

**Congrès du réseau des IAE
Strasbourg
31 août et 1^{er} septembre 2010**

**L'effet de l'ISR sur la performance financière :
une analyse méthodologique de la littérature empirique**

**Christophe REVELLI
Doctorant Sciences de Gestion
Université Montpellier 1 – ISEM
christophe.revelli@wanadoo.fr**

**Centre de recherche sur le management et les marchés (CR2M) – Groupe Finance
Université Montpellier 2
Case courrier 028
Place Eugène Bataillon
34095 Montpellier Cedex 5
www.cr2m.net**

L'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse méthodologique de la littérature empirique

Résumé : Cette étude a pour but de présenter une synthèse de la littérature empirique cherchant à démontrer un lien de cause à effet entre l'investissement socialement responsable (ISR) et la performance financière ou boursière. Les vingt dernières années ont vu se développer un intérêt croissant des chercheurs, des acteurs de marché et de la communauté financière en général autour de ce thème de recherche, ceci ayant provoqué l'apparition d'une littérature de plus en plus fournie et offrant des résultats souvent variés et contradictoires. A travers une analyse méthodologique d'un corpus empirique regroupant 75 études, nous tenterons d'apporter des éléments explicatifs à cette relation et de déterminer si les différentes méthodologies utilisées au sein de chaque étude ont tendance à influencer les résultats empiriques de l'ensemble des travaux observés. Les différents impacts de l'ISR (positif, négatif, neutre) sur la performance développés par les auteurs seront croisés avec un ensemble de variables d'observation recensées au sein des mêmes études, ceci permettant de définir quels sont réellement les critères d'observation et approches méthodologiques qui influencent ou non la performance financière de l'ISR.

Mots-clés : Investissement Socialement Responsable (ISR), investissement éthique, performance financière, mesure de la performance.

The effect of SRI on financial performance: a methodological analysis of the empirical literature

Abstract : This study aims at presenting a synthesis of the empirical literature trying to demonstrate a link of cause to effect between Socially Responsible Investment (SRI) and the financial or stock-exchange performance. The last twenty years saw developing an increasing interest of the researchers, the actors of market and the financial community generally around this theme of research, this having caused the appearance of a more and more supplied literature and offering often varied and contradictory results. Through a methodological analysis of an empirical corpus including 75 studies, we shall try to bring explanatory elements to this relation, and to determine if the various methodologies used within every study tend to influence the empirical results of all the observed works. Various impacts of SRI (positive, negative, neutral) on the performance developed by the authors will be crossed with a set of variables of observation listed within the same studies, this allowing to define what are really the criteria of observation and methodological approaches which influence or not the financial performance of SRI.

Key Words: Socially Responsible Investment (SRI), ethical investment, financial performance, measure of performance.

Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR), nouvelle forme d'investissement orienté sur des critères éthiques, environnementaux, sociaux ou de gouvernance attire de plus en plus l'intérêt des investisseurs institutionnels et privés mais également du monde académique. Historiquement, les placements dits « éthiques » sont les premiers à voir le jour dans les années 1920 et excluent de leur sélection les sociétés orientées sur des activités immorales (alcool, tabac, nucléaire...). Les placements « socialement responsables » apparaissent plus tard (fin des années 1980 aux USA et en Grande-Bretagne) et adoptent une technique dite « d'inclusion ». Des analystes extra-financiers internes aux sociétés de gestion (*buy-side*) ou externes (*sell-side*) évaluent les sociétés sur des critères dits ESG (Environnement, Social, Gouvernance), permettant ainsi l'intégration des meilleures entreprises au sein des portefeuilles de gérants. Certains placements appelés « thématiques » peuvent privilégier une des trois approches inclusives (environnementale, sociale, gouvernance). L'investissement socialement responsable peut également prendre la forme d'un engagement ou d'activisme actionnarial, exigeant des entreprises une politique de responsabilité sociale et environnementale plus forte via un dialogue direct et l'exercice des droits de vote en assemblées générales². La communauté scientifique n'a pas réellement défini les contours de l'ISR mais une définition le résume bien. Ainsi, selon Déjean (2005, p.27) « un investissement est défini comme « socialement responsable » s'il intègre des critères non financiers dans la sélection des titres de portefeuilles d'actions ou d'obligations ».

D'un point de vue scientifique, les travaux traitant de l'investissement socialement responsable (ISR) portent principalement sur la recherche de sa rentabilité financière, ou en d'autres termes cherchent à comprendre si ce type d'investissement ne présente pas de coût financier comparé à un investissement traditionnel. Ainsi, investir de manière socialement responsable agit-il sur la performance financière d'un point de vue de marché ? Cette question suscite depuis maintenant plusieurs années l'intérêt des chercheurs, des acteurs de marché et de la communauté financière en général. Plusieurs études empiriques ont tenté de démontrer un lien de causalité entre la mise en place de critères extra-financiers dans les processus d'investissement et la performance financière des fonds socialement responsables (FSR) ou indices éthiques ou ISR, apportant *ex-post* une contribution supplémentaire au débat. Il en ressort aujourd'hui un manque de consensus évident sur le lien entre investir de manière socialement responsable ou éthique et la rentabilité financière que cela procure.

Ceci peut s'expliquer en partie par le fait que ce champ de recherche se caractérise par la présence exclusive d'études empiriques dont les fondements théoriques sont très implicites (Déjean, 2002). En effet, il est compliqué pour les chercheurs d'ancrer leurs travaux au sein d'un référentiel scientifique. Certains auteurs voient cependant au travers de certaines raisons explicatives une performance inférieure de l'ISR par rapport à l'investissement traditionnel, plus spécifiquement sur les critères environnementaux et sociaux. Selon la théorie moderne du portefeuille développée par Markowitz (1952), un portefeuille ne trouve sa rentabilité que dans sa diversification et l'ajustement minimum de son risque. L'ISR, par définition, s'impose des contraintes de sélectivité, excluant de par les processus de filtrages positifs et négatifs un grand nombre de titres, et offrant *de facto* une capacité de diversification beaucoup moins importante. Il devrait en résulter des rentabilités plus faibles que celles d'un investissement traditionnel, la frontière efficiente de l'ISR se situant sous la frontière de Markowitz (Le Maux et Le Saout, 2004). Selon Boutin-Dufresne (2002, p.14-15), « l'hypothèse d'efficience des marchés, voulant que toute l'information disponible publiquement se reflète dans le prix d'un titre, suggère que les titres ou portefeuilles « éthiques » ne devraient pas manifester une performance financière supérieure aux autres titres, étant donné le caractère « public » de l'information ayant trait à la responsabilité sociale de l'entreprise. En conséquence, plus les marchés seront efficaces, plus les investisseurs arriveront à maximiser la relation rendement-risque de leur portefeuille, et plus l'impact des filtres positifs/négatifs sera négatif sur le niveau de rendement-risque espéré du portefeuille. Ainsi, la frontière efficiente des portefeuilles socialement responsables sera sous-optimale en comparaison de celle d'un portefeuille non

² Source Novethic, www.novethic.fr

responsable ». La thèse de l'inefficience des portefeuilles ISR est également soulevée Burlacu et *al.* (2004), De Brito et *al.* (2005) ainsi que Renneboog et *al.* (2008). De plus, selon Rudd (1981), l'introduction d'éventuels biais ou de contraintes au sein des portefeuilles d'investissement (dont les contraintes sociales et environnementales) nuirait obligatoirement à la performance finale. La thèse de Rudd a été suivie par de nombreux auteurs comme Miglietta (2005) ou Scholtens (2005) qui confirment que l'ISR souffre d'un biais « *value* », en s'orientant plus spécifiquement sur des valeurs de croissance offrant de plus faibles dividendes et des performances moins élevés que les valeurs de rendement (*Growth stocks*). Certains chercheurs pensent également que l'ISR de par son approche sélective provoquerait un biais sectoriel en se restreignant à un plus petit nombre de secteurs d'investissement, augmentant ainsi son risque tout en diminuant sa rentabilité (Clow, 1999 ; Scholtens, 2005). Enfin, la théorie des « coûts » de l'ISR est avancée comme une cause importante de sousperformance. En effet, la prise en compte de critères environnementaux et sociaux par une entreprise génère des coûts supplémentaires impactant respectivement sa politique de prix, son profit et le prix de son action (Pagès, 2006). Des coûts de transaction et des frais de gestion plus élevés seraient également une des causes de performance inférieure de l'ISR par rapport aux investissements conventionnels (Rudd, 1981 ; Tippet ; 2001, Geczy et *al.*, 2003).

A contrario, certaines formes d'ISR bénéficient d'apports théoriques qui tendent à prouver que ce type d'investissement peut être générateur de valeur. C'est le cas de l'activisme actionnarial ou de l'ISR orienté sur des critères de « Gouvernance », soutenus notamment par les thèses constituant la théorie des parties prenantes ou « *stakeholders theory* » (Freeman, 1984). Ainsi, selon Igalens et Point (2009, p.7), « l'approche par les parties prenantes permet de créer de la valeur ». L'activisme actionnarial, de par la pression exercée par les actionnaires sur les entreprises, permet de modifier les comportements de ces derniers en les orientant sur les valeurs qu'ils défendent (Ryan et Schneider, 2002). Le rapport direct de l'actionnaire avec le système de gouvernance de l'entreprise, l'influence qu'il peut avoir dans les décisions ainsi que la demande d'attention immédiate (Capron et Quairel-Lanoizelée, 2004) permettent une prise en compte rapide de ses exigences. Cela se répercute plus rapidement sur le prix des actions, comme le prouvent les études de Hillman et Keim (2001), Gompers et *al.* (2003) ou de Core et *al.* (2006), ainsi que l'étude de Smith (1996) avec l'exemple des entreprises ciblées par le fonds de pension américain activiste CalPERS, qui voient le prix de leur action augmenter dès lors qu'elles ont accepté les résolutions de structure de leur gouvernance.

De nombreux auteurs ont testé de manière empirique la relation entre l'ISR et la performance financière dans le but d'infirmer ou confirmer l'ensemble des ces apports théoriques. Certains y voient un effet positif, arguant que l'ISR peut générer une rentabilité financière supérieure à celle de fonds ou d'indices conventionnels et ne possède donc pas de coût financier (Mallin et *al.*, 1995 ; D'Antonio et *al.*, 1997 ; Statman, 2000 ; Plantinga et Scholtens, 2001 ; ou encore Galema et *al.*, 2008). D'autres chercheurs y voient un sens de causalité négatif, stipulant que l'ISR est destructeur de valeur et procure des performances inférieures à celles d'investissements conventionnels (Havemann et Webster, 1999 ; Burlacu et *al.*, 2004 ; Miglietta, 2005 ; Girard et *al.*, 2007). Enfin, certaines conclusions insistent sur l'aspect neutre et non significatif de l'effet de cette relation (Hamilton et *al.*, 1993 ; Dhrymes, 1998 ; Kreander et *al.* ; 2005 ; Bauer et *al.*, 2007).

La littérature scientifique traitant de l'effet de l'ISR sur la performance financière présente donc un aspect empirique fort mais très peu d'auteurs ont tenté d'en synthétiser et d'en interpréter les résultats. A ce jour et d'après nos connaissances, seules quelques revues de littérature scientifique ont été publiées (Kurtz, 1997, 2005 ; Déjean, 2002 ; Renneboog et *al.*, 2008 ; Saadaoui, 2009) ainsi que deux études institutionnelles regroupant un certain nombre de recherches académiques³. Cependant, peu d'entre elles utilisent un corpus empirique aussi large que la recherche proposée qui recense un panel de 75 études empiriques et 161 expérimentations, et aucune n'a déterminé s'il existe ou non des biais méthodologiques différents selon les études et les différents impacts de l'ISR observés (positif, négatif ou neutre). Cette recherche pose donc la question suivante : les

³ Cf Philips, Hager et North (2007), www.phn.com et étude UNEP.FI/Mercer (2007), www.unepfi.org

méthodes de recherche empiriques existantes dégagent-elles un consensus autour de la performance financière de l'ISR ?

Cette revue offre un intérêt théorique important, dans le sens où elle apporte une contribution significative au débat sur la performance financière de l'ISR en étant la première à explorer la littérature sous un angle encore inobservé à ce jour. Focaliser l'attention de ces travaux sur l'analyse de la méthode plutôt que d'effectuer une simple revue narrative permettra de proposer un bilan méthodologique qui dessinera les contours et limites du corpus empirique étudié. Ceci aura pour but de définir si les différentes techniques de recherche empiriques recensées à ce jour sont aptes à affirmer de manière universelle l'existence ou non d'un effet de l'ISR sur la performance financière. Selon les résultats observés, cette revue devra également définir si ces méthodes de recherche doivent évoluer pour prouver l'universalité de ce lien.

Dans un premier temps, les variables d'observation sélectionnées ainsi que la constitution du corpus empirique seront détaillées. Dans une seconde partie, les critères d'observation seront croisés avec les différents impacts observés et ce pour chaque expérimentation recensée. L'ensemble de ces croisements amènera une discussion autour de l'influence des méthodologies empiriques employées pour étudier la performance financière de l'ISR, dans le but de déterminer si ces dernières génèrent un consensus sur la performance de l'ISR.

1 – Définition des variables d'observation et du corpus empirique

La littérature empirique traitant de la relation ISR / performance financière croît considérablement depuis le début des années 2000 et a tendance à provoquer un débat sans cesse alimenté, notamment depuis le développement constant et exponentiel au sein de la communauté financière des investissements dits éthiques ou socialement responsables. Depuis l'étude pionnière de Moskowitz (1972) qui affirme que les actions et titres considérés comme « socialement conscientes » possèdent une sensibilité spéciale pour surpasser leurs concurrentes, la recherche académique a alimenté de manière fournie cette thèse. Il en résulte, surtout depuis le début des années 1990, un grand nombre de publications et travaux de recherche traitant de ce sujet, offrant des résultats empiriques variés et souvent contradictoires. Selon certains auteurs, des biais méthodologiques peuvent influencer l'interprétation de la performance financière de l'ISR (Diltz, 1995 ; Hutton et *al.*, 1998, D'Antonio et *al.*, 2000 ; Butz, 2003 ; Scholtens, 2005 ; Kurtz, 2005 ; De Brito et *al.*, 2005 ; Core et *al.*, 2006 ; Vermeir et *al.*, 2006 ; Amenc et Le Sourd, 2008). Dans le but de vérifier si l'impact de l'ISR sur la performance financière varie selon la méthodologie empirique appliquée, plusieurs variables d'observation ont été définies et constitueront la base sélective des études qui incorporeront le corpus expérimental.

1.1 - Variable « Marché ISR »

La recherche s'étend à l'ensemble des marchés ISR mondiaux, sans aucune préférence ni distinction. Cette zone géographique pourra être européenne ou internationale, certains placements ISR pouvant investir dans des marchés plus larges que celui d'un seul pays.

1.2 - Variable « Méthode de comparaison de données »

Pour Diltz (1995), étudier des portefeuilles ISR existants ou construire ses propres portefeuilles ISR peut amener à des interprétations différentes en terme de performance financière de l'ISR. La méthode de comparaison de données peut ainsi être considérée comme un biais méthodologique éventuel, pouvant jouer un rôle modérateur sur la relation ISR / performance financière. Les travaux présentés se situent dans le cadre d'une recherche expérimentale, signifiant que les études qui composeront le corpus empirique devront comparer les performances boursières d'un groupe expérimental (ISR) et d'un groupe de contrôle (non ISR). Les groupes expérimentaux et de contrôle pourront prendre la forme d'indices, de fonds ou de portefeuilles constitués par les chercheurs (sélection de titres et application de filtres ISR selon les ratings des analystes extra-financiers) dans le but d'analyser toutes formes de placements et de déterminer si certains jouent un rôle modérateur plus important que d'autres. Deux types de performances seront ainsi analysées comme modératrices ou non de l'effet de l'ISR sur la performance financière : la performance des gérants

ISR (comparaison de titres ISR avec un indice de référence ISR ou non ISR) et la performance intrinsèque des titres ISR (comparaison de placements ISR et de placements conventionnels).

1.3 - Variable « Approche thématique ISR »

Selon certaines expérimentations, une approche extra-financière « thématique » peut être développée. Butz (2003) et Scholtens (2005) remarquent que ce critère peut influencer la nature de la performance de l'ISR. L'objectif de cette variable sera de définir, dans le cas où l'expérimentation relevée le définit, si l'un des trois facteurs dits « ESG » (environnement, social ou gouvernance) joue un rôle modérateur plus intense que les autres, et si les stratégies de *screening* positif (de type inclusif) influencent plus l'intensité du lien ISR / performance financière que les stratégies de *screening* négatif (de type exclusif).

1.4 - Variable « Famille d'investissement ISR »

L'influence d'une certaine classe d'actifs sur la relation ISR / performance financière est une variable modératrice à prendre en compte. Ainsi, Hutton et *al.* (1998) ou D'Antonio et *al.* (2000) remarquent que la famille d'investissement ISR peut jouer un rôle dans la performance financière. Le corpus étudié devra détailler les familles d'investissement choisies au sein des différentes expérimentations le composant, afin de déterminer s'il existe un type d'actif (action, obligation, diversifié) jouant un rôle modérateur plus fort qu'un autre sur la relation entre les variables indépendante et dépendante.

1.5 - Variable « Taille de l'échantillon expérimental »

La recherche doit prendre en compte la taille de l'échantillon expérimental comme variable externe et ceci selon un classement par nombre de titres ISR composant un portefeuille *ad hoc* constitué par le chercheur, par nombre de FSR étudiés ou par nombre d'indices ISR analysés. La définition du corpus empirique permettra de classer les tailles d'échantillon relevées au sein des expérimentations selon des catégories homogènes et représentatives, dans le but de définir si l'une d'entre elles exerce un pouvoir pondérateur sur la performance financière de l'ISR.

1.6 - Variable « Période d'observation »

Dans leurs travaux, Core et *al.* (2006) ainsi qu'Amenc et Le Sourd (2008) définissent la durée de la période observée comme un modérateur sur le lien entre investir de manière socialement responsable et dégager de la rentabilité financière. Les durées d'observation recensées dans le corpus expérimental seront répertoriées au sein de plusieurs catégories, afin de déterminer s'il existe des variations dans la relation ISR / performance financière selon une observation sur le court terme ou le long terme.

1.7 - Variable « Mesure de la performance financière »

Selon Derwall et *al.* (2005), des résultats totalement opposés apparaissent selon si la mesure de performance utilisée est une mesure monofactorielle (Ratio de Sharpe) ou multifactorielle (modèle à 4 facteurs de Carhart). Ceci est confirmé par les travaux de Galema et *al.* (2008), qui indiquent que l'interprétation de la performance de l'ISR dépend de la mesure de performance utilisée. L'objet de la recherche s'étend sur une performance financière d'un point de vue de marché. Il s'entend donc que pour quantifier la performance boursière qui constitue la variable à expliquer, les expérimentations composant le corpus devront employer des techniques d'évaluation propres à la gestion de portefeuille. Cela pourra s'étendre des mesures d'évaluation les plus simples telles les rentabilités brutes, à des modèles monofactoriels issus de la régression du MEDAF (Ratio de Sharpe (1966) ou Alpha de Jensen (1968,1969)) en passant par des modèles multifactoriels plus complexes (Fama-French, 1993 ; Carhart, 1997).

1.8 - Définition du corpus empirique d'observation

Un corpus empirique regroupant 75 études statuant sur le lien ISR / performance financière et utilisant des méthodologies quantitatives différentes a été créé. Toutes ces études ont été recensées par une recherche sur plusieurs bases de données informatiques (ABI Inform, EBSCO, Econlit,

Science Direct) conjointement à une vaste recherche manuelle utilisant l'ensemble des bibliographies de chaque étude. Pour intégrer le corpus, les travaux sélectionnés doivent présenter une démarche d'expérimentation empirique ainsi que l'ensemble des variables d'observation prédéfinies ci-dessus. Les études répertoriées sont issues soit de publications dans des revues scientifiques (financières, économiques ou traitant des thèmes de développement durable et d'éthique), soit de communications dans des congrès ou conférences à thématique financière, éthique ou de développement durable, soit de documents de recherche ou *working papers* n'ayant pas fait l'objet de publications. Le choix d'étudier des travaux différents en terme d'origine bibliographique se justifie par le fait qu'un éventuel biais de publication peut se présenter. Selon Laroche (2007), « plusieurs études ont ainsi montré que certaines revues académiques avaient tendance à un certain degré de publication sélective en ne retenant à la publication qu'un certain type d'études, notamment celles qui présentent des résultats statistiquement significatifs. Dès lors, une synthèse de la littérature qui s'appuierait uniquement sur les études publiées pourrait s'avérer biaisée en faveur d'études présentant des effets empiriques plus larges qu'ils ne sont réellement ». L'ensemble des travaux composant le corpus empirique se définissent par eux-mêmes comme étudiant « l'investissement socialement responsable » ou « éthique » et traitent de l'ensemble des définitions de l'ISR, qu'il soit inclusif, exclusif, thématique ou orienté sur l'activisme actionnarial, privilégiant ainsi toutes les formes représentatives de ce type d'investissement. Sur les 75 études empiriques répertoriées dans le corpus, 161 expérimentations ont été recensées dans un tableau de synthèse non présenté dans ce document et classant les différents travaux selon les variables d'observation définies, ce qui permet ainsi le codage de l'ensemble du corpus. Les résultats observés pour chaque étude impliquent une relation causale de l'impact de l'ISR sur la performance financière, cette relation pouvant être positive, négative ou neutre. Une synthèse de la littérature mobilisée sera effectuée au travers de la description de chaque critère d'observation dans les parties développées ci-dessous, donnant ainsi l'orientation méthodologique du corpus empirique.

2 – L'effet de l'ISR sur la performance financière selon les variables d'observation définies

La présente section aura pour objectif d'établir un état des lieux de la littérature empirique selon les différentes variables d'observation définies et de recenser les relations « critères d'observation / impacts ISR observés ». Ceci permettra de détailler par nature d'impact (positif, négatif ou neutre) l'ensemble des variables utilisées et d'en tirer des préférences méthodologiques de chaque effet de l'ISR sur la performance financière.

2.1 – L'effet de l'ISR selon le marché ISR étudié

Parmi les 161 expérimentations étudiées, les marchés anglo-saxons sont de loin les plus expérimentés (95 expérimentations soit 59% de l'échantillon) et le marché américain représente à lui seul 49% du corpus (80 expérimentations). Ce marché présente une proportion d'impacts neutres observés plus importante qu'une proportion d'impacts positifs ou négatifs (45% contre 32,5% et 22,5%). Mais paradoxalement, depuis le début de cette période relativement productive en termes de recherche et facilement expliquée par le développement très rapide du marché de l'ISR au cours de cette période, ce sont les études anglaises (9%) qui peuvent être considérées comme pionnières dans le domaine (Déjean, 2002). En effet, les travaux de Luther et *al.* (1992), Luther et Matatko (1994), Hamilton et *al.* (1993) ainsi que Mallin et *al.* (1995) serviront de point d'ancrage aux différents travaux sur la performance financière de l'ISR qui suivront au cours des années 1990 et 2000 et seront cités de manière quasi-systématique par l'ensemble des chercheurs étudiés. Les travaux étudiant le marché anglais observent autant d'impact neutre que négatif (40% chacun) et moins d'impact positif (20% des cas). Cet intérêt pour les marchés anglo-saxons s'explique simplement par le fait que les USA représentent le premier marché ISR mondial avec un encours de 1917 milliards d'euros à fin 2007 et la Grande-Bretagne le second marché mondial avec un encours estimé à près de 1000 milliards d'euros à fin 2007 (cf tableau 1). Ces deux marchés resteront longtemps les seuls marchés ISR aux données exploitables et offrant ainsi une base d'observation.

Tableau 1 – Impact selon le marché ISR étudié

Impact ISR \ Marché ISR	US	UK	FR	AUS	NED	EUR	CAN	AUTRES	
	+	26	3	1	1	1	3	0	5
=	36	6	11	3	4	5	9	6	80
-	18	6	2	3	3	7	0	2	41
	80	15	14	7	8	15	9	13	161
Encours ISR fin 2007 en milliards d'€	1917	960	2665	99	333	435	41	4963	11

Le marché français, où l'on observe majoritairement des impacts ISR neutres sur la performance financière (78,5%) est plus particulièrement étudié depuis les 5 dernières années (8,5% du corpus) et les travaux de Plantinga et Scholtens (2001) qui comparent la performance de FSR français, belges et hollandais. Un marché comme celui des Pays-Bas qui possède un encours ISR significatif est très peu observé (5% du corpus). Enfin, certains auteurs ne spécifient pas précisément les pays étudiés mais expérimentent sur des zones plus larges, en observant des fonds européens (Butz, 2003 ; Le Maux et Le Saout, 2004 ; Miglietta, 2005 ; Vandeveldt *et al.*, 2005 ; Ziegler *et al.*, 2007) ou internationaux (Le Maux et Le Saout, 2004 ; Vermeir *et al.*, 2005 ; Vermeir et Friedrich, 2006). Il est également intéressant de noter que le marché canadien observe systématiquement une performance de l'ISR similaire à celle des groupes de contrôle étudiés (100% des cas) et que seul le marché ISR européen (FSR investis dans la zone européenne) recense dans la plupart des cas un impact négatif de l'ISR sur la performance financière (7 expérimentations sur 15 soit 47% des cas).

2.2 – L'effet de l'ISR selon la taille de l'échantillon définie

Le tableau 2 regroupe l'ensemble des périodes d'observations des études empiriques selon 5 catégories. Sur les 161 expérimentations composant le corpus, seules 5 ne comportent pas d'information précise quant au nombre de titres ou de fonds observés. A noter que les échantillons expérimentaux peuvent être composés de FSR, d'actions notées sur des critères ISR ou d'indices ISR. Le choix de la taille de l'échantillon pour les études employant des indices ISR comme données expérimentales s'est fait autour du nombre d'indices étudiés et non autour du nombre de titres composant les indices étudiés, principalement en raison de la composition « flottante » des indices et donc l'approximation qui serait générée par la définition du nombre exact de titres constituant l'indice au moment de l'étude empirique. Par ailleurs, seul un échantillon expérimental (Hong et Kacperczyk, 2009) représente des fonds vicieux⁵ (193 fonds). Les nuances d'échantillonnage sont donc importantes si l'on choisit d'étudier un FSR ou une action notée sur des critères socialement responsables. Mais il reste intéressant d'observer quelles sont les tendances en termes de choix d'échantillonnage et si les auteurs ont opté pour des groupes expérimentaux de petite ou de grande taille, et dans quel but.

La taille la plus souvent employée et observée est un échantillon de moins de 20 FSR, titres socialement responsables ou indices socialement responsables (67 expérimentations). Le choix de ces auteurs s'oriente plus particulièrement sur une stratégie s'articulant autour de l'étude de FSR liés à un marché spécifique ou une période précise. Ce choix d'échantillonnage se fait également souvent par défaut, du fait d'un nombre de FSR restreint selon les marchés étudiés ou d'une

⁴ Source: Eurosif European SRI Survey, 2008, www.eurosif.org

⁵ Les placements vicieux, contrairement aux investissements dits « éthiques » et exclusifs, choisissent d'investir dans des secteurs d'activité jugés « immoraux » ou « non éthiques », tels le tabac, l'alcool, l'armement ou la pornographie.

méthodologie contraignante (difficulté de coupler un maximum de FSR avec des fonds conventionnels si le choix est fait de s'orienter sur une technique de *Pair-Matching*). Il est observé majoritairement un impact neutre de l'ISR sur la performance financière dans le cadre de ce type d'échantillon (64% des cas).

Tableau 2 – Impact selon la taille de l'échantillon expérimental choisie

Impact ISR	Taille échantillon						
	- 20	20 à 49	50 à 99	100 à 499	+ 500	NS	
+	12	2	5	10	6	5	40
=	43	15	12	6	4	Ø	80
-	12	11	10	8	Ø	Ø	41
	67	28	27	24	10	5	161

Les échantillons de taille intermédiaire (20 à 49 et 50 à 99) sont employés dans les quasi mêmes proportions (respectivement 28 et 27 expérimentations) et le résultat observé en terme de performance est également majoritairement neutre (54% pour les 20 à 49 et 44% pour les 50 à 99). Il est également intéressant de noter que les échantillons de grande taille (plus de 500) sont peu utilisés (10 expérimentations) et qu'ils s'axent principalement autour de l'étude à grande échelle d'actions ou de fonds notés sur des bases ISR. Dans ce cas précis, les échantillons sont constitués soit par des titres (Guerard, 1997a, b ; Stone et *al.*, 2002 ; Gompers et *al.*, 2003 ; Core et *al.*, 2006 ; Galema et *al.*, 2008) soit par des fonds conventionnels (Plantinga et Scholtens, 2001) et sont notés sur des critères éthiques mis en place par des sociétés d'analyse extra-financière telles KLD pour le marché américain ou Vigeo et Innovest pour le marché européen. Il en va de même pour les échantillons expérimentaux recensant entre 100 et 499 fonds ou actions. Les études employant ce type d'échantillon observent majoritairement un impact positif de l'ISR sur la performance financière. Mais il est également intéressant de noter que la taille d'échantillon expérimental « -20 » apparaît majoritairement dans l'ensemble des différents impacts observés (12 sur 40 pour les cas d'impact ISR positif, 43 sur 80 pour les cas d'impact neutre et 12 sur 41 pour les cas d'impact négatif).

2.3 – L'effet de l'ISR selon les périodes étudiées

Le tableau 3 recense les 161 impacts de l'ISR selon les différentes périodes étudiées. Une classification des périodes étudiées a été réalisée selon 4 catégories : moins de 5 ans (court terme), 5 à 9 ans (moyen terme), 10 à 19 ans (long terme) et plus de 20 ans (très long terme). La période d'observation dépend en grande partie de l'historique des fonds et de leur date de création et s'adapte généralement aux échantillons et bases comparatives que les auteurs ont décidé d'étudier, le but étant de couvrir un nombre significatif de données historiques. Certains auteurs ont délibérément fait le choix d'observer des périodes très courtes (-5 ans, 24% du corpus) ou de s'orienter sur l'étude d'une période spécifique de crise (krach de la bulle internet 2001-2003) comme le fait Scholtens (2005) pour déterminer le comportement de la performance de l'ISR dans un cadre court terme. Quelques chercheurs privilégient également l'observation d'un échantillon de FSR important mais ne présentant pas d'historique commun assez long pour entreprendre une analyse moyen ou long terme (Schröder, 2004 ; Fernandez-Izquierdo et Matallin-Saez, 2008). La performance financière de l'ISR observée dans le cas d'une période d'observation court terme (-5 ans) se répartit de façon équilibrée entre les différents impacts de l'ISR recensés (29% d'impact positif, 37% d'impact neutre et 34% d'impact négatif).

La majorité des études du corpus observent la performance financière de l'ISR sur une échelle moyen terme allant de 5 à 9 ans (73 expérimentations, soit 45% du panel). L'impact de l'ISR sur la performance financière observé dans cette période est majoritairement neutre (45% des cas).

Les études travaillant sur des durées long terme (10 à 19 ans) ont un profil plutôt récent (Pagès, 2006 ; Kempf et Osthoff, 2007 ; Gregory et Whittaker, 2007 ; Galema et al., 2008 ; Saadaoui, 2008, 2009 ; Derwall et Koedijk, 2009), ceci étant logiquement dû à des historiques de cours de plus en plus importants et à des fonds ou indices avec plus d'ancienneté. Ces études concluent également à une performance financière de l'ISR neutre comparée à celle du groupe de contrôle (75% des cas). Les travaux observant le comportement de la performance de l'ISR sur des durées à très long terme (plus de 20 ans) sont peu nombreux. Geczy et al. (2003) observent la performance de 34 FSR action décrits comme ayant un but social et comparée à celle de fonds conventionnels sur une période allant de juillet 1963 à décembre 2001. Barnett et Salomon (2006) quant à eux étudient la performance de 61 fonds en y appliquant 3 filtres sociaux sur une période s'étalant de janvier 1972 à décembre 2000. Sur le cas de ces périodes très long terme (plus de 20 ans), 5 études sur 6 observent un impact négatif de l'ISR sur la performance financière.

Tableau 3 – Impact selon la période observée

Impact ISR \ Période étudiée	Période étudiée				
	- 5 ans	5 à 9 ans	10 à 19 ans	+ 20 ans	
+	11	19	9	1	40
=	14	33	33	Ø	80
-	13	21	2	5	41
	38	73	44	6	161

Si l'on observe une variance de performance importante selon les périodes, cela peut signifier qu'il n'existe pas de lien stable entre l'ISR et une « bonne » performance, les titres sélectionnées offrant éventuellement de meilleures rentabilités pour de toutes autres raisons que leur orientation ISR. Il faut donc retenir que la période observée peut s'imposer comme un choix par défaut pour les auteurs qui composent la plupart du temps avec des historiques de cours plus ou moins anciens en fonction des titres ou fonds choisis. Le choix de la période d'observation peut également être le fait de l'observation d'une période spécifique dans le temps. Dans la majorité des cas, l'ensemble des périodes étudiées observent un impact neutre de l'ISR sur la performance.

2.4 – L'effet de l'ISR selon l'approche extra-financière thématique

Selon certaines expérimentations, une approche extra-financière « thématique » peut être développée. Certains auteurs s'orientent exclusivement sur les placements ISR spécialisés sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance, ou utilisant un processus de filtrage positif ou négatif. Sur les 161 expérimentations composant le corpus, seules 23 développent une approche thématique (cf tableau 4). Les travaux restant ne précisent pas s'ils utilisent ou non ce type d'approche ou décident d'appréhender leur recherche de manière globale (produits ISR étudiés orientés sur l'ensemble des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance). L'approche thématique la plus expérimentée s'oriente autour du critère environnemental (9 expérimentations), suivie par le critère de gouvernance (7 expérimentations) et le critère social (5 expérimentations). Les expérimentations détaillant l'utilisation d'un *screening* positif (approche dite *Best-in-Class*, développant une sélection inclusive intégrant au sein des FSR ou PSR les sociétés les mieux notés selon l'approche thématique choisie) ou d'un *screening* négatif (sélection excluant certains critères jugés « immoraux » ou « non éthiques » tels le tabac, l'alcool, l'armement ou le nucléaire) ont également été prises en compte (Kempf et Osthoff, 2007). Il est intéressant de noter que dans le cas

de cette variable d'observation, l'ensemble de ces 23 expérimentations utilisent exclusivement une méthode de construction de portefeuille, en opposant des PSR notés sur des ratings thématiques élevés ou faibles (Cohen et al., 1997 ; Gompers et al., 2003 ; Derwall et al., 2005 ; Guenster et al., 2005 ; Brammer et al., 2006 ; Core et al., 2006 ; Kempf et Osthoff, 2007, Galema et al., 2008), des PSR thématiques avec des portefeuilles et indices conventionnels (Opler et Sokobin, 1995 ; Smith, 1996 ; Butz, 2003) ou des PSR thématiques entre eux avec l'opposition directe des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (Barnett et Salomon, 2006 ; Ziegler et al., 2007).

Tableau 4 - Impact selon les différentes approches extra-financières thématiques

Approche thématique \ Impact ISR	Environnement (E)	Social (S)	Gouvernance (G)	Screening positif	Screening négatif	
+	6	3	5	1	1	16
=	Ø	Ø	1	Ø	Ø	1
-	3	2	1	Ø	Ø	6
	9	5	7	1	1	23

Les 23 expérimentations observées font dans leur quasi-totalité l'objet d'effet positif ou négatif de l'ISR sur la performance financière. Sur les 9 expérimentations qui s'orientent sur une approche environnementale de l'ISR, 6 observent un effet positif de l'ISR, tandis que 3 constatent un effet négatif. Une répartition plus équilibrée entre impact négatif et positif est relevée pour les 5 expérimentations se situant dans une démarche plus « sociale » de l'ISR (respectivement 2 et 3 expérimentations). Pour le critère de « Gouvernance », 71% des expérimentations (5 sur 7) observant des titres ou fonds orientés sur l'activisme actionnarial concluent à un impact positif sur la performance. L'ensemble de ces résultats confirment en partie les thèses développées en introduction selon lesquelles l'activisme actionnarial aurait tendance à générer des performances supérieures aux critères environnementaux et sociaux, qui offrent des performances moins unanimes et qui souffrent d'une absence de soubassement théorique. Par ailleurs, les 2 expérimentations basant leur stratégie d'analyse de la performance de l'ISR sur des portefeuilles employant des filtres éthiques positifs ou négatifs concluent à un impact positif de l'ISR sur cette performance.

2.5 – L'effet de l'ISR selon la famille d'investissement

Sur les 161 expérimentations composant le corpus, 134 détaillent la famille d'investissement qu'elles ont choisies d'étudier parmi les différentes catégories « Action », « Obligation » et « Diversifié » (cf tableau 5). 27 expérimentations ne spécifient pas les familles de fonds ou la nature des titres observés. Il est tout de même important de pondérer les interprétations à suivre du fait d'une présence quasi exclusive des expérimentations « Action » (125 sur 134, soit 93%), ce qui peut influencer l'analyse par impact du fait d'une présence majoritaire de cette famille d'investissement dans l'ensemble des différents effets observés. Ceci peut s'expliquer par la présence majoritaire de FSR Action au sein de la communauté des FSR ou par le fait qu'un certain nombre de chercheurs orientent leurs travaux directement sur une analyse de titres ou actions notées sur des bases ISR (Diltz, 1995 ; Opler et Sokobin, 1995 ; Guerard, 1997a, b ; Dhrymes, 1998 ; Abramson et Chung, 2000 ; Stone et al, 2002 ; Butz, 2003 ; Gompers et al, 2003 ; Derwall et al., 2005 ; Guenster et al., 2005 ; Brammer et al., 2006 ; Core et al., 2006 ; Ziegler et al., 2007). Sur les 125 observations « Action » effectuées, 32 sont liées à un impact positif (26%), 63 à un impact neutre (50%) et 30 à un impact négatif de l'ISR sur la performance financière (24%). Les familles « Obligation »,

« Diversifié » (Action + Obligation) sont très peu explorées (respectivement 4% et 1,5% des expérimentations), mais les travaux ayant porté leur attention sur la famille « Obligation » concluent majoritairement à un impact positif de l'ISR (3 sur 5 soit 60%), tandis que ceux traitant de l'ISR « Diversifié » observent autant d'impact neutre que d'impact positif (50% dans les 2 cas). Enfin, une étude comprenant 2 expérimentations (Girard et *al.*, 2007) axe ses travaux autour de l'analyse simultanée des 3 familles d'investissement ISR et conclut systématiquement à une performance financière de l'ISR négative.

Tableau 5 – Impact selon la famille d'investissement observée

Famille ISR \ Impact ISR	ISR « Action »	ISR « Obligation »	ISR « Diversifié »	Portefeuille ISR « Action / Obligation / Diversifié »	
+	32	3	1	∅	36
=	63	2	1	∅	66
-	30	∅	∅	2	32
	125	5	2	2	134

2.6 – L'effet de l'ISR selon les méthodes d'évaluation utilisées

Les études empiriques observées utilisent des modèles d'évaluation de la performance allant du simple calcul de l'écart type à des modèles plus complexes (multifactoriels, bêtas variables).

Les 161 expérimentations ont été réparties en 4 grands modèles que sont les statistiques descriptives, les modèles monofactoriels, les modèles multifactoriels et les modèles d'évaluation de la performance conditionnelle (cf tableau 6). Les statistiques descriptives se décomposent en deux sous-modèles (gestion moyenne-variance, économétriques) comme les modèles monofactoriels (décomposition de Fama (1972) par la sélectivité et la synchronisation avec le marché). Les modèles utilisés pour la mesure de la sélectivité se dissocient selon le risque spécifique et le risque systématique.

Sur l'ensemble des 26 expérimentations utilisant des statistiques descriptives telles l'écart type, la rentabilité moyenne ou la variance, l'impact positif est le plus fréquemment observé (17 expérimentations soit 65%). Pour les 7 expérimentations employant des statistiques descriptives économétriques, la majorité conclut à un impact neutre (4 expérimentations soit 57%).

Il est important de noter que sur les 161 expérimentations effectuées, 52% (84 expérimentations) sont liées à l'utilisation de modèles monofactoriels évaluant la sélectivité (*stock-picking*) comme méthode d'évaluation de la performance. Ces mesures intègrent le risque en plus de la rentabilité. Les plus employées sont le ratio de Sharpe (1966) ou le ratio de Treynor (1965) et l'alpha de Jensen (1968, 1969) tirés de la régression du MEDAF. Ces ratios permettent d'obtenir une interprétation plus rigoureuse de la performance que les statistiques descriptives telles la rentabilité, l'écart type ou la variance. Concernant les 84 expérimentations recensées utilisant des modèles monofactoriels qui évaluent la sélectivité (*stock-picking*), la plupart identifient un impact neutre (51 sur 84 soit 61%).

Par ailleurs, il est intéressant de noter que les modèles monofactoriels évaluant la synchronisation (*market-timing*) sont peu nombreux (9 expérimentations) et la majorité n'observe aucun impact de l'ISR sur la performance financière (5 sur 9 soit 55,5%) voire un impact négatif (44,5% des cas), confirmant que les mesures de *market-timing* tendent à biaiser les alphas négativement et ne génèrent pas de création de valeur (Estrada, 2008).

L'évolution des techniques de mesures de performance a amené les chercheurs à s'orienter vers des modèles d'évaluation plus élaborés et prenant en compte d'autres facteurs que le risque de marché. L'apparition des modèles APT (Ross, 1976), de Fama et French (1993) et de Carhart (1997) donnent la possibilité de pousser plus loin l'analyse de la performance. Selon Aftalion et Poncet (2003, p.65), « en plus du risque associé aux fluctuations du marché, le modèle de Fama et French met en œuvre deux autres facteurs de risque supposés communs à tous les titres et associés l'un à la taille (capitalisation boursière) et l'autre au critère valeur / croissance (*value / growth*) ». L'extension de ce modèle par la prise en compte du facteur *Momentum* dans le modèle de Carhart permet de prendre également en considération la persistance de la performance des fonds. Il est intéressant de noter que la majorité des études empiriques les plus récentes emploient ces méthodes d'évaluation de la performance (Kempf et Osthoff, 2007 ; Scholtens, 2007 ; Ziegler et al., 2007 ; Galema et al., 2008 ; Jones et al., 2008 ; Derwall et Koedijk, 2009) et qu'elles tendent à se développer aux dépens des modèles monofactoriels. Sur les 31 expérimentations relatives à l'utilisation de modèles multifactoriels, un impact neutre est le plus souvent relevé (42% des cas). Enfin, seulement 4 expérimentations (Schröder, 2004 ; Bauer et al., 2006, 2007) utilisent le modèle d'évaluation de la performance conditionnelle de Ferson et Schadt (1996) qui prend en compte les bêtas variables. En effet, « le bêta d'un fonds géré peut varier au cours du temps sans qu'un observateur sache à quel moment il l'a fait » (Aftalion et Poncet., 2003, p.73). Cette méthode propose de corriger les biais générés par les variations de bêta en les rendant endogènes au modèle et en supprimant donc ce problème de variabilité. Sur les modèles évaluant ce type de performance, 100% des observations concluent à un impact nul (4 sur 4).

Tableau 6 – Impact selon le modèle d'évaluation de la performance utilisé

Modèle Eval.	Statistiques descriptives		Modèles monofactoriels			Modèles multifactoriels	Modèles d'évaluation de la performance conditionnelle (bêtas variables)	
	Cadre d'une gestion moyenne-variance	Econométries	Sélectivité (stock-picking)		Synchronisation (market-timing)			
			Risque spécifique σ	Risque systématique β (régression MEDAF)				
Impact ISR	-Rentabilités moyennes - Ecart-type - Variance	- Autocorrélation - Jobson-Korkie - Cointégration - Analyse de regression - Corrélation - ARCH Model - Bootstrapping	- Ratio de Sharpe - eSDAR - Tracking-error - Ratio d'information	- Ratio de Treynor - Alpha de Jensen - Ratio Black-Treynor - Modigliani et Modigliani	- Treynor et Mazuy - Henriksson et Merton	- Modèle Fama-French - Modèle Carhart - Modèle APT	- Ferson et Schadt	
+	17	1	11	0	11	0	40	
=	3	4	51	5	13	4	80	
-	6	2	22	4	7	0	41	
	26	7	84	9	31	4	161	

Il est donc intéressant de retenir que sur l'ensemble des méthodes d'évaluation de la performance utilisées, les plus simples telles les rentabilités moyennes donnent un impact positif de l'ISR sur la performance financière. Mais ceci peut être dû au manque de rigueur de ces mesures qui ne prennent pas en compte le risque et restent trop approximatives (Aftalion et Poncet, 2003). Lorsque ces mesures sont ajustées au risque et qu'elles présentent une forme plus complexe, il est plus difficile de trouver un écart de performance significatif et l'impact de l'ISR s'en retrouve majoritairement neutre, hormis dans le cas des mesures de *market-timing* qui tendent à générer également des alphas négatifs. Par ailleurs, l'élargissement de la répartition de la performance au sein des multiples déterminants des modèles multifactoriels (*alpha*, *price-to-book*, effet taille,

momentum) a tendance à réduire la part de l'alpha et donc générer des écarts de performance non significatifs.

2.7 – L'effet de l'ISR selon les échantillons de données utilisés

Tableau 7 – Impact selon l'échantillon et les données comparatives utilisés

Données	Mesure de la performance des titres ISR						Mesure de la performance des gérants ISR	Mesure de la performance des titres et des gérants ISR			Autres	
	Fonds vs Fonds		Indices vs Indices	Constr. Portefeuilles vs Constr. Portefeuilles			Fonds vs Indices	Fonds vs Indices	Constr. Portefeuilles vs Constr. Portefeuilles	Constr. Portefeuilles vs Constr. Portefeuilles		
	FSR vs FC	FSR vs FV	IndSR vs IC	PSR vs PC	PSR vs PV	PSR+ vs PSR-	FSR vs IndSR	FSR vs IC	Constr PSR vs IC	Constr PV vs Constr PC	Constr PSR vs Constr PSR	
+	8	0	2	3	2	12	0	2	9	0	2	40
=	37	0	8	4	1	3	4	18	5	0	0	80
-	6	3	1	1	0	2	7	15	2	1	3	41
	51	3	11	8	3	17	11	35	16	1	5	161

Tableau 8 – Expérimentations recensées selon les échantillons de données utilisés

	Comparaison de fonds		Comparaison de fonds et d'indices		Comparaison d'indices	Construction de portefeuilles ⁶					
	FSR vs FC	FSR vs FV	FSR vs IndSR	FSR vs IC	IndSR vs IC	Constr. PSR vs Constr. PC	Constr. PSR vs Constr. PV	Constr. PSR+ vs Constr. PSR-	Constr. PSR vs IC	Constr. PSR vs Constr. PSR	Constr. PV vs Constr. PSR
Nombre d'expérim.	51	3	11	35	11	8	3	17	16	5	1
Total par méthode de comparaison	54		46		11	50					

Sur l'ensemble des 161 expérimentations composant le corpus, une distinction importante peut être faite entre les études cherchant à démontrer la performance des titres ISR par rapport aux titres non ISR et les études tentant de définir la performance des gérants ISR (comparaison des données expérimentales à un benchmark). Certaines études peuvent mesurer simultanément ces 2 performances. La répartition des données expérimentales et comparatives selon ces différentes mesures de performance est effectuée dans le tableau 7. A noter également que le tableau 8 recense l'ensemble des différentes méthodes de comparaison de données regroupées par famille. Les méthodes majoritairement employées sont la comparaison de fonds et la construction de portefeuilles (respectivement 54 et 52 expérimentations) mais il est important de noter que les FSR représentent la majorité des échantillons expérimentaux étudiés (98 expérimentations soit 61% du corpus).

Performance des titres ISR

Il est intéressant de noter que pour la plupart des travaux, c'est la mesure de la performance des titres ISR qui est la plus expérimentée (93 expérimentations sur 161, soit 58% des cas). En effet, les auteurs cherchent à démontrer si l'ISR surperforme ou non l'investissement conventionnel. Les résultats observés tendent majoritairement vers une performance similaire de l'ISR et des données comparatives (53 expérimentations sur 93). La méthode la plus utilisée dans ce cas reste la comparaison de FSR avec des fonds conventionnels (51 expérimentations soit 32% des cas). Cette

⁶ Les portefeuilles PSR englobent les appellations PSR (portefeuilles définis comme socialement responsables par les auteurs, n'offrant aucune distinction entre environnement (E), social (S) ou gouvernance (G)) mais également PE (portefeuille orienté environnement), PS (portefeuille orienté social) ou PG (portefeuille orienté gouvernance).

méthode aurait pu prétendre à mesurer également la capacité de sélection des gérants de fonds, mais nous partons du principe que les gérants ISR et les gérants conventionnels sont de même compétence. Cette méthode de comparaison fait la plupart du temps l'objet d'une technique de pairage (*Pair-Matching*) qui consiste à coupler des FSR avec des fonds conventionnels selon des critères de taille, d'âge, de secteur d'activité ou de famille d'investissement et qui a pour but de surmonter les biais inhérents à l'utilisation d'indices en terme de comparaison. Les travaux de Mallin *et al.* (1995) sont pionniers dans ce domaine, estimant qu'il faut supprimer le biais de taille dû à l'effet « petites entreprises » et le biais d'âge ou d'existence qui peuvent être endémiques dans les portefeuilles de FSR. Cette technique sera reprise par de nombreux chercheurs (Gregory *et al.*, 1997 ; Gregory et Whittaker, 2007 ; Statman, 2000 ; Kreander *et al.*, 2005 ; Bello, 2005 ; Bauer *et al.*, 2006 ; Pagès, 2006 ; Saadaoui, 2008, 2009 ; Derwall et Koedijk, 2009). Ainsi, la comparaison de FSR avec des fonds conventionnels amènent principalement à l'observation d'effet neutre de l'ISR sur la performance financière (37 expérimentations sur 51).

Certains auteurs s'intéressent également à la comparaison directe d'indices socialement responsables et d'indices conventionnels (Sauer, 1997, Di Bartolomeo et Kurtz, 1999 ; Statman, 2000, 2006 ; Le Maux et Le Saout, 2004 ; Vermeir *et al.*, 2005 ; Vermeir et Friedrich, 2006 ; Pagès, 2006 ; Scholtens, 2007), observant également une performance de l'ISR similaire à celle du benchmark étudié (8 expérimentations sur 11).

Une autre méthode visant à mesurer la performance des titres ISR consiste à créer ses propres portefeuilles ISR à partir des scorings des analystes extra-financiers et à les classer selon des scorings éthiques élevés ou faibles. Cette technique d'évaluation offre une plus grande latitude et permet d'observer si l'effet d'un scoring éthique élevé sur la performance financière est plus significatif que celui d'un scoring éthique faible (Diltz, 1995 ; Cohen *et al.*, 1997 ; Gompers *et al.*, 2003 ; Kempf et Osthoff, 2007). Certains auteurs quant à eux utilisent la méthode de construction de portefeuilles socialement responsables (PSR) en comparaison avec la construction de portefeuilles conventionnels (Opler et Sokobin, 1995 ; Smith, 1996 ; Guerard, 1997a, b ; Dhrymes, 1998) dans le but de définir de la même manière que la comparaison de FSR et de fonds conventionnels si l'ISR affiche des performances supérieures ou inférieures à l'investissement conventionnel mais en choisissant ses propres titres et en y appliquant ses propres stratégies de filtrage éthique. Selon Diltz (1995), la méthode de comparaison de portefeuilles permet d'éviter la subjectivité des gérants de fonds et une vérification précise de chaque filtre éthique employé. Cela autorise également à surmonter le phénomène de variabilité parmi les FSR au regard du type de filtre employé et du degré dans lequel les entreprises sont notées. La plupart des liens montrent un effet positif de l'ISR sur la performance financière lorsque cette méthode de comparaison est employée. En effet, mettre en balance des PSR au scoring élevé avec des PSR au scoring faible permet d'observer que ces premiers ont tendance à surperformer les seconds (12 cas sur 17).

Enfin, certains travaux tentent de démontrer la performance des titres ISR au travers de la comparaison de FSR avec des fonds vicieux (Chong *et al.*, 2006 ; Gillet, 2008) et par la confrontation de PSR avec des portefeuilles vicieux (Shank *et al.*, 2005). Des résultats très contradictoires apparaissent dans ce cas, où l'étude de la performance des FSR existants amène à l'observation de résultats strictement négatifs (100% des cas), tandis que l'étude de PSR *ad hoc* permet d'observer des résultats très majoritairement positifs (2 cas sur 3).

Performance des gérants ISR

Par ailleurs, la mesure de la performance des gérants ISR est également recherchée par certains auteurs. Les expérimentations cherchant à démontrer la performance dans le cadre d'une gestion active des gérants ISR se regroupent autour de la comparaison de FSR et d'indices socialement responsables (11 expérimentations soit 7% des cas). Plantinga et Scholtens (2001) sont les premiers à tenter de démontrer la capacité des gestionnaires de fonds ISR à surperformer un benchmark éthique. Les travaux visant à apprécier ce type de performance concluent dans 54% des cas (7 expérimentations sur 11) à une sousperformance de ces derniers par rapport aux indices éthiques servant de benchmark. Cela reste conforme à la performance des gérants de fonds conventionnels qui, dans l'ensemble, ne surperforment pas leur benchmark (Grinblatt et Titman, 1988 ; Gruber, 1996 ; Aftalion et Poncet, 2003, Barras *et al.*, 2010).

Performance combinée des titres ISR et des gérants ISR

Il est également intéressant de noter que certains travaux utilisent des méthodes de comparaison cherchant à démontrer simultanément la performance des titres ISR mais également la performance des gérants ISR (32% des cas). En effet, comparer des FSR ou des PSR avec des indices conventionnels (respectivement 35 et 16 expérimentations sur 161) permet d'obtenir la performance relative à un indice en cas de gestion active de la part des gérants ISR mais également la performance spécifique de l'ISR. Le procédé de comparaison de produits ISR et d'indices conventionnels a été utilisé dans un premier temps par Luther et *al.* (1992) qui compare dans ces travaux la performance de 15 fonds éthiques avec les indices FT All Share et MSCIP. Les auteurs concluent que l'ISR est trop étroitement lié aux petites entreprises et aux petites capitalisations pour permettre l'évaluation d'un effet éthique sur la performance des fonds. Comparer des fonds à des indices permet d'éviter pour plusieurs chercheurs certains effets perturbateurs inhérents à l'implication de fonds dans les processus de comparaison. En effet, pour Sauer (1997), l'utilisation de la méthode de comparaison des fonds implique un effet subversif dans les performances dû aux coûts de transaction et aux frais de gestion spécifiques aux fonds communs de placement tandis qu'un indice n'est pas soumis à ce type d'effets confondants. Mais pour certains auteurs, opposer FSR et indices présente un biais de comparaison important dû à la différence de capitalisation des fonds et des indices ainsi qu'à la différence de pondération des titres au sein de ces mêmes fonds et indices. Mesurer ainsi la performance de FSR par rapport à des indices conventionnels amène majoritairement à un effet neutre de l'ISR sur la performance financière (18 expérimentations sur 35). A l'inverse, comparer des PSR avec des indices conventionnels permet d'observer très majoritairement un impact positif de l'ISR sur la performance financière (9 expérimentations sur 16).

Performance thématique de l'ISR

Opposer directement des PSR entre eux selon des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance permet de définir quel rôle joueront ces facteurs dans la performance finale de l'ISR (Barnett et Salomon, 2006 ; Ziegler et *al.*, 2007). Cette technique ne s'inscrit pas dans la mesure de la performance des titres ISR ni dans la mesure de la performance des gérants de fonds éthiques mais elle apporte un complément d'observation intéressant dans l'analyse des facteurs déterminants de cette performance.

Plusieurs tendances significatives sont donc démontrées pour cette variable d'observation : construire ses propres portefeuilles socialement responsables sur des critères éthiques permet d'observer plus facilement un effet positif de l'ISR sur la performance financière que lors de l'analyse de fonds ou indices socialement responsables déjà existants. Cela peut avoir plusieurs significations : soit les gérants de FSR ne montrent pas de capacité ou d'habileté à sélectionner les « bonnes » valeurs ISR puisqu'ils n'obtiennent pas de surperformance, soit les titres ou FSR déjà existants ne sont pas si éthiques qu'ils ne le prétendent, soit il est possible de douter de la véracité des études employant une méthode de construction de portefeuille, puisqu'il est difficile d'envisager que les chercheurs puissent faire mieux que les gérants ISR. Cela pourrait impliquer que les auteurs de ces travaux s'orientent sur des stratégies telles le *data-mining* (optimisation de la gestion d'un portefeuille à partir de prévisions boursières) ou la sélection *ex-post* de titres les plus performants. Enfin, l'analyse de cette variable d'observation revient à affirmer que les titres ISR ont tendance la plupart du temps à surperformer ou réaliser une performance similaire aux investissements traditionnels, et que les stratégies de gestion active visant à faire en sorte que des titres ISR surperforment un ou plusieurs indices conventionnels s'avèrent négatives.

3 – Discussion et conclusion

L'objectif de cette revue était d'effectuer un bilan méthodologique de la littérature empirique traitant de la performance financière de l'ISR et d'observer si les méthodes de recherche employées dégageaient un consensus autour de l'effet de l'ISR sur la performance financière. Pour ce, un corpus empirique a été défini par le recensement de 75 études académiques. Plusieurs critères d'observation communs à l'ensemble des études ont permis le codage de l'ensemble du corpus

(pays, échantillon expérimental et base comparative, taille de l'échantillon expérimental, période d'observation, modèles d'évaluation de la performance, approche thématique ISR, famille d'investissement). L'ensemble de ces critères d'observation ont été croisés avec les différents impacts de l'ISR sur la performance financière observées pour chaque étude par les auteurs.

La contribution théorique de cette recherche est donc significative, dans le sens où l'analyse méthodologique aura permis de révéler clairement la variété et l'hétérogénéité des combinaisons de critères d'observation. Dans ce contexte, il est très difficile de tirer une interprétation commune de l'ensemble de ce corpus empirique et de dégager un consensus autour de la performance financière de l'ISR. Le corpus empirique étudié présente au total 40 impacts positifs de l'ISR sur la performance financière, 80 impacts neutres et 41 impacts négatifs. Conclure en affirmant que l'effet de l'ISR sur la performance financière est nul du fait que la majorité des études distinguent un impact neutre serait trop réducteur et l'analyse de la rentabilité de l'investissement socialement responsable ne peut être réduite à cette allégation. Cela rejoint les conclusions de l'étude du cabinet de gestion Philips, Hager et North (2007, p.8), qui stipule « que la question de la performance et du coût de l'ISR ne sera jamais complètement résolue, en partie en raison des recherches légitimes sur la qualité des données ou la convenance de la méthodologie ». Kurtz (2005, p.128) souligne également que « les analystes ont étudié la performance des FSR et des indices en utilisant beaucoup de méthodes et de jeux de données différentes et aucune étude n'a encore montré un coût de l'ISR sur une base ajustée de risque ». Pour De Brito *et al.* (2005, p.287), les résultats des études académiques traitant de la performance de l'ISR doivent être interprétés avec prudence « étant donné les approximations méthodologiques ». La variation des critères d'observation au sein des études ne permet pas d'affirmer de manière universelle une sur ou sousperformance de l'ISR. Selon Amenc et Le Sourd (2008, p.25), « l'utilisation de périodes d'analyse de longueurs différentes a aussi montré que le résultat variait beaucoup suivant la taille de la période. Il nous semble donc que l'on ne dispose actuellement pas d'une base suffisamment solide pour pouvoir conclure que l'ISR génère une surperformance. ». D'autres auteurs, comme Vermeir et Friedrich (2006), mettent également en avant le fait de prendre en compte les caractéristiques de la méthodologie dans l'analyse de la performance de l'ISR comme des modérateurs.

L'apport théorique de cette analyse méthodologique génère donc plusieurs implications. Cette revue suppose que de nouveaux champs de recherche soient investigués et que de nouvelles techniques empiriques d'analyse de la performance de l'ISR voient le jour. Comparer des performances de fonds sur une période donnée et selon une mesure de performance spécifique reviendrait à saturer encore plus une technique de recherche déjà largement employée et n'ayant pas dégagé de consensus réel sur la performance financière de l'ISR. Définir si le degré de causalité entre approche ISR et performance financière est statistiquement significatif à travers l'analyse de ce corpus passe tout d'abord par l'utilisation de modèles statistiques plus élaborés et proposant une capacité d'interprétation des résultats plus puissante.

Cependant, cette recherche présente certaines limites, d'ordre méthodologique et théorique, qui doivent être détaillées. D'un point de vue méthodologique, le corpus étudié n'est pas exhaustif. Malgré le nombre important de travaux étudiés (75 études empiriques), il est acquis que certaines études empiriques traitant de la même problématique de recherche ont pu être omises. Il est difficile de prétendre présenter l'ensemble des travaux académiques traitant de la performance financière de l'ISR malgré le fait que la taille du corpus soit statistiquement significative et représentative. Par ailleurs, il faut émettre l'hypothèse qu'un biais de sélection est possible, et que selon l'objectif des auteurs (démontrer un impact de l'ISR plutôt qu'un autre), ces derniers peuvent avoir tendance à ne sélectionner que les fonds qui confortent leur théorie ou à construire des fonds dans le même but. Cette théorie doit être clairement considérée comme une limite à cette analyse de performance. Mais afficher le postulat qui, preuves à l'appui, affirme que les résultats observés sur la recherche de lien entre ISR et performance financière varient selon la méthodologie empirique employée relance le débat autour de ce thème. De nouvelles pistes de recherche peuvent ainsi être explorées dans le but de tendre vers une généralisation des résultats empiriques existants.

BIBLIOGRAPHIE

Abramson, L., Chung, D. (2000), « Socially responsible investing: Viable for value investors ? », *Journal of Investing*, vol. 9, iss. 3, pp.73-80.

Aftalion, F., Poncet, P. (2003), *Les Techniques de Mesure de Performance*, 135 pages, Economica, Paris.

Amenc, N., Le Sourd, V. (2008), « Les performance de l'investissement socialement responsable en France », Etude Edhec, Edhec Risk Asset Management Research Centre, décembre.

Barnett, M. L., Salomon, R. M. (2006), « Beyond Dichotomy : The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 27, iss. 11, p.1101-1122, novembre.

Barras, L., Scaillet, O., Wermers, R. (2010), « False Discoveries in Mutual Fund Performance : Measuring Luck in Estimated Alphas », *Journal of Finance*, vol. 65, iss. 1, p.179-216, février.

Bauer, R., Otten, R., Tourani Rad, A. (2006), « Ethical Investing in Australia : Is there a financial penalty ? », *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 14, p.33-48.

Bauer, R., Derwall, J., Otten, R. (2007), « The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada », *Journal of Business Ethics*, vol. 70, n°2, p.111-124.

Bello, Z. Y. (2005), « Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification », *Journal of Financial Research*, vol. 28, iss. 1, p.41-57, printemps.

Boutin-Dufresne, F. (2002), « Les risques associés à l'investissement socialement responsable », Mémoire de maîtrise ès arts, Université Laval, mars.

Brammer, S., Brooks, C., Pavelin, S. (2006), « Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures », *Financial Management*, vol. 35, n°3, p.97-116.

Burlacu, R., Girerd-Potin, I., Dupré, D. (2004), « Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains », *Banque et Marchés*, n°69, p.20-29, mars – avril.

Butz, C. (2003), « Decomposing SRI Performance - Extracting Value Through Factor Analysis », Pictet Quants, septembre.

Capron, M., Quairel-Lanoizelée, F. (2004), *Mythes et réalités de l'entreprise responsable : acteurs, enjeux, stratégies*, 252 pages, Editions La Découverte, Paris.

Carhart, M. M. (1997), « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, vol. 52, n°1, p.57-82

Chong, J., Her, M. Phillips, G. M. (2006), « To sin or not to sin? Now that's the question », *Journal of Asset Management*, vol. 6, n°6, p.406-417.

Clow, R. (1999), « Money that grows on trees », *Institutional Investor*, vol. 33, iss. 10, p.212-215.

Cohen, M. A., Scott A. F., Shameek K. (1997), « Environmental and Financial Performance : Are They Related ? », *working paper*, mai.

Core, J., Guay, W., Rusticus, T. (2006), « Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations », *Journal of Finance*, vol. 56, n°2, p.655-687.

D'Antonio, L., Johnsen, T., Hutton, R. B. (1997), « Expanding Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Bond Performance », *Journal of Investing*, vol. 6, iss. 4, p. 79-86.

De Brito, C., Desmartin, J-P., Lucas-Leclin, V., Perrin, F. (2005), *L'Investissement Socialement Responsable*, 311 pages, Economica, Paris.

Déjean, F. (2002), « L'investissement socialement responsable : une revue de la littérature », Actes du 23^{ème} Congrès de l'Association francophone de comptabilité (AFC), Toulouse.

Déjean, F. (2005), *L'investissement socialement responsable : étude du cas français*, 263 pages, Collection FNEGE – Editions Vuibert, Paris.

Derwall, J., Koedijk, K. (2009), « Socially Responsible Fixed-Income Funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 36, n°1, p. 210-229, janvier-mars.

Dhrymes, P. J. (1998), « Socially Responsible Investment : Is It Profitable ? » in *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing*, The Colloquium on Socially Responsible Investing, juin.

Di Bartolomeo, D., Kurtz, L. (1999), « Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios », *Northfield Working Paper*, Boston; septembre.

Diltz, J. D. (1995), « The Private Cost of Socially Responsible Investing », *Applied Financial Economics*, vol. 5, p.69-77.

Estrada, J. (2008), « Black Swans and Market-Timing : How not to Generate Alphas », *Journal of Investing*, vol. 17, p.20-34.

Fama, E. (1972), « Components of Investment performance », *Journal of Finance*, vol. 27, p.551-567.

Fama E., French, K. (1993), « Common Risk Factors in Stock and Bond Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p.3-56.

Fernandez-Izquierdo, A., Matallin-Saez, J. C. (2008), « Performance of Ethical Mutual Funds in Spain : Sacrifice or Premium », *Journal of Business Ethics*, vol. 81, p.247-260.

Ferson, W. E., Schadt, R. (1996), « Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions », *Journal of Finance*, vol. 51, p.425-462.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management : a Stakeholder Approach*, Marshall, M. A. Pitman, Boston.

Galema, R., Plantinga, A., Scholtens, B. (2008), « The Stocks at Stake : Return and Risk in Socially Responsible Investment », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, iss. 12, p.2646-2654, décembre.

Geczy, C., Stambaugh, R. F., Levin, D. (2003), « Investing in Socially Responsible Mutual Funds », *Document de recherche*, Wharton School, Université de Pennsylvanie, www.wharton.upenn.edu, mai.

Gillet, P. (2008), « Les performances des fonds « éthiques » et vicieux », *Etats Généraux du Management*, Paris, octobre.

Girard, E., Rahman, H., Stone, B (2007), « Socially Responsible Investment : Goody-Two-Shoes or Bad to The Bone », *Journal of Investing*, vol. 16, iss. 1, p.96-110, printemps.

Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A. (2003), « Corporate Governance and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n°1, p.107-155.

Gregory, A., Matatko, J., Luther, R. G. (1997), « Ethical Unit Trust Financial Performance : Small Company Effects and Full Size Effects », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 24, n°5, p.705-725, juin.

Gregory, A., Whittaker, J. (2007), « Performance and Performance Persistence of Ethical Unit Trusts in the UK », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 34, n°7-8, p.1327-1344, septembre – octobre.

Grinblatt, M., Titman, S. (1988), « The Evaluation of Mutual Fund Performance: An Analysis of Monthly Returns », *working paper*, University of California at Los Angeles.

Gruber, M. J. (1996), « Another Puzzle : The Growth in Actively Managed Mutual Funds », *Journal of Finance*, vol. 51, iss. 3, p.783-810.

Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R., Koedijk, K. (2005), « The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency », *Working Paper*, Erasmus University, 25 juillet.

Guerard Jr, J. B. (1997, a), « Is there a Cost to Being Socially Responsible », *Journal of Investing*, vol. 6, iss. 2, p. 11.

Guerard Jr, J. B. (1997, b), « Additional Evidence on the Cost of Being Socially Responsible in Investing », *Journal of Investing*, vol. 6, iss. 4, p. 31-35.

Hamilton, S., Jo, H., Statman, M. (1993), « Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, vol. 49, n°6, p.62-66, novembre – décembre.

Havemann, R., Webster, P. (1999), « Does Ethical Investment Pay ? », *Ethical Investment Research Service (EIRIS)*, Londres, septembre.

Hillman, A. J., Keim, G. D. (2001), « Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : what's the Bottom Line ? », *Strategic Management Journal*, vol. 22, p.125-139.

Hong, H., Kacperczyk, M. (2009), « The Price of Sin : The Effect of Social Norms on Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 93, p.15-36.

- Igalens, J., Point, S. (2009), *Vers une nouvelle gouvernance des entreprises : l'entreprise face à ses parties prenantes*, 211 pages, Dunod, Paris.
- Jensen, M. C. (1968), « The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, vol. 23, n°2, p.389-415, mai.
- Jensen, M. C. (1969), « Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment performance », *Journal of Business*, vol. 42, n°2, p. 167-247.
- Jones, S., Van der Laan, S., Frost, G., Loftus, J. (2008), « The Investment Performance of Socially Responsible Investment in Australia », *Journal of Business Ethics*, vol. 80, p.181-203.
- Kempf, A., Osthoff, P. (2007), « The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance », *European Financial Management*, vol. 13, n°5, p.908-922.
- Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., Sinclair, C. D. (2005), « Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds : A Matched Pair Analysis », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 32, iss. 7/8, p.1465-1493, septembre - octobre.
- Kurtz, L. (1997), « No Effect, or Net Effect ? Studies on Socially Responsible Investing », *Journal of Investing*, vol 6, iss. 4, p.37-49, hiver.
- Kurtz, L. (2005), « Answers to Four Questions », *Journal of Investing*, vol. 14, iss. 3, p.125-139, automne.
- Laroche, P. (2007), « L'exploration statistique du biais de publication », *Journal de la Société Française de Statistique*, tome 148, n°4.
- Le Maux, J., Le Saout, E. (2004), « la performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? », *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, p.51-79.
- Luther, R. G., Matatko, J., Corner, D. C.(1992), « The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 5, iss. 4, p.57-70.
- Luther, R. G., Matatko, J. (1994), « The Performance of Ethical Unit Trusts : Choosing an appropriate Benchmark », *British Accounting Review*, vol. 26, iss. 1, p.77-89, mars.
- Mallin, C. A., Saadouni, B., Briston, R. J. (1995), « The Financial Performance of Ethical Investment Funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 22, n°4, p.482-496, juin.
- Markowitz, H. (1952), « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. 7, n°1, p. 77-99.
- Miglietta, F. (2005), « Socially Responsible Investments in Continental Europe : a Multifactor Style Analysis », 10^{ème} symposium de Finance, banque et assurance, Université de Karlsruhe, Allemagne, 14-16 décembre.
- Moskowitz, M. R. (1972), « Choosing Socially Responsible Stocks », *Business and Society Review*, printemps.
- Opler, T. C., Sokobin, J. (1995), « Does coordinated institutional activism work ? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors », Unpublished working paper, Ohio State University

- Pagès, A. (2006), « Les performances de l'Investissement Socialement Responsables : mesures et enjeux », Mémoire de fin d'études Majeure Finance – HEC Paris, mai.
- Plantinga, A., Scholtens, B. (2001), « Socially Responsible Investing and Management Style of Mutual Funds in the Euronext Stock Markets », University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations, and Management), Research Report, mai.
- Renneboog, L., Ter-Horst, J., Zhang, C. (2008), « Socially Responsible Investments : Institutional Aspects, Performance and Investor Behaviour », *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, p.1723-1742.
- Ross, S. A. (1976), « The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing », *Journal of Economic Theory*, p.343-362, décembre.
- Rudd, A. (1981), « Social Responsibility and Portfolio Performance », *California Management Review*, n°23, p.55-61, été.
- Ryan, L. V., Schneider, M. (2002), « The Antecedents of Institutional Investor Activism », *Academy of Management Review*, vol. 27, n°4, p.554-573.
- Saadaoui, K. (2008), « L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? Analyse de la performance financière des fonds socialement responsables français », Actes du 5^{ème} congrès de l'ADERSE, Grenoble, janvier.
- Saadaoui, K. (2009), « La performance financière de l'investissement socialement responsable : cas des fonds socialement responsables français et canadiens », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris-sud 11, janvier.
- Sauer, D. A. (1997), « The Impact of Social Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics*, vol. 6, n°2, p. 137-149.
- Scholtens, B. (2005), « Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds », *Journal of Investing*, vol. 14, iss. 1, printemps.
- Scholtens, B. (2007), « Financial and Social Performance of Socially Responsible Investments in the Netherlands », *Corporate Governance : An International Review*, vol. 15, n°6, novembre.
- Schröder, M. (2004), « The Performance of Socially Responsible Investments : Investment Funds and Indices », *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 18, n°2, p.122-142.
- Shank, T. M., Manullang, D. K., Hill, R. P. (2005), « Is it better to be naughty or nice ? », *Journal of Investing*, vol. 14, iss. 3, p.82-87.
- Sharpe, W. F. (1966), « Mutual Fund Performance », *Journal of Business*, vol. 39, p.119-138.
- Smith, M. P. (1996), « Shareholder activism by institutional investors : Evidence from CalPERS », *Journal of Finance*, Vol. 51, n°1, p.227-252.
- Statman, M. (2000), « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n°3, mai – juin, p. 30-39.

Statman, M. (2006), « Socially Responsible Indexes : Composition, Performance and Tracking-Error », *Journal of Portfolio Management*, vol. 32, n°3, p.100-109.

Stone, B. K., Guerard Jr., J. B., Gultekin, M. N., Adams, G. (2001), « Socially Responsible Investment Screening: Strong Empirical Evidence of No Cost for Actively Managed Value-Focused Portfolios », Working paper, Marriott School of Finance, Brigham Young University, octobre.

Tippet, J. (2001), « Performance of Australia's Ethical Funds », *The Australian Economic Review*, vol. 34, n°2, p.170-178.

Treynor, J. (1965), « How to Rate Management of Investment Funds », *Harvard Business Review*, vol. 43, n°1, p.63-75, janvier - février.

Van de Velde, E., Vermeir, W., Corten, F. (2005), « Corporate Social Responsibility and Financial Performance », *Corporate Gouvernance*, vol. 5, n°3, p.129-138.

Vermeir, W., Van de Velde, E., Corten, F. (2005), « Sustainable and Responsible Performance », *Journal of Investing*, vol. 14, iss. 3, automne.

Vermeir, W., Friedrich, C. (2006), « La performance de l'ISR », *Revue d'Economie Financière*, n°85, avril.

Ziegler, A., Schröder, M., Rennings, K. (2007), « The Effect of Environmental and Social Performance on the Stock Performance of European Corporations », *Environmental and Resource Economics*, vol. 37, n°4, p.661-680, août.