre un agent et un principal mais en termes de relations politiques et stratégiques. L'investisseur éthique n'est plus à la recherche de gains financiers à long terme, il se donne les moyens d'intervenir au niveau de la gestion des entreprises. Les deux approches restent complémentaires au niveau des fondements théoriques. En effet, les fonds éthiques sont des *stakeholders* très diffus qui supportent des

coûts d'agence très élevés¹⁷ : ils doivent donc mettre en œuvre des mécanismes incitatifs spécifiques en liaison avec la notion de légitimité. Celle-ci résulte de leur mode de fonctionnement : de par leur système de sélection, ils sont susceptibles d'influencer l'image institutionnelle des entreprises.

Ces deux premières sections conduisent à proposer une typologie simplifiée des investisseurs éthiques dans laquelle deux groupes sont représentés. Dans le premier, les investisseurs recherchent des placements financiers performants à long terme ; dans le second, ils adoptent une attitude plus active vis-à-vis des entreprises. Dans ces deux visions de la relation investisseurs/entreprise, les fondements théoriques sous-jacents sont différents mais restent complémentaires. Lorsque l'analyse s'éloigne d'une approche strictement financière, les postulats de la théorie de l'agence s'avèrent insuffisants et le recours à des théories socio-organisationnelles s'avère plus pertinent.

Au niveau du processus de décision des gérants, un seul aspect, l'utilisation des informations sociétales, a été analysé. Un courant plus récent s'intéresse également à ce processus mais avec une approche différente : les auteurs souhaitent définir les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques. Ces recherches apportent une justification au comportement des investisseurs éthiques et permettent de caractériser plus précisément leur processus de décision. Néanmoins, l'approche de ce courant demeure isolée par rapport aux recherches des deux domaines précédents. La section suivante tente de mettre en évidence les caractéristiques et les apports novateurs du courant et cherche à déterminer dans quelle mesure il peut compléter les résultats précédents.

3. Etudes sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques

Dans un premier temps, nous présenterons les études sur les caractéristiques des investisseurs éthiques. Puis, comme dans la section précédente, nous tenterons d'inférer les fondements théoriques de ce courant de recherche : les travaux font référence aux processus cognitifs et remettent en cause le postulat de l'agent rationnel.

3.1. Présentation des études sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques

Les apports successifs de quatre recherches sont appréhendés au travers des caractéristiques méthodologiques, de la nature des résultats et des liens entre les différents travaux du domaine.

¹⁷ Il n'existe pas de différentiel de pouvoir au détriment des managers comme c'est le cas avec les investisseurs institutionnels classiques. Le contrat qui les lie aux managers est-il aussi légitime que celui qui concerne les investisseurs traditionnels ?

3.1.1. L'étude de MACKENZIE et LEWIS (1999)¹⁸

L'article présente les résultats d'une recherche empirique sur les croyances morales et financières des investisseurs éthiques. Cette recherche de nature psychologique se fonde sur les interviews téléphoniques semi-structurées de vingt investisseurs éthiques. Les données recueillies ont été analysées à l'aide d'un logiciel d'analyse de contenu. L'ensemble des participants se sont trouvés confrontés au même problème : comment concilier éthique et profit ? Face à cette contradiction, les investisseurs interrogés essaient de proposer des solutions. Soit ils pensent que les sommes dont ils disposent peuvent être réparties entre un montant principal et un montant subsidiaire, investi dans les fonds socialement responsables. Soit ils expliquent qu'il leur suffit d'être un investisseur partiellement éthique pour satisfaire leurs propres convictions et qu'un raisonnement strictement éthique est difficilement tenable. Finalement, la position la plus communément adoptée par les investisseurs éthiques est le choix d'un portefeuille constitué d'une faible proportion d'actifs éthiques, d'un certain pourcentage d'actifs neutres et majoritairement d'actifs non éthiques. Mais l'absence d'évaluation quantitative des proportions limite la portée de ce résultat.

L'intérêt de cette recherche est multiple. Elle ouvre la voie à des approches expérimentales, absentes jusqu'alors du domaine de recherche. Cette approche permet de répondre à un certain nombre de critiques formulées vis-à-vis des recherches précédentes ; en particulier, elle donne des éléments plus précis sur les processus de décision. Et les problèmes soulevés vont au-delà des questionnements initiaux. L'analyse des croyances des investisseurs éthiques et l'étude de leurs aspects psychologiques permettent de répondre à une question simple mais d'un intérêt non négligeable pour le domaine de recherche : en quoi ces investisseurs se différencient-ils des investisseurs traditionnels ? Face au choix d'un investissement financier, leurs croyances impliquent qu'ils n'effectueront pas clairement des choix « rationnels » au sens de Simon (1955) ; bien qu'ils ne soient pas prêts à sacrifier leurs gains financiers, ils souhaitent conserver une part d'actifs éthiques : la solution n'est pas satisfaisante pour un investisseur traditionnel¹⁹.

3.1.2 L'étude de LEWIS et MACKENZIE (2000a)²⁰

Le but est d'apporter une réponse à la question fréquemment posée : qui sont les investisseurs éthiques ? Pour répondre, les auteurs jugent que le postulat de la rationalité économique est insuffisant. Une démarche plus large, prenant en considération la psychologie économique des investisseurs, doit être adoptée. Lewis et Mackenzie postulent que les décisions des acteurs ne sont pas uniquement motivées par la satisfaction des intérêts privés mais également par des considérations d'ordre moral. Ils considèrent que l'investissement éthique illustre concrètement ce postulat. En effet, dans ce type d'investissement, l'agent ne décide pas

¹⁸ C.MACKENZIE et A.LEWIS (1999), "Morals and markets : The case of ethical investing", *Business Ethics Quarterly*, vol.9, n°3.

¹⁹ L'investisseur traditionnel élabore des projets dont la pertinence diffère : les seuils de satisfaction ne sont pas comparables.

²⁰ A.LEWIS et C.MACKENZIE (2000a), « Morals, money, ethical investing and economic psychology », *Human Relations*, vol.53, n°2.

uniquement en termes d'arbitrage gain espéré/risque encouru puisque des critères non financiers influencent ses préférences. L'enquête prend la forme d'un questionnaire envoyé à 1146 investisseurs britanniques, clients des deux fonds éthiques les plus importants de Grande-Bretagne. Le taux de réponse est de 32%.

Cette enquête permet de recueillir des données démographiques : les investisseurs éthiques sont d'âge moyen, appartiennent à la classe moyenne, sont politiquement actifs et l'investissement socialement responsable semble être une composante de leur style de vie²¹. Les résultats concernant les croyances des investisseurs éthiques montrent que 42% pensent que les investissements éthiques sont moins rémunérateurs que les investissements classiques et 19% qu'ils sont plus risqués. Cependant, 41% pensent que les gains sont aussi élevés et près de 58% que les risques encourus sont identiques. Il semble donc que dans le domaine financier les opinions sont assez partagées. D'ailleurs, 80% des investisseurs interrogés ont un portefeuille mixte et seuls 20% ne possèdent que des actifs éthiques. Un des résultats concerne le comportement des investisseurs éthiques par rapport à l'élasticité-prix des actifs « responsables ». Alors que les investisseurs traditionnels affichent une élasticité-prix symétrique pour les gains et les pertes, les investisseurs éthiques présentent un comportement inélastique face aux pertes et élastique face aux gains. Il est possible de conclure que les contre-performances des fonds éthiques ne sont pas un déterminant des politiques de désinvestissement des investisseurs « responsables » et les préférences de ces derniers ne sont pas corrélées avec les montants investis dans les actifs éthiques.

L'apport de cette recherche réside principalement dans le fait qu'elle remet en cause le postulat de l'agent économique rationnel. Les résultats montrent que lorsque la performance financière des fonds éthiques est inférieure à celle des fonds classiques, les investisseurs « responsables » décident, en majorité, de conserver leurs parts dans ces mêmes fonds. Ils élaborent des options de choix incompatibles avec celles d'un investisseur traditionnel car ne permettant pas d'atteindre les paliers de satisfaction résultant d'une rationalité « procédurale »²². Le raisonnement en termes d'élasticité-prix permet de formaliser davantage cette conclusion. Ce résultat ne confirme pas les conclusions apportées par Mackenzie et Lewis (1999) qui affirment que les investisseurs éthiques ne sont pas prêts à sacrifier leurs gains financiers. Ici, les chercheurs s'intéressent uniquement aux croyances financières des investisseurs éthiques mais ils occultent l'analyse de leurs motivations. Cet aspect aurait permis d'enrichir les réponses apportées, entre autres, à l'analyse du comportement d'élasticité-prix. C'est ce que permet de faire la recherche suivante.

3.1.3.L'étude de LEWIS et MACKENZIE (2000b)²³

Les auteurs s'intéressent au développement de l'activisme actionnarial britannique. Ils opèrent une distinction entre les fonds émettant des signaux « passifs » et ceux émettant des signaux « actifs »²⁴. La plupart des fonds éthiques poursuivent une politique d'investissement passive par rapport aux entreprises dans lesquelles ils investissent. Seuls trois fonds ont mis en œuvre

²¹ Les auteurs ne précisent pas ce qu'ils entendent par cette affirmation.

²² Simon (1955)

²³ A.LEWIS et C.MACKENZIE (2000b), « Support for investor activism among UK ethical investors », *Journal of Business Ethics*, vol.24, n°3.

²⁴ Ils reprennent la typologie *exit/voice* de Hirschman (1970)

des politiques engagées auprès des entreprises. Mais elles ont peu d'effets sur le comportement des entreprises et les auteurs les qualifient de politiques d'engagement « faible ». L'objectif est de savoir si les investisseurs éthiques sont prêts à apporter leur soutien aux politiques d'engagement « faible ». Cela constitue la première question de recherche. Selon Lewis et Mackenzie, une autre voie est susceptible de conduire les entreprises à modifier leur comportement : l'activisme actionnarial tel qu'il est pratiqué aux Etats-Unis. Les travaux de Lewis et Mackenzie devront répondre à une deuxième question : les investisseurs éthiques britanniques sont-ils disposés à s'engager dans un tel mouvement, c'est-à-dire à investir dans des entreprises à faible CSP et à intervenir activement auprès de ses dirigeants. L'échantillon est identique à celui utilisé pour les travaux de Lewis et Mackenzie (2000a) et le taux de réponse au questionnaire est de 32%.

Les résultats montrent que les investisseurs éthiques britanniques sont favorables à des politiques d'engagement de type « faible ». Par contre, ils s'opposent à l'activisme actionnarial « fort ». Seuls 16% des participants se sont déclarés favorables à l'investissement dans des entreprises à faible CSP. Et seulement 19% pensent qu'un fonds éthique doit conserver, jusqu'à ce qu'elles atteignent un prix élevé, les parts d'une entreprise prise en flagrant délit : la solution la plus souvent donnée est de vendre les titres même si cela affecte les résultats financiers du fonds. Ils estiment qu'investir dans une entreprise dans le but de modifier sa gestion n'est pas dans les attributions d'un fonds éthique.

Ces travaux complètent les résultats de la recherche de Lewis et Mackenzie (2000a) en analysant les motivations des investisseurs éthiques et leur comportement vis-à-vis des entreprises sélectionnées. Ces deux recherches permettent d'apporter des éclaircissements à la fois sur les croyances financières des investisseurs éthiques et sur leurs motivations. Une nouvelle perspective est offerte par ces travaux : l'étude des croyances des investisseurs éthiques par rapport aux actions possibles des fonds éthiques sur le comportement des entreprises. Cette question est essentielle au développement éventuel de l'activisme actionnarial.

3.1.4. L'étude de WEBLEY, LEWIS et MACKENZIE (2001)²⁵

Les auteurs s'intéressent aux caractéristiques des investisseurs éthiques et à ce qui les différencie des autres investisseurs. Ils partent d'une contradiction relevée dans des études antérieures : les investisseurs éthiques ne semblent pas insensibles à la performance financière même s'ils affirment ne pas y attacher une importance primordiale. Webley et *al.* ne sont pas d'accord avec les arguments avancés par Mackenzie et Lewis (1999) : ils estiment que les sommes investies dans les placements éthiques sont conséquentes pour les investisseurs et peuvent même constituer leurs principaux placements. Leur méthodologie est originale : un jeu de rôle simulant une consultation avec un conseiller financier virtuel par le biais d'Internet. L'échantillon est constitué de cinquante-six investisseurs rémunérés pour leur participation : vingt-huit investisseurs éthiques et vingt-huit investisseurs classiques.

Le résultat principal est que, pour les participants, l'investissement éthique relève non pas de la recherche de gains financiers mais d'une idéologie et d'une identité particulières. Cette

²⁵ P.WEBLEY, A.LEWIS et C.MACKENZIE (2001), Commitment among ethical investors : an experimental approach », *Journal of Economic Psychology*, vol.22, n°1.

conclusion va à l'encontre des résultats de Mackenzie et Lewis (1999) mais est convergente avec ceux de Lewis et Mackenzie (2000b). De cette étude sont issus d'autres résultats surprenants. Ainsi, les investisseurs éthiques continuent à investir dans un fonds éthique lorsque ses performances financières sont décevantes. Cela pourrait s'expliquer par une stratégie « contrariante », c'est-à-dire que les investisseurs anticipent une hausse des résultats dans les périodes futures. Mais cette explication n'est pas tenable : on n'assiste pas au même cas de figure pour les fonds classiques. Une fois qu'ils ont commencé à investir dans des fonds éthiques, les investisseurs socialement responsables poursuivent leur stratégie, en dépit d'une diminution des performances financières. Mais ce comportement ne peut pas pour autant être qualifié d'irrationnel. En effet, il respecte la démarche « procédurale » décrite dans les travaux sur les processus de décision : les investisseurs éthiques construisent leurs options en fonction de leurs croyances et choisissent parmi ces options. Les auteurs remarquent que si ce type de stratégie est imputable aux croyances des investisseurs, notamment au fait que leurs investissements révèlent qui ils sont, il peut aussi être dû à une limite intrinsèque à l'enquête. En effet, aucun placement éthique alternatif n'étant proposé, les investisseurs n'avaient le choix qu'entre un fonds éthique et un fonds classique. Ceci est susceptible d'expliquer leurs décisions de continuer à investir dans des placements éthiques. La résolution d'un problème de décision risquée dépend des modalités précises de sa formulation : la description d'un problème est un élément stratégique du processus de décision, certaines descriptions étant meilleures que d'autres.

Cette recherche offre des éléments importants sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques, sur leurs motivations et sur leurs comportements. Une réponse claire est apportée à la question de la recherche des gains financiers : elle ne ferait pas partie de leurs préoccupations. Mais la réponse est-elle contingente à la méthodologie employée ? Lewis et Mackenzie (2000a et 2000b) parviennent au même résultat donc *a priori* la réponse dépasse le simple cadre de cette recherche, à savoir l'utilisation d'Internet.

Les travaux de Webley, Lewis et Mackenzie sont très importants car ils constituent une synthèse des trois recherches précédentes. En effet, même si leur méthodologie diffère, leur objet de recherche est défini à partir des conclusions tirées des travaux précédents et notamment de l'identification d'un paradoxe dans le comportement des investisseurs éthiques. Les résultats clarifient les éléments de réponse apportés jusqu'à présent en donnant des précisions sur les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques.

3.2.Synthèse : une remise en cause du postulat de l'agent rationnel ?

Suite à la présentation des apports des différentes études, les fondements théoriques seront explicités.

3.2.1 Apports

Ce courant de recherche apporte une vision très différente des deux approches précédentes. Les aspects les plus novateurs se situent au niveau de l'objet de recherche et de la méthodologie. L'objet de recherche est l'identification des investisseurs éthiques. Ce

questionnement permet d'appréhender les spécificités de l'investissement socialement responsable. La méthodologie ouvre la voie à des perspectives de recherche plus larges et certainement plus porteuses : la démarche expérimentale. Cette démarche semble appropriée pour enrichir et consolider un champ de recherche émergent et les travaux les plus récents tendent à s'orienter dans cette voie.

3.2.2 Explicitation des fondements théoriques

Les futures recherches devront pallier les faiblesses théoriques de ce nouveau courant : les fondements théoriques ne sont pas formulés. Implicitement, les auteurs se réfèrent au postulat de l'agent rationnel. La question de la spécificité des investisseurs éthiques revient à se demander s'ils sont, au même titre que les investisseurs classiques, des agents rationnels. Les résultats issus des trois dernières recherches tendent à infirmer ce postulat. Mais cette remise en cause ne signifie pas que les investisseurs éthiques sont irrationnels : leurs décisions restent cohérentes avec leurs propres croyances. L'intérêt de ces recherches est justement de tenter de caractériser cette rationalité et donc de mieux délimiter les contours de l'investissement éthique.

Conclusion

Le domaine de recherche sur l'investissement « responsable » est un champ émergent dans lequel les travaux évoluent de façon peu cohérente. Néanmoins, le classement thématique permet de clarifier les choix et les directions suivis par les auteurs. Trois champs ont été identifiés : les performances financières des fonds éthiques, l'utilisation des informations sociétales par les gérants de fonds et les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques. Les deux premiers thèmes ont parallèlement fait l'objet de travaux dès la constitution du domaine. Au sein même de ces thèmes, les études se succèdent sans véritable logique : les travaux tentent de prendre en compte les limites soulignées dans les études qui les précèdent mais les perspectives préalablement ouvertes ne sont que rarement exploitées. Et les apports respectifs de chaque domaine ne sont pas globalement synthétisés : ils restent isolés, contribuant ainsi à accentuer leurs faiblesses intrinsèques. D'où l'impression d'un domaine constitué de deux sous-ensembles sans véritable lien. L'évolution récente des thèmes de recherche vers la prise en considération des caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques semble redonner au domaine une cohérence. Les résultats de ces études apportent une dimension supplémentaire au second domaine en caractérisant l'ensemble du processus de décision des gérants de fonds éthiques.

Notre synthèse a souligné les faiblesses théoriques du domaine de recherche : les fondements théoriques sont absents de l'ensemble des articles étudiés. Cette absence, caractéristique d'un champ de recherche émergent, rend délicate l'analyse des résultats et leur généralisation. Notre approche a consisté à expliciter ces fondements théoriques de façon à donner un aperçu plus complet du domaine de recherche. L'explicitation des fondements théoriques témoigne de l'évolution du domaine de recherche. Les premières études s'appuient essentiellement sur

la théorie de l'agence et la théorie des parties prenantes. Parallèlement, les études sur l'utilisation des informations sociétales font référence à la théorie de la décision et montrent l'importance de la prise en compte de théories socio-organisationnelles pour révéler la complexité des phénomènes étudiés. Enfin, le thème le plus récent s'éloigne des deux précédents pour s'intéresser aux processus cognitifs et pour proposer une véritable analyse de la rationalité des investisseurs éthiques. Cette analyse permet d'appréhender ces derniers non pas comme des agents irrationnels mais comme des agents possédant une rationalité spécifique : la logique de l'investissement socialement responsable se trouve clarifiée. Enfin, sur l'ensemble du domaine, nous avons constaté que certains fondements restaient difficiles à inférer mais la jeunesse du domaine ne doit pas faire oublier la nécessité d'une telle explicitation qui constituera un enjeu majeur pour les recherches futures.

Références bibliographiques

- Bricker R. et Chandar N. (2000), « Where Berle and Means went wrong : a reassessment of capital market agency and financial reporting », *Accounting, Organizations and Society*, vol.25, p.529-554.
- Charreaux G.(1997), « Gouvernement de l'entreprise », in *Encyclopédie de Gestion*, éd. Economica, Paris.
- Clarkson M.B.(1995), « A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance », *Academy of Management Review*, vol.20.
- Cummings L.S.(2000), « The financial performance of ethical investment trusts : an australian perspective », *Journal of Business Ethics*, vol.25, n°1, p.79-92.
- Diltz J.D. (1995), « The private cost of socially responsible investing », *Applied Financial Economics*, vol.5, p.69-77.
- Harte G., Lewis L. et Owen D. (1991), « Ethical investment and the corporate reporting function », *Critical Perspectives on Accounting*, vol.2, p.227-253.
- Johnson R. et Greening D. (1999), « The effects of corporate governance and institutional ownership types on CSP », *Academy of Management Journal*, vol.42, n°5.
- Lewis A. et Mackenzie C. (2000a), « Morals, money, ethical investing and economic psychology », *Human Relations*, vol.53, n°2.
- Lewis A. et Mackenzie C. (2000b), « Support for investor activism among UK ethical investors », *Journal of Business Ethics*, vol.24, n°3.
- Luther R.G., Matatko J. et Corner D.C. (1992), « The investment performance of UK ethical unit trusts », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol.5, n°4, p.57-70.
- Luther R.G. et Matatko J. (1994), « The performance of ethical unit trusts : choosing an appropriate benchmark », *British Accounting Review*, vol.26, p.77-89.
- Mackenzie C. et Lewis A. (1999), « Morals and markets : The case of ethical investing », *Business Ethics Quarterly*, vol.9, n°3.
- Mallin C.A., Saadouni A. et Briston R.J. (1995), « The financial performance of ethical investment funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.22, n°4, juin.
- Mathews (1997), « Twenty-five years of social and environmental accounting research. Is there a silver jubilee to celebrate ? », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol.10, n°4, p.481-531.
- Owen D. (1990), « Towards a theory of social investment : a review essay », *Accounting, Organizations and Society*, vol.15, n°3, p.249-265.

- Patten D.(1990), « The market reaction to social responsibility disclosures : the case of the sullivan principles signings », *Accounting, Organizations and Society*, vol.15, n°6.
- Pfeffer J. et Salancik G. (1978), *The external control of organizations : a ressource dependancy perspective*, Harper and Row, New York.
- Perks R.W.,Rawlinson D.H. et Ingram L. (1992), « An exploration of ethical investment in the UK », *British Accounting Review*, vol.24, p.43-65.
- Rockness J. (1985), « An assessment of the relationship between US corporate environmental performance and disclosure », *Journal of Business, Finance and Accounting*, automne, p.339-354.
- Rockness J. et Williams P.F. (1988), « A descriptive study of social responsibility mutual funds », *Accounting, Organizations and Society*, vol.13, n°4, p.397-411.
- Roman R., Hayibor S. et Agle B. (1999), « The relationship between social and financial performance », *Business and Society*, vol.38, n°1.
- Rowley T. et Berman S.(2000), « A brand new brand of corporate social performance », *Business and Society*, vol.39, n°4.
- Simon H.A.(1955), « A behavioral model of rational choice », *Quarterly Journal of Economics*, février, p.99-118.
- Spicer B. (1978), « Investors, CSP and information disclosure : an empirical study », *The Accounting Review*, janvier, p.94-111.
- Stone B.A. (2001), « Corporate Social Responsibility and institutional investment », *Business and Society*, vol.40, n°1.
- Teoh S., Welch I. et Wazzan C.P.(1999), « The effect of socially activist investment policies on the financial markets : evidence from the South African boycott », *Journal of Business*, vol.72, n°1.
- Webley P., Lewis A. et Mackenzie C. (2001), Commitment among ethical investors : an experimental approach », *Journal of Economic Psychology*, vol.22, n°1.
- Wood D.J. (1991), « Corporate social performance revisited », *Academy of Management Review*, vol.16.