

9^{èmes} États Généraux DE LA RECHERCHE COMPTABLE

19 décembre 2019

www.anc.gouv.fr



AVEC LE SOUTIEN DE:



Papier de recherche

La prise en compte de l'horizon de long terme dans la littérature financière et comptable

Samira Demaria (Université Nice Côte d'Azur, GREDEG)

Sandra Rigot (Université Paris Sorbonne Nord, CEPN)

Les propos exprimés n'engagent que leurs auteurs.

Préambule

L'objectif de ce Policy Paper est de voir dans quelle mesure l'horizon de long terme est appréhendé dans la littérature académique en économie financière et en comptabilité. Il vise en particulier à identifier, les dénominations les plus utilisées, les problématiques abordées ainsi que leur évolution dans le temps. Il se décompose en trois parties, consacrées respectivement à un état des lieux des travaux académiques en finance ¹ puis en comptabilité au regard des enjeux de long terme et à une discussion de ces thématiques débouchant sur des pistes de recherches futures.

¹ Cette partie s'appuie sur un article co-écrit avec Caroline Granier, Docteure en économie et Chargée d'études, Fabrique de l'Industrie.

Table des matières

Préambule.....	3
1 Une finance de long terme ?.....	5
1.1. Introduction.....	5
1.2. Méthodologie et statistiques descriptives.....	6
1.3. Résultats.....	8
1.3.1 Quelle dénomination pour la Finance durable ?.....	8
1.3.2 Les thématiques développées dans la recherche en finance durable.....	9
2 Une comptabilité de long terme ?	11
2.1. Quelle dénomination pour la comptabilité durable ?.....	11
2.1.1 Les normes comptables françaises et internationales utilisent-elles le terme de long terme ?	11
2.1.2 Parle-t-on de comptabilité de long terme ?	13
2.2 Les thématiques développées dans la recherche en comptabilité responsable	15
2.2.1 Recherches sur le niveau et la qualité de la divulgation volontaire d'informations ESG	15
2.2.2 Recherches sur la pertinence (value relevance) de l'information ESG pour les acteurs des marchés financiers.....	16
3 Discussion et conclusion	17
Bibliographie.....	23

1 Une finance de long terme ?

1.1.Introduction

Une première recherche dans un moteur de recherche consistant à cumuler les deux mots clés long terme et finance révèle que la finance liée à un horizon de long terme qui pourrait se définir comme la finance de long terme n'a aucune résonance sous cette dénomination dans la littérature académique. Elle y est plutôt appréhendée sous l'angle de la finance durable qui est définie généralement comme la finance qui vise des objectifs de développement durable.

Depuis une quinzaine d'années, la finance durable suscite, de la part des décideurs politiques, des régulateurs et de la société civile, un intérêt croissant qui a été renforcé plus récemment par la crise financière de 2007-08 et la prise de conscience des risques liés au changement climatique. A travers ce mouvement, les acteurs économiques sont appelés à se comporter de manière plus responsable afin de faire face aux défis économiques, sociétaux et environnementaux. Ces défis ont été progressivement reconnus par l'Organisation des Nations Unies (ONU) comme un enjeu majeur pour le développement durable de nos sociétés lors de la mise en place de la Commission Brundtland en 1987 puis précisés lors de différentes initiatives dont la dernière date de 2015 avec les 17 Objectifs de Développement Durable (ODD) au sein de l'Agenda 2030.

Dans la mesure où le respect de ces objectifs implique des investissements considérables qui ont été estimés par l'OCDE à près de 6,9 billions de dollars chaque année d'ici à 2030, la mobilisation des acteurs du système financier semble déterminante. Parce qu'ils jouent un rôle crucial dans le financement de l'économie en essayant d'allouer le plus efficacement l'épargne des agents économiques, ils peuvent être considérés comme l'un des principaux moteurs de l'affectation des investissements aux projets durables. A travers leurs politiques d'investissement et de financement, les investisseurs et les banques peuvent accélérer la transition énergétique, en orientant par exemple, les entreprises vers des pratiques commerciales durables ou en investissant davantage dans les secteurs bas carbone.

Dans ce contexte, d'autres initiatives ont vu le jour dans le but de leur fixer des objectifs dans l'agenda international. C'est le cas des Principes de l'Equateur créées en 2003 qui fournissent des critères sociaux et environnementaux que les grandes banques doivent considérer lorsqu'elles accordent des financements de projets. Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) lancés en 2006 par l'ONU visent à inciter les investisseurs professionnels à intégrer les questions environnementales, sociales et de gouvernance dans leurs décisions d'investissement et leurs pratiques actionnariales. L'Accord de Paris signé en 2015 marque également un tournant en mettant l'accent sur la nécessaire prise en considération du changement climatique dans les activités financières afin de favoriser un développement bas carbone et de maintenir le réchauffement de la planète au-dessous de 2 degrés par rapport aux niveaux pré-industriels.

Si l'ensemble de ces initiatives internationales a participé à l'émergence de ce que l'on appelle la finance durable, il n'en reste pas moins que le terme reste vague. La Commission européenne (2018) définit la finance durable : « comme la considération des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la prise de décision en matière d'investissement, qui doit conduire à une augmentation des investissements dans des activités durables et à long terme ». L'Expert *Group on Sustainable Finance* canadien (2018) la définit comme des « flux de capitaux (tels qu'ils se reflètent dans les prêts et les investissements), activités de gestion des risques (telles que l'assurance et l'évaluation des risques) et processus financiers (y compris la divulgation, l'évaluation et la surveillance) qui assimilent les facteurs environnementaux et

sociaux afin de promouvoir une croissance économique durable et la stabilité du système financier à long terme ».

En fin de compte, il existe de nombreuses définitions impliquant l'utilisation de différents vocables comme la finance responsable ou la finance éthique, mais aucune compréhension générale de ce qu'est la finance durable et de ce qu'elle incorpore. Cette première partie vise à préciser sa définition et ses contours à travers une revue exhaustive de la littérature sur la finance durable.

1.2.Méthodologie et statistiques descriptives

Pour cela, nous nous appuyons sur une analyse bibliométrique des articles académiques publiés référencés dans la base de données *Web of science* (WoS) en utilisant des outils d'analyse lexicale, au cours de la période 1981-2018. Le choix d'une analyse systématique de la littérature réside dans le fait qu'elle couvre la littérature de manière exhaustive et qu'elle permet de répertorier et de trier tous les articles pertinents en fonction de leurs points communs, de définir des groupes d'articles (clusters) sur la base de ces points communs et de les cartographier selon les principaux sujets. L'enjeu majeur d'une telle étude est de voir, s'il y a un décalage entre cet intérêt croissant portée à la finance durable et les préoccupations académiques, et au final, si la recherche académique est à la hauteur des défis de la transition vers une économie verte et durable.

Notre échantillon de 685 articles met en évidence un nombre croissant de travaux académiques sur la finance durable. Bien que des publications apparaissent dès les années 1980², nous observons que la littérature sur la finance durable émerge véritablement dans les années 2000, avec un accroissement du nombre d'articles en termes absolus depuis 2014 (le nombre d'articles est supérieur à 60 par année). On observe également une concentration élevée dans les supports de publication (parmi lesquels la revue de gestion *Journal of Business Ethics*) ainsi qu'une forte dispersion des auteurs, révélant ainsi que la problématique de la finance durable n'est pas inscrite comme un sujet majeur dans la plupart des revues. Les auteurs, qui publient le plus d'articles (en nombre absolu) sont principalement des économistes, spécialisés dans les modèles de portefeuille, l'économie financière ou la finance quantitative et provenant à la fois de facultés d'économie et d'écoles de commerce.

² Par exemple Carroll, 1981 à propos des investissements des fonds de pension américains en Afrique du Sud pendant la période de l'Apartheid et de leur responsabilité sociale.

Figure 1 : Evolution du nombre d'articles dans notre échantillon par année ³

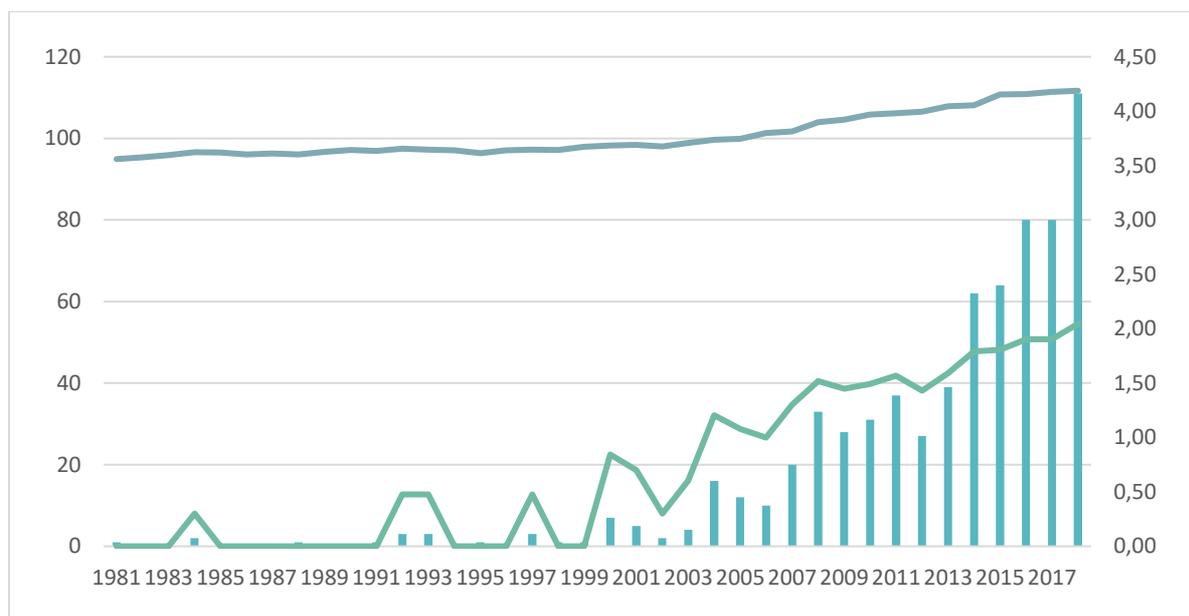


Tableau 1 : Supports de publications des articles académiques sur la finance durable

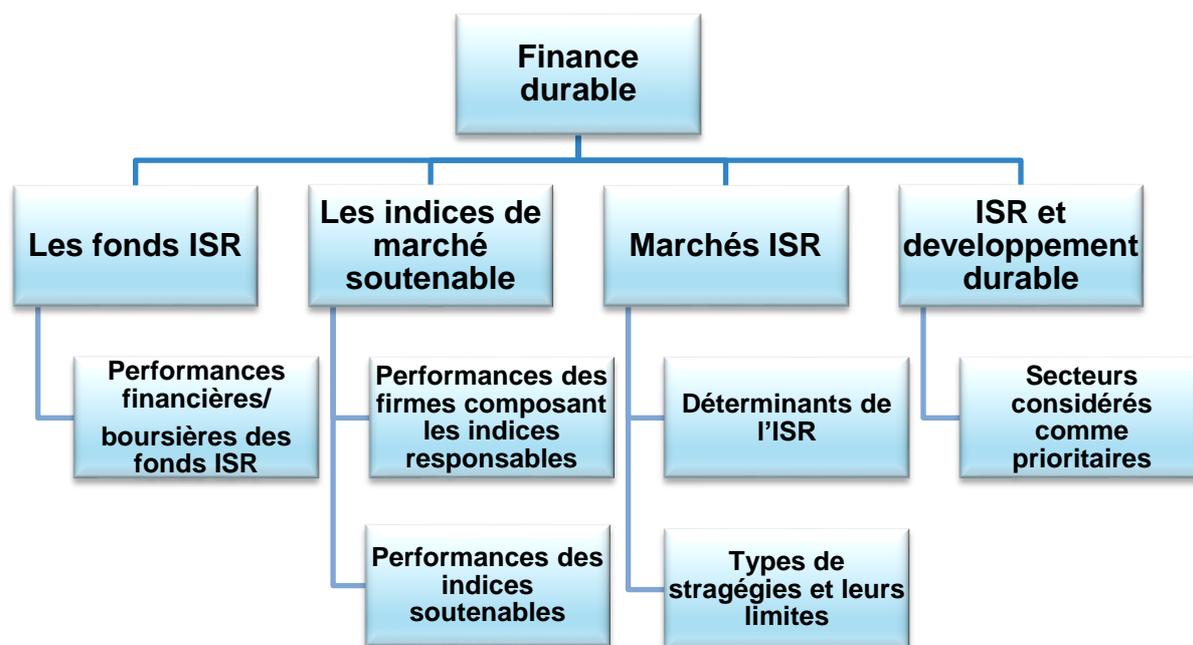
Revue académique	Nombre
JOURNAL OF BUSINESS ETHICS	115
SUSTAINABILITY	24
JOURNAL OF BANKING & FINANCE	17
JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION	16
BUSINESS ETHICS-A EUROPEAN REVIEW	12
BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT	12
BUSINESS & SOCIETY	11
CORPORATE GOVERNANCE-AN INTERNATIONAL REVIEW	9
CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND ENVIRONMENTAL MANAGEMENT	9
SUSTAINABLE DEVELOPMENT	9

³ Bâtons, échelle de gauche : nombre de publications), log du nombre d'articles dans notre échantillon et log du nombre d'articles publiés en anglais dans la catégorie « sciences sociales » du Web of Science (courbe, échelle de droite : log (nombre de publications)).

1.3.2 Les thématiques développées dans la recherche en finance durable

Les 4 thèmes de recherche structurants issus du regroupement des articles (*clustering*) à partir de l'analyse lexicale sont résumés dans la figure 3.

Figure 3 : Les quatre principaux thèmes de la finance durable



Les fonds ISR et leurs performances : un thème dominant et récurrent

Une majorité des articles de l'échantillon total portent sur les performances d'une catégorie particulière d'investisseurs institutionnels, les *mutual funds* ou fonds ISR. La plupart des travaux effectuent une comparaison des rendements boursiers entre ces fonds et les fonds dits conventionnels. Les résultats sont ambigus dans la mesure où il n'y a pas de consensus sur l'obtention de meilleures performances (Derwall et Loedijk, 2009). Leite et Cortez (2015) montrent que les fonds ISR européens sous-performent les fonds conventionnels en période de crise seulement ; pour Bauer et al (2005) les fonds ISR sous-performent tout d'abord les fonds conventionnels puis obtiennent des rendements similaires sur un horizon long. Ces questions sont liées au fait que l'univers d'investissement des fonds est nécessairement limité dans la mesure où seules les entreprises ayant une dimension durable peuvent être incluses (ou, du moins, doivent constituer la majorité des titres détenus) dans le portefeuille des titres. Cette limitation des investissements possibles a un effet sur les rendements espérés des investisseurs car la prise en compte de critères extra-financiers ne permet pas nécessairement les actifs ayant des caractéristiques optimales en termes de risque, de rendement et de corrélation avec les autres actifs. Seule une dizaine d'articles se focalisent sur les pratiques d'ISR d'autres intermédiaires financiers comme les fonds de pension et des fonds souverains, en analysant en particulier leurs politiques d'investissement, leurs déterminants et leurs performances.

Les indices de marché soutenables et leurs performances

Une autre partie des articles portent principalement sur les indices boursiers soutenables. Certains articles mettent en évidence les performances des indices boursiers socialement responsables eux-mêmes (par exemple Sliwinski et Lobza, 2017) ou en comparaison avec les performances des indices conventionnels (Belghitar et al., 2014 ; Charfeddine et al., 2016). D'autres travaux s'intéressent aux performances des firmes composant les indices responsables. Ainsi Chow et al (2014) concluent à un effet positif sur les rendements de l'appartenance au MSCI KLD 400. Pour certains auteurs, les indices ne sont plus alors seulement une source d'information (ou un benchmark) pour les investisseurs lorsqu'ils constituent leur portefeuille mais également une incitation à mettre en place des pratiques responsables (Hsu et Chang, 2017 ; Orsato et al., 2015).

Le point commun de ces deux premiers thèmes structurants constitue la performance à savoir, les performances financières/boursières des fonds mutuels ISR (comparaison de la performance avec les fonds conventionnels, sélection optimales des titres, ...), des fonds qui investissent dans des indices de marché soutenables et la performance économiques des entreprises appartenant à ces indices

Les marchés ISR

Un certain nombre d'articles portent d'une part, sur les marchés ISR à travers l'analyse de déterminants de leur développement à l'échelle macro-économique et d'autre part, sur leurs limites. Si certains travaux font des analyse comparatives des marchés ISR entre la Belgique et les Pays Bas (Benijts, 2010) ou le Japon et Hong Kong (Park, 2009), les pays nordiques (Bengtsson, 2008), dans les pays post-communistes et les pays européens (Adamska et al., 2016) ; d'autres s'interrogent sur le caractère éthique/moral de l'ISR, ses paradoxes liés à leur institutionnalisation (Parfitt, 2018 ; Thomas, 2016).

Les marchés ISR et développement durable

Un grand nombre d'article (environ un tiers) portent sur un thème dominant et récurrent : l'étude des marchés ISR appliqués à des secteurs considérés comme prioritaires en matière de développement durable tels que l'agriculture, l'immobilier, la santé, les infrastructures publiques, les transports publics, l'éducation, l'industrie alimentaire ou encore le tourisme plutôt dans les pays moins développés. Il s'agit de voir dans quelle mesure l'ISR peut participer au financement de ces secteurs dans un pays donné (Bak et al. 2017 ; Malekpour et al., 2017 ; Cebula et Mixon, 2014 ; Deak et Hajdu, 2012) ; ou bien de voir quel type de finance durable serait le plus approprié (Xue et al., 2017 ; Mactaggart et al., 2018 ; Van den Bossche et al., 2010).

L'information financière et le reporting extra-financier, un thème transversal aux clusters

Si peu de mots-clés ont trait à l'information, cette dernière est néanmoins transversale à la majorité des clusters. Saadaoui et Soobaroyen, (2018) étudient en particulier les méthodologies des agences de notation extra financière. D'autres articles portent sur le reporting extra financier, en particulier sur l'émergence du reporting intégré (Atkins et al., 2015 ; Frias-Aceituno et al., 2014). La plupart mettent en avant la grande hétérogénéité de l'information extra financière et la nécessité de l'harmoniser. En effet, l'information financière est au cœur de la théorie financière (clusters sur les performances financières), de la fonction même des indices boursiers (clusters focalisés sur les indices qui fournissent en effet une information standardisée et moins coûteuse pour les investisseurs). Elle représente ainsi un enjeu actuel majeur pour la finance durable et concerne aussi bien les sociétés que les gestionnaires de portefeuille, les épargnants que les régulateurs. Les sociétés sont incitées à faire des rapports sur leurs activités et le

caractère durable de celles-ci afin de pouvoir évaluer l'impact négatif de leur activité sur l'environnement et le social et ensuite d'améliorer cet impact. Le reporting peut également leur permettre d'améliorer leur réputation auprès des clients et des investisseurs qui ont des considérations ESG. Du côté des gestionnaires de portefeuille, il s'agit d'explicitier aux investisseurs (professionnels et épargnants) leur stratégie d'investissement et d'être transparents quant aux caractéristiques des produits qu'ils commercialisent (fonds etc.).

2 Une comptabilité de long terme ?

Cette deuxième partie vise à présenter un panorama des recherches sur le lien entre comptabilité et horizon de long terme. Elle identifie dans un premier temps si les normes comptables françaises puis internationales (IFRS) prennent en compte le terme de manière explicite, puis à préciser dans un deuxième temps si les dénominations appliquées à la comptabilité de long terme sont les mêmes qu'en finance (durable, éthique, responsable).

2.1. Quelle dénomination pour la comptabilité durable ?

2.1.1 Les normes comptables françaises et internationales utilisent-elles le terme de long terme ?

Dans la mesure où la finance de long terme est associée à la finance durable qui est elle-même définie comme celle qui prend en considération des dimensions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la prise de décision en matière d'investissement afin d'augmenter les investissements dans des activités durables et à long terme, il nous est apparu intéressant de voir si les normes comptables internationales (IFRS) et françaises (ANC) prenaient en compte l'horizon de long terme et/ ou les indicateurs ESG.

Tableau 2 : Recherche lexicale liée aux horizons et aux termes ESG (en nombre d'occurrences et en pourcentage par rapport au nombre de mots du document étudié)

Thèmes	ANC (PCG 2019) 230 pages	IFRS (cadre conceptuel) 69 pages	IFRS (normes 2014) 3978 pages
Long terme	15 (0.02%)	2 (0.01%)	218 (0,02%)
Court terme	8 (0.01%)	1 (0%)	152 (0,01%)
Environnement	7 (0.01%)	0 (0%)	51 (0%)
Social	58 (0.07%)	1 (0%)	19 (0%)
Gouvernance	0 (0%)	0 (0%)	16 (0%)

Concernant les normes françaises issues du PCG (2019), on constate que :

- Le long terme apparaît 15 fois. Certaines occurrences concernent majoritairement les contrats de long terme tandis que d'autres renvoient à des titres de comptes liés aux réserves,

au capital, aux créances et emprunts. Les normes françaises ne définissent pas précisément le long terme mais elles donnent une orientation pour l'approcher en estimant qu'il correspond à un évènement dont l'exécution s'étend sur au moins deux périodes comptables ou exercices.

- Le court terme fait référence à des titres de comptes liés aux immobilisations, emprunts et créances, mais aussi à l'évaluation d'éléments d'actifs détenus à court terme (sans précision de durée).
- Le terme environnement apparaît essentiellement dans le cadre de l'article sur la comptabilisation des Gaz à effet de serre (GES) et fait référence au code de l'environnement. Le terme climat n'est jamais utilisé dans le PCG.
- Le terme social dans le PCG fait référence à la sécurité sociale, aux charges sociales et au capital social.
- La gouvernance n'apparaît pas.

S'agissant des normes comptables internationales IFRS et de leur cadre conceptuel en particulier, on constate que les termes liés aux indicateurs ESG sont absents (l'occurrence de social renvoie au capital). Quant aux notions de court / long terme, elles sont aussi très peu utilisées.

- Le terme long terme est utilisé principalement en référence aux avantages à long terme des régimes de retraites ou aux emprunts à longue échéance.
- Le terme court terme sert majoritairement à aborder les avantages immédiats des salariés, mais aussi à qualifier certains postes comptables (créances, dettes, emprunts, placements...)

Au regard de l'intégralité du corpus normatif international, si les IFRS font très souvent référence à des échéances de 1 ou 5 ans c'est principalement à titre d'exemple pour illustrer certaines normes (pour des contrats de location IFRS 16), des emprunts (IFRS9) ou les engagements de retraites (IAS 19) entre autres), mais nous n'observons aucune définition claire de la distinction entre court et long terme.

Il est important de noter que si le vocable court et long terme est finalement très peu utilisé dans les normes comptables IFRS, ces dernières utilisent les termes courant et non-courant pour définir les actifs et les passifs. La norme IAS 1 §66 établit que l'entité doit classer un actif en tant qu'actif courant lorsque:

- a) elle s'attend à réaliser l'actif ou qu'elle entend le vendre ou le consommer dans son cycle d'exploitation normal ⁵;
- b) elle détient l'actif principalement aux fins d'être négocié;
- c) elle s'attend à réaliser cet actif dans les douze mois qui suivent la période de reporting;
ou
- d) l'actif se compose de trésorerie ou d'équivalents de trésorerie (tels que définis dans IAS 7), sauf s'il ne peut être échangé ou utilisé pour régler un passif pendant au moins douze mois après la période de reporting.

L'entité doit classer tous les autres actifs en actifs non courants.

Cette répartition entre courant et non courant s'applique pour les passifs de la firme avec des critères similaires (IAS 1 §69 et suivants).

⁵ Le cycle d'exploitation de l'entité désigne la période s'écoulant entre l'acquisition d'actifs en vue de leur transformation et leur réalisation sous forme de trésorerie ou d'équivalents de trésorerie. Lorsque le cycle normal d'exploitation de l'entité n'est pas clairement identifiable, il est présumé s'étendre sur douze mois.

Il apparait assez clairement que les éléments courants sont des postes aux échéances de court terme, dès lors on peut estimer que les normes IFRS supposent par opposition que les éléments de long terme seraient tous ceux qui ne sont pas courants.

Concernant les indicateurs ESG :

- L'environnement renvoie quasi systématiquement à l'environnement économique, de marché et réglementaire. L'environnement au sens écologique du terme n'est utilisé qu'une fois pour faire référence au rapport environnemental supplémentaire que la firme peut publier, puis une quinzaine de fois dans les normes IAS 37 concernant les provisions pour risques environnementales et dans l'IFRIC 5 « Droits aux intérêts émanant de fonds de gestion dédiés au démantèlement, à la remise en état et à la réhabilitation de l'environnement ». On notera enfin que le mot climat n'apparait pas à l'exception du climat politique.
- Le terme social fait principalement référence aux charges sociales et aux conséquences sociales des différents types d'engagements de retraite.
- Le mot gouvernance est utilisé principalement pour aborder la gouvernance de la fondation IFRS.

Ainsi, on observe que les visions comptables françaises et internationales ne font quasiment pas référence à l'horizon de long terme, et encore moins aux critères ESG. En matière d'échéance les normes comptables françaises se réfèrent aux éléments à plus ou moins un an, comme par exemple, pour opérer la classification entre actifs circulants ou actifs immobilisés. Et les normes IFRS distinguent les éléments courant à moins de douze mois des non-courants qui ont automatiquement une échéance supérieure mais sans définition stricte.

2.1.2 Parle-t-on de comptabilité de long terme ?

A l'instar de la finance, une première recherche dans un moteur de recherche académique consistant à cumuler les deux mots clés long terme et comptabilité révèle que la comptabilité liée à un horizon de long terme qui pourrait se définir comme la comptabilité de long terme n'a aucune résonance sous cette dénomination dans la littérature académique. Un tel constat semble logique si l'on suppose que la comptabilité doit être neutre, autrement dit, ni de long terme ni de court terme. Ensuite, si l'on consulte le dictionnaire de la comptabilité (Colasse 2015), il n'est fait aucune référence à une comptabilité durable, éthique ou responsable mais il y a une section sur les comptabilités alternatives (p.60) visant à informer les parties prenantes sur les aspects non financiers de l'entreprise en particulier sociaux (par le biais du bilan social ⁶) et environnementaux (rapport environnemental ⁷).

Cette première approche semble cependant relativement restrictive. Nous nous posons maintenant la question de savoir si à l'instar de la finance, la comptabilité peut être considéré

⁶ Le bilan social est un instrument de mesure du domaine social dans l'entreprise. Il a été créé par la loi 77-769 du 12 juillet 1977. Il récapitule en un document unique les principales données chiffrées permettant d'apprécier la situation de l'entreprise dans le domaine social, d'enregistrer les réalisations effectuées et de mesurer les changements intervenus au cours de l'année écoulée et des deux années précédentes. Le bilan social comporte des informations sur l'emploi, les rémunérations et charges accessoires, les conditions de santé et de sécurité, les autres conditions de travail, la formation, les relations professionnelles ainsi que sur les conditions de vie des salariés et de leurs familles dans la mesure où ces conditions dépendent de l'entreprise.

⁷ À définir

comme responsable. Si l'on cherche le terme *sustainable accounting* dans un moteur de recherche académique, le premier résultat peut surprendre : on obtient l'article de Atkins et al. (2015) s'intitulant : ***Good news from nowhere: imagining utopian sustainable accounting***.

En approfondissant la recherche, il s'avère que les chercheurs en comptabilité ont intégré les enjeux ESG depuis de nombreuses années. Ainsi le concept de comptabilité responsable (ou soutenable) a émergé il y a une trentaine d'années comme une sous-catégorie de la comptabilité financière (Tilt 2007). Afin d'avoir une idée plus précise de cette thématique de recherche, il est important de la définir. Nous retenons la définition proposée par le *Sustainability Accounting Standards Board*⁸ : « une comptabilité responsable reflète la gestion des impacts environnementaux et sociaux d'une entreprise découlant de la production de biens et de services, ainsi que la gestion des capitaux environnementaux et sociaux nécessaires à la création de valeur à long terme. La comptabilité responsable représente les activités qui ont un impact direct sur la société, l'environnement et la performance économique d'une organisation ».

Selon cette conception, une entreprise responsable est pleinement consciente de ses responsabilités envers les différentes parties prenantes et adopte des méthodes et des outils qui lui permettent d'améliorer sa performance sociale et écologique (Perrini et Tencati 2006). Cette vision de l'entreprise conduit de nombreux chercheurs à estimer que de nouveaux systèmes de comptabilité adaptés au développement durable sont nécessaires. On peut citer un exemple de comptabilité responsable est celle proposée par Elkington (1997) sous le nom de *Triple Bottom Line* proposant d'ajouter au résultat net comptable deux lignes supplémentaires censées renseigner sur l'efficacité de la politique humaine et environnementale de l'entreprise. L'idée étant d'associer dans une même vision les 3P, à savoir, *People, Planet and Profit*.

D'après Rambaud et Richard (2016), cette approche comptable, proche de la philosophie des systèmes comptables classiques, mais en augmentant seulement le nombre de lignes de résultats (Bottom Line), jouit d'une popularité très importante auprès des entreprises, des ONG et des pouvoirs publics du fait de la simplicité de sa conception et la représentation directe des trois piliers. Cependant pour Richard et Plot (2014), ce modèle est fondé sur l'idéologie de la gestion financière de la firme et ne permet donc de sélectionner uniquement les mesures sociales et environnementales qui permettent d'obtenir un résultat conforme aux normes de rentabilité financière. Dans cette lignée, Rambaud et Richard (2015) estiment que ce modèle souffre de limites importantes ; en particulier il ne permet pas de protéger les capitaux humain et naturel. C'est pourquoi, ces auteurs proposent un modèle alternatif : le *Triple Depreciation Line*. L'idée est de proposer un nouveau modèle comptable visant à protéger/maintenir le capital humain et naturel.

S'il est incontestable que ces propositions normatives sont particulièrement intéressantes pour penser l'avenir d'une comptabilité financière responsable, il n'en reste pas moins que les travaux académiques en comptabilité adoptent plutôt une approche positive⁹ laquelle vise à observer les pratiques en matière de divulgation d'informations ESG et à évaluer la perception

⁸ Le SASB est une association à but non lucrative américaine se présentant comme un normalisateur (créé en 2011). Il a publié un corps de 77 normes spécialisées par secteur d'activité pour la comptabilisation et la divulgation des questions qui ont une incidence significative sur l'environnement, la responsabilité sociale et la gouvernance.

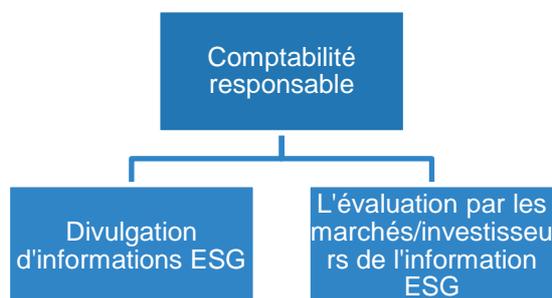
⁹ Les recherches en comptabilité normative visent à prescrire ce qui devrait être alors que les recherches s'inscrivant dans un courant positif ont pour objet de décrire et d'expliquer le comportement des acteurs.

de cette divulgation, souvent volontaire, par les marchés financiers, les investisseurs ou les analystes.

2.2 Les thématiques développées dans la recherche en comptabilité responsable

La revue de la littérature effectuée vise à dresser un panorama général (non exhaustif) des différentes voies de recherche liées à une comptabilité responsable c'est-à-dire prenant en considération les indicateurs ESG conformément à la définition donnée par le SASB. Elle nous a permis d'identifier deux principales thématiques de recherche :

Figure 4 : Les thématiques de recherche de la comptabilité responsable



2.2.1 Recherches sur le niveau et la qualité de la divulgation volontaire d'informations ESG

Un large pan de la recherche en comptabilité s'intéresse au niveau de divulgation d'informations ESG avec une focalisation sur les aspects sociaux et/ou environnementaux. L'idée étant d'identifier les entreprises qui divulguent le plus et le mieux.

En France, de nombreux travaux se sont attachés à identifier les effets de la loi NRE sur le niveau de communication lors de son entrée en vigueur (Ben Rhouma et Cormier 2007 ; Delbard 2008 ; Damak-Ayadi 2010). Ces travaux ont montré que globalement lors des cinq premières années d'application de la loi, le niveau d'adéquation aux attentes était relativement faible quel que soit le secteur d'activité étudié. Puis dix ans, après l'introduction de la loi NRE, plusieurs articles ont montré une hausse indiscutable du niveau d'informations ESG diffusées que cela soit au niveau général (Chauvey et al. 2015) ou au niveau de l'information environnemental (Albertini 2014 ; Chelli et al. 2014).

Au niveau international, plusieurs études se sont intéressées à l'adoption volontaire de grilles ESG comme la GRI ou l'Integrated Reporting (IR). Les recherches fondées sur des analyses de contenus des rapports annuels ou de développement durable de firmes européennes montrent que globalement le niveau de divulgation d'informations ESG n'est pas suffisant et qu'une amélioration est possible (Beck et al. 2010 ; Lock et Seele 2016 ; Pistoni et al. 2018).

Néanmoins, plusieurs études montrent une amélioration de la divulgation d'information depuis la dernière décennie. Ainsi Russo-Spena et al. (2018) confirment la tendance à l'accroissement de la divulgation d'information ESG pour un échantillon d'entreprises automobiles entre 2009 et 2014. Mais, malgré cette amélioration, de nombreuses recherches révèlent que les

divulgations sont souvent descriptives, rarement quantitatives et négatives. Les entreprises favorisent une information optimiste des pratiques environnementales et sociales alors que les impacts négatifs sont largement ignorés. Ce résultat est observé sur un échantillon français (Albertini 2014 ; Chauvey et al. 2015 ; Depoers et Jérôme 2017) et sur les entreprises britanniques et allemandes (Beck et al. 2010) ou indiennes (Sen et al. 2011). Dans ce sens, Melloni et al. (2017) affirment que les entreprises internationales dont les performances sociales et/ou environnementales sont médiocres ont tendance à divulguer des informations moins précises sur leur performance durable (Freedman et Jaggi 2005).

2.2.2 Recherches sur la pertinence (*value relevance*) de l'information ESG pour les acteurs des marchés financiers

Sur une thématique adjacente à la précédente, de nombreux auteurs s'intéressent à la pertinence (*value relevance*) de l'information ESG diffusée au regard des attentes des parties prenantes des marchés financiers. Ces recherches visent à montrer le « pouvoir financier » de l'information extra-financière, autrement dit, si ces informations influencent les investisseurs et donc si la valorisation boursière des firmes en est affectée.

De nombreux travaux montrent que la divulgation d'information ESG est pertinente (ou *value relevant*) pour les acteurs des marchés financiers (Margolis and Walsh, 2001; Orlitzky et al., 2003; Al-Tuwaijri et al., 2004). En effet les firmes ayant un score ESG élevé ont tendance à attirer plus les investisseurs à long-terme et/ou socialement responsables. Elles ont de surcroît un coût du capital plus faible (Dhaliwal et al. 2011 ; Reverte 2012 ; Ng et Rezaee 2015). Plus précisément certaines études mettent en évidence que la divulgation d'information ESG contribue à diminuer le coût du capital sur les marchés financiers (Dhaliwal et al. 2011 ; Reverte 2012 ; Ng et Rezaee 2015). S'appuyant sur des résultats identiques El Ghouli et al. (2011) estiment que les firmes ayant des pratiques responsables sont plus performantes financièrement et présentent moins de risques pour les investisseurs. De même il apparaît que le niveau de divulgation d'information extra-financière a une incidence sur le niveau de performance financière (valeur de marché) des firmes (Wahba 2008 ; Schadewitz et Niskala 2010 ; Kumarasinghe et al. 2018).

Dans la continuité des études de *value relevance*, certains travaux se penchent plus précisément sur le point de vue des investisseurs et plus précisément sur l'utilité de l'information extra-financière pour la prise de décision d'investissement. La divulgation d'information ESG contribue à mieux informer les parties prenantes sur les activités et le management de la firme et de fait à diminuer le niveau d'asymétrie informationnelle existant sur les marchés financiers (Cormier et al. 2011). Ainsi les entreprises divulguant de l'information ESG, principalement par le biais de l'application de référentiel volontaire type GRI, sembleraient être plus attractives pour les investisseurs (Jain et al. 2016 ; Verbeeten et al. 2016).

Cependant le développement croissant de la prise en compte de l'ESG et l'absence de régulation de l'information diffusée peut conduire à brouiller le discours. Ainsi, Cormier et al. (2011) estiment que les entreprises doivent adopter une stratégie de divulgation ESG efficiente si elles veulent donner une image juste de leur performance RSE. D'ailleurs, face au foisonnement d'informations ESG, dont la qualité est parfois incertaine, de nombreuses études concluent qu'il serait nécessaire d'entamer un processus réglementaire pour définir un corpus d'information

ESG pertinent et comparable qui permettrait une meilleure prise de décision pour l'investisseur (Haigh et Guthrie 2009 ; Mackenzie et al. 2013 ; Stewart 2015 ; Quaadman 2019). Park et Ravenel (2015) vont plus loin en estimant que l'information ESG devrait être normalisée à un degré suffisant pour permettre une analyse comparative robuste des firmes en vue de la prise de décision.

En amont de l'investisseur, certains auteurs estiment que les informations ESG doivent être considérées et prises en compte par les analystes en raison de leurs effets potentiels sur les cours des actions et les risques, qui sont des facteurs clés dans l'optimisation des portefeuilles d'investissement (Bos 2014). L'étude de Ioannou et Serafeim (2015) montre que les notes de recommandations pour les firmes ayant un score ESG élevé se sont significativement améliorées sur une période récente (depuis 2001), alors que sur une période antérieure, les analystes effectuaient des recommandations plus pessimistes pour les firmes engagées dans le développement durable. Ce résultat démontre l'essor et l'importance prise par l'information ESG pour l'évaluation des firmes. D'après Luo et al. (2015), les analystes jouent un rôle de médiateur facilitant le lien entre informations ESG et performance financière.

3 Discussion et conclusion

Le manque de diversité des acteurs liés à la finance durable et la comptabilité durable

Si la revue de la littérature sur la finance durable a permis de mettre en avant plusieurs thèmes récurrents, on observe que des thématiques qui renvoient directement aux objectifs de développement durable et aux critères ESG ne sont pas traités. C'est le cas des intermédiaires financiers publics (banques et investisseurs publics) qui ne sont pas soumis aux mêmes pressions que leurs homologues privées côtés, en raison de la structure spécifique de leur actionnariat.

On peut également s'interroger sur le fait que des modes de financement alternatifs qui ont émergé récemment afin de faire face aux limites posées par la finance conventionnelle (notamment au regard des travaux révélant les effets négatifs de la financiarisation) ne soient pas ou peu associés à la finance durable. C'est notamment le cas du financement participatif qui permet d'accéder à des ressources financières essentiellement à travers Internet sous la forme de dons ou en échange de quelque chose ou de droits de vote permettant de supporter des initiatives à but spécifique (Lambert et Schwiendbacher, 2010) ou encore de la microfinance qui cherche à favoriser l'accès au crédit aux populations les plus défavorisées. Ces thèmes sont très faiblement représentés dans notre échantillon (Lopatta et Tchikov, 2016 ; Postelnicu et Hermes, 2018 pour la microfinance ; bien que leur définition renvoie directement aux objectifs de développement durable. La focalisation progressive sur les performances boursières montrée précédemment explique en partie l'absence d'association entre l'Economie Sociale et Solidaire (ESS) et la finance solidaire : l'objectif de la finance solidaire n'est pas le profit et la performance financière mais bien l'utilité finale du projet financé.

De la même manière, le capital-risque et le financement bancaire en général ou par des banques coopératives ne sont pas des thèmes récurrents qui apparaissent à côté du terme de finance durable ou de finance responsable (comme exception voir Gill et al., 2017 dans notre échantillon). Concernant les banques, bien qu'il existe des principes de financement

responsable depuis 2003 (les Equator Principles) pour les grandes banques, la prise en considération

du changement climatique par ces dernières semble avoir été réellement prise au sérieux depuis la COP 21 et le discours de Mark Carney. Enfin, on constate qu'il n'y pas de groupes homogènes sur les objectifs précis liés à la gouvernance, environnement ou la social. Les termes « *green bonds* », « *green finance* » et « *climate finance* », contrairement au terme « *climate change* », n'apparaissent ni dans la liste des mots les plus fréquents ni dans les paires de mots les plus fréquents. Il en découle que la Finance climat et la finance verte ne représentent pas un thème structurant ou encore émergent.

Par ailleurs la focalisation sur les *mutual funds* et les performances financières est expliquée par certains (par exemple Capelle-Blancard et Monjon, 2012) par la disponibilité des données grâce à l'existence de bases de données financières construites par des fournisseurs tels que Thomson Reuters et par les informations contenues dans les prospectus de vente des fonds d'investissement. Dans la même veine, l'absence d'analyse portant sur les modes de financement dédiés principalement aux PME (tels que la microfinance) relativement aux sociétés cotées peut s'expliquer par la différence de contraintes en termes de divulgation d'information. C'est là tout le problème de la recherche académique actuelle qui a tendance à se focaliser principalement sur ce qui existe.

Il en va de même dans la recherche comptable, en effet les thématiques étudiées sont très homogènes et des sujets qui pourraient paraître intéressants semblent complètement laissés de côté. On peut par exemple se demander pourquoi le niveau de divulgation n'est pas mis en perspective avec les pratiques réelles environnementales et sociales, c'est-à-dire avec les investissements effectifs des firmes dans les énergies renouvelables, par exemple.¹⁰ L'effet du *Greenwashing* est trop absent de ce champ de recherche. De plus, si d'autres disciplines s'y intéressent, comme la sociologie par exemple, la relation de l'information extra financière avec l'économie sociale et solidaire ou l'économie circulaire ou la protection de la biodiversité sont absentes des préoccupations de la recherche en comptabilité. Or ces thématiques ont des effets sur la gestion comptable et financière et sur le management de la firme.

Au regard de ce manque de diversité des acteurs liés à la finance durable, il est alors logique de s'interroger sur la nécessité d'élargir la définition de la finance durable dans la littérature et de définir un agenda de recherche académique sur ces thèmes.

L'absence de remise en cause de la finance conventionnelle

Dans la mesure où les acteurs de la finance éthique, responsable, durable ou de la finance participative, affichent des objectifs de performance financière et extra-financière, les rendant à même de financer l'investissement à long terme ou liés à la transition énergétique, il est intéressant de voir en quoi ils participent au ré-encastrement de la finance dans l'économie réelle, et remettent en cause les modèles de la finance privée conventionnelle, adossés à la valeur actionnariale, en intégrant des considérations sociales, environnementales et de gouvernance étrangères à celle-ci.

¹⁰ Voir le rapport OXFAM (2018) qui met en évidence la contradiction entre une communication verte et les investissements dans les industries polluantes des grandes banques françaises.

Or, notre revue de littérature révèle que les articles les plus cités de notre échantillon se focalisent sur la question de la performance financière. Les travaux s'inscrivent dans le cadre de la finance conventionnelle qui repose sur des modèles qui partent de l'hypothèse de maximisation de la valeur exprimée en termes de rendements boursiers. Cette maximisation de la valeur actionnariale a été soutenue par les paradigmes dominants en finance mais aussi en économie de la firme (théorie de l'agence et théorie des droits de propriété) où les actionnaires sont les principaux stakeholders et où les aspects moraux des agents économiques ne sont pas reconnus. Cette vision participe du mouvement de *mainstreaming* de l'ISR consistant à intégrer les dimensions ESG dans les approches traditionnelles ou conventionnelles plutôt qu'à transformer en profondeur les approches pour appréhender les dimensions ESG. Ils s'inscrivent dans le cadre de la finance conventionnelle qui repose sur des modèles qui partent de l'hypothèse de maximisation de la valeur exprimée en termes de rendements boursiers. Cette maximisation de la valeur actionnariale a été soutenue par les paradigmes dominants en finance mais aussi en économie de la firme (théorie de l'agence et théorie des droits de propriété) où les actionnaires sont les principaux *stakeholders* et où les aspects moraux des agents économiques ne sont pas reconnus. Ce résultat est cohérent avec le caractère transdisciplinaire des revues dans lesquelles sont publiés les articles de notre échantillon. On pourrait imaginer un programme de recherche cherchant à renouveler la vision de la finance durable orientée vers les performances boursières.

L'absence de la thématique réglementaire

Bien qu'en lien avec la question de la diffusion de l'information et du reporting, on s'interroge sur la quasi-absence de la dimension réglementation et des instruments politiques dans les articles. En effet la quantité, la pertinence et la standardisation de l'information est nécessaire dans la mesure où l'information et plus généralement la discipline de marché constituent un pilier de la réglementation aussi bien dans le secteur bancaire que dans le secteur de la finance de marché (voir les accords de Bâle par exemple). De manière générale, on observe une faible fréquence du mot régulation qui peut s'expliquer d'une part par le fait que la réglementation est un processus en cours (par exemple la taxonomie des activités vertes en cours de discussion par la Commission Européenne) et d'autre part que l'ISR et la RSE s'est développé jusqu'à présent plutôt à travers des instruments de type *soft law*, à travers des codes de conduite et des standards de gouvernance (Richardson, 2009 ; Steurer, 2010) que des lois ou directives et des incitations fiscales. Enfin on notera l'absence de la « climate finance » et de la taxe carbone comme instrument, signifiant que ces expressions ne sont pas utilisées en lien avec la finance durable.

Au final, les revues de littérature académique dédiée à la finance et à la comptabilité au regard de l'horizon de long terme ont permis de mettre en exergue le foisonnement d'une information ESG non transparente, non comparable, parfois potentiellement non pertinente est préjudiciable pour les investisseurs et les marchés. La littérature fait donc état d'un véritable besoin d'harmonisation de cette information qui prend de plus en plus d'importance pour les parties prenantes. Dans ces courants de recherche l'objectif n'est pas de proposer les solutions mais d'identifier les manques et les besoins. Il est donc important que les hommes politiques et les normalisateurs se saisissent du sujet afin de trouver les moyens pertinents à l'échelle européenne voire internationale d'harmoniser l'information ESG.

L'absence d'un consensus sur la définition d'une finance ou comptabilité de long terme

La revue des littératures à la fois financière et comptable a mis en évidence l'absence de définition de la notion de long terme. Cette question n'est pas nouvelle puisque déjà lors des états généraux de la recherche comptable en 2012 la question « volatilité ou long terme » avait été posée. Dans le cadre d'un contrat de recherche avec l'ANC relatif aux biais court-termistes de la réglementation comptable et prudentielle, nous avons proposé une définition exhaustive et unifiée du long terme, selon laquelle l'investissement à long terme relevait de trois dimensions complémentaires : la nature du projet, la nature du financement et le comportement des financeurs (Demaria et Rigot, 2015). Le tableau suivant présente les dimensions identifiées :

Tableau 3: Récapitulatif des dimensions de la notion de l'investissement à long terme

3 dimensions de Inv. LT	Dimension 1 : Nature projet long terme	Dimension 2 : Financement long terme	Dimension3 : Comportement long terme
Sous dimension 1	Objectif <i>Croissance LT/ durable</i>	Nature des ressources <i>Epargne LT et/ou stables</i>	Stratégies de placement <i>(contrariantes, faible turn over, détention minimale de 5 ans d'un actif financier)</i>
Sous dimension 2	Nature des actifs et acteurs à financer <i>Investissements productifs tangibles et intangibles LT>> en priorité CT, MT</i>	Instruments/véhicules <i>Ad hoc LT</i>	Gouvernance d'entreprise <i>partenariale</i>
Sous dimension 3		Acteurs financeurs <i>Investisseurs de LT Banques de développement Banque publiques d'investissement</i>	

Source : Demaria et Rigot (2015)

Dans la première dimension, l'objectif principal recherché de ce type d'investissement est la croissance de long terme (dimension 1.1). La 2ème sous dimension (1.2) (nature du projet d'investissement) suppose que l'investissement à long terme repose sur l'investissement dans du capital productif, i.e. celui qui, en engageant durablement des ressources financières, permet de créer de nouvelles unités de production, d'innover et d'améliorer le processus de production. Ce type de capital est à distinguer du capital financier qui, s'il implique une prise de risque de la part de l'entreprise qui réalise cet investissement, ne consiste pas directement à déplacer les frontières de production. Il n'apporte pas directement une contribution à la production de l'économie réelle. Ainsi pour ces raisons, les caractéristiques liées à la nature de ces projets d'investissement à long terme devraient être uniquement des actifs productifs tangibles ou/et intangibles, plutôt que des actifs financiers. De plus, ce capital productif s'inscrit dans le temps.

Il peut se faire à différentes échéances court, moyen et long terme mais ce qui importe c'est son renouvellement.

Définir la nature du projet en lien avec la croissance de long terme est nécessaire mais pas suffisant car les besoins de long terme doivent être en partie financés par des agents qui ont de l'épargne excédentaire. C'est pourquoi la deuxième dimension de l'investissement à long terme liée au financement à long terme est nécessaire. Celle-ci se subdivise en trois sous dimensions.

La première sous dimension (2.1) (nature de l'épargne) concerne les préférences des agents à capacité de financement qui ont un surplus d'épargne. Leurs ressources peuvent être à plus ou moins court terme, publiques/privées, internes/externes. Nous pensons qu'une épargne longue (contractuelle et/ou statistique) doit être privilégiée dans la mesure où elle implique une contrainte de liquidité moindre pour le financeur. La deuxième sous dimension (2.2) (instruments de financement de long terme) pose la question des véhicules/instruments à promouvoir pour le financement de projets d'investissement à long terme. Dans la mesure où derrière ces projets, il y a des entreprises qui doivent se projeter dans l'avenir, nous pensons qu'il est nécessaire de développer davantage la gamme d'instruments financiers long terme ad hoc (fonds européens de long terme, obligations long terme...) qui s'adresseraient en priorité aux investisseurs dits de long terme. Dans la troisième sous dimension (2.3) (financeurs de long terme), il s'agit de trouver les acteurs susceptibles de s'engager à un horizon suffisamment long dans le financement de la croissance de long terme. De tels acteurs pourraient être les investisseurs de long terme qui ont un passif de long terme (fonds de pension, compagnies d'assurance vie...) ou encore des banques de développement ou publiques d'investissement.

Si cette deuxième dimension est importante car elle met en avant la nécessité de promouvoir une épargne préalable et des supports financiers de long terme spécifiques, là encore elle ne saurait suffire car se pose la question du comportement de long terme effectif des financeurs (troisième dimension). Un investisseur ayant des ressources longues peut très bien privilégier des placements court-terme pour des raisons diverses (concurrence, réglementations, mécanismes d'incitations). D'où la nécessité de prendre en compte une troisième dimension qui vise à définir ce qu'est un comportement de long terme, en se différenciant d'un comportement de court terme.

Ces trois dimensions étant complémentaires, l'adéquation avec les deux précédentes dimensions implique un engagement à minima des financeurs. Remettre en cause la durée de l'engagement financier, reviendrait à renier les projets d'avenir. L'entreprise est bien une institution destinée à se reproduire dans le temps, même si certains des financeurs (prêteurs et actionnaires) ne souhaitent la suivre que sur une partie du chemin. En cas de désaccord stratégique majeur, certains financeurs, à défaut de pouvoir réorienter la stratégie, peuvent décider de se désengager, en retirant leurs capitaux de l'entreprise. Autrement dit, il est nécessaire que les investisseurs/actionnaires acceptent une forme d'illiquidité de leurs placements pour que l'investissement productif ait lieu, et que cet investissement nourrisse en retour les perspectives de profits futurs qui sont les garantes de la valorisation de l'action à long terme. Acquérir une action ne saurait suffire pour déterminer un comportement de long terme par un investisseur.

La première sous dimension (3.1) (stratégies de placements de long terme) concerne l'allocation d'actifs des intermédiaires financiers visant à financer des projets de long terme. Nous postulons que de tels intermédiaires devraient adopter des stratégies de placement contrariantes ou contra-cycliques liées à une allocation dynamique flexible -avec *rebalancing*- (à l'opposé d'une gestion *momentum*) impliquant un faible taux de rotation de portefeuille. Notre analyse des réponses montre qu'un consensus semble se porter sur la durée de 5 ans ; ce résultat est d'ailleurs corroboré par la Commission Européenne dans son résumé. Pour les intermédiaires bancaires dans leur fonction traditionnelle, un comportement de long terme est à associer à leur capacité à faire des prêts de différentes maturités et à garder ces prêts dans leur bilan pour conserver une relation de long terme avec ceux à qui elles accordent un financement. Par ailleurs, cet engagement de long terme nécessaire passe par la promotion d'une gouvernance partenariale tant au niveau des gestionnaires d'actifs que des entreprises dans lesquelles ils placent leurs fonds (dimension 3.2). En effet, ces entreprises peuvent être définies comme des institutions qui font intervenir plusieurs parties prenantes telles des actionnaires, administrateurs, gérants, fournisseurs, clients. Pour faire en sorte que cette entreprise perçue comme une communauté puisse se projeter dans l'avenir, ces parties prenantes doivent entretenir des relations durables. Un tel dessein rend nécessaire l'idée d'engagement assez long qui doit se traduire dans les instruments.

Il semble qu'un certain nombre de ces conditions aient été retenues par la Commission pour les investisseurs souhaitant s'engager dans le fonds européen de long terme (ELTIF) lancé en décembre 2015, que ce soit sur la durée (5 ans) qui correspond à l'insertion d'une dose d'illiquidité dans la gestion d'actifs ou encore les projets d'investissement long terme précisément visés (actifs réels) dans ce type de fonds, sans compter les interdictions liées à certaines innovations financières. Comme nous avons pu le constater, cette vision du long terme n'a pas trouvé d'échos dans les recherches académiques. Définir et caractériser le long terme ne semble pas être une priorité des chercheurs. On peut alors se demander pourquoi.

Bibliographie

- Albertini, E. (2014). A descriptive analysis of environmental disclosure: A longitudinal study of french companies. *Journal of Business Ethics*: 233-254.
- Atkins, J., Atkins, B. C., Thomson, I., Maroun, W. (2015). "Good" news from nowhere: Imagining utopian sustainable accounting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 28 (5): 651-670.
- Beck, A. C., Campbell, D., Shrides, P. J. (2010). Content analysis in environmental reporting research: Enrichment and rehearsal of the method in a british–german context. *The British Accounting Review* 42: 207-222.
- Ben Rhouma, A., Cormier, D. (2007). *Déterminants de la communication sociale et environnementale des entreprises françaises*.
- Bos, J. (2014) In *CFA institute magazine*, Vol. Jan/fev.
- Chauvey, J.-N., Giordano-Spring, S., Cho, C., Patten, D. (2015). The normativity and legitimacy of csr disclosure: Evidence from france. *Journal of Business Ethics* 130: 789-803.
- Chelli, M., Richard, J., Durocher, S. (2014). France's new economic regulations: Insights from institutional legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27: 283-316.
- Colasse, B. (2015). *Dictionnaire de la comptabilité*. Paris: La découverte.
- Cormier, D., Ledoux, M.-J., Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision* 49 (8): 1276-1304.
- Damak-Ayadi, S. (2010). Le reporting social et environnemental suite à l'application de la loi nre en france. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 16: 53-81.
- Delbard, O. (2008). Csr legislation in france and the european regulatory paradox: An analysis of eu csr policy and sustainability. *Corporate Governance: The international journal of business in society* 8: 397–405.
- Demaria, S., Rigot, S. (2015). *Normes comptables et prudentielles des intermédiaires financiers au regard de l'investissement à long terme*. Rapport pour l'ANC, la CDC et BNP Paribas.
- Depoers, F., Jérôme, T. (2017). Stratégies de publication des dépenses environnementales dans un cadre réglementaire. *Comptabilité - Contrôle - Audit* 23: 41-74.
- Dhaliwal, D. S., Oliver Zhen, L., Tsang, A., Yong George, Y. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance* 35 (9): 2388-2406.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of the 21st century business*.
- Freedman, M., Jaggi, B. (2005). Global warming, commitment to the kyoto protocol, and accounting disclosures by the largest global public firms from polluting industries. *The International Journal of Accounting* 40 (3): 215-232.
- Haigh, M., Guthrie, J. (2009). A political economy approach to regulated australian information disclosures. *Business Ethics: A European Review* 18 (2): 192-208.
- Ioannou, I., Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal* 36 (7): 1053-1081.
- Jain, A., Jain, P. K., Rezaee, Z. (2016). Value-relevance of corporate social responsibility: Evidence from short selling. *Journal of Management Accounting Research* 28 (2): 29-52.
- Kumarasinghe, S., Will, M., Hoshino, Y. (2018). Enhancing performance by disclosing more: Some evidence from japanese companies. *Pacific Accounting Review (Emerald Group Publishing Limited)* 30 (1): 110-128.

- Lock, I., Seele, P. (2016). The credibility of csr (corporate social responsibility) reports in europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. *Journal of Cleaner Production* 122: 186-200.
- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal* 36 (1): 123-136.
- Mackenzie, C., Rees, W., Rodionova, T. (2013). Do responsible investment indices improve corporate social responsibility? Ftse4good's impact on environmental management. *Corporate Governance: An International Review* 21 (5): 495-512.
- Melloni, G., Caglio, A., Perego, P. (2017). Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in integrated reports. *Sustainability Accounting, Reporting and Assurance* 36: 220-238.
- Ng, A. C., Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance* 34: 128-149.
- OXFAM. (2018). *Banques françaises : Les fossiles raflent la mise*.
- Park, A., Ravenel, C. (2015). An alignment proposal: Boosting the momentum of sustainability reporting. *Journal of Applied Corporate Finance* 27 (2): 52-57.
- Perrini, F., Tencati, A. (2006). Sustainability and stakeholder management: The need for new corporate performance evaluation and reporting systems. *Business Strategy & the Environment (John Wiley & Sons, Inc)* 15 (5): 296-308.
- Pistoni, A., Songini, L., Bavagnoli, F. (2018). Integrated reporting quality: An empirical analysis. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management* 25 (4): 489-507.
- Quaadman, T. (2019). Esg point/counterpoint: Should environmental, social and governance reporting be standardized and mandated?: Against: Take an industry-based approach to esg reporting. *Directors & Boards* 43 (2): 26-27.
- Rambaud, A., Richard, J. (2015). The “triple depreciation line” instead of the “triple bottom line”: Towards a genuine integrated reporting. *Critical perspectives on accounting* 33: 92-116.
- Rambaud, A., Richard, J. (2016).
- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management* 19 (5): 253-272.
- Richard, J., Plot, E. (2014). *La gestion environnementale. La découverte*.
- Russo-Spena, T., Tregua, M., De Chiara, A. (2018). Trends and drivers in csr disclosure: A focus on reporting practices in the automotive industry. *Journal of Business Ethics* 151 (2): 563-578.
- Schadewitz, H., Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in finland. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management* 17 (2): 96-106.
- Sen, M., Mukherjee, K., Pattanayak, J. K. (2011). Corporate environmental disclosure practices in india. *Journal of Applied Accounting Research* 12: 139-156.
- Stewart, L. S. (2015). Growing demand for esg information and standards: Understanding corporate opportunities as well as risks. *Journal of Applied Corporate Finance* 27 (2): 58-63.
- Tilt, C. A. (2007). Corporate responsibility accounting and accountants. In *Professionals' perspectives of corporate social responsibility* (Eds, Idowu, S., Leal Filho, W.). Berlin Heidelberg: Springer-Verlag
- Verbeeten, F. H. M., Gamerschlag, R., Möller, K. (2016). Are csr disclosures relevant for investors? Empirical evidence from germany. *Management Decision* 54 (6): 1359-1382.
- Wahba, H. (2008). Exploring the moderating effect of financial performance on the relationship between corporate environmental responsibility and institutional investors: Some egyptian evidence. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management* 15 (6): 361-371.

Bibliographie finance durable

- Adamska A; Dabrowski T; Grygiel-Tomaszewska A, Socially responsible investment in post-communist and developed European countries, *REVUE D ETUDES COMPARATIVES EST-OUEST*, 2016, V47, N3, P7-43
- Atkins JF; Solomon A; Norton S; Joseph NL, The emergence of integrated private reporting, *MEDITARI ACCOUNTANCY RESEARCH*, 2015, V23, N1, P28-61
- Bak C; Bhattacharya A; Edenhofer O; Knopf B, Towards a comprehensive approach to climate policy, sustainable infrastructure, and finance, *ECONOMICS-THE OPEN ACCESS OPEN-ASSESSMENT E-JOURNAL*, 2017, V11, N6, P1064-1074
- Belghitar Y; Clark E; Deshmukh N, Does it pay to be ethical? Evidence from the FTSE4Good, *JOURNAL OF BANKING & FINANCE*, 2014, V47, N6, P54-62
- Bengtsson E, A History of Scandinavian Socially Responsible Investing, *JOURNAL OF BUSINESS ETHICS*, 2008, V82, N4, P969-983
- Benijts T, A framework for comparing socially responsible investment markets: an analysis of the Dutch and Belgian retail markets, *BUSINESS ETHICS-A EUROPEAN REVIEW*, 2010, V19, N1, P50-63
- Cebula RJ; Mixon FG, The Roles of Economic Freedom and Regulatory Quality in Creating a Favorable Environment for Investment in Energy R&D, Infrastructure, and Capacity
AMERICAN JOURNAL OF ECONOMICS AND SOCIOLOGY, 2014, V73, N2, P299-324
- Charfeddine L; Najah A; Teulon F, Socially responsible investing and Islamic funds: New perspectives for portfolio allocation, *RESEARCH IN INTERNATIONAL BUSINESS AND FINANCE*, 2016, V36, N1, P351-361
- Deak Z; Hajdu I, The role of socially responsible investing and media in the environmental stewardship of food industry companies, *ACTA ALIMENTARIA*, 2012, V41, N12, P24-38
- Derwall J; Koedijk K, Socially Responsible Fixed-Income Funds, *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE & ACCOUNTING*, 2009, V36, N1-2, P210-229
- Filbeck G; Krause TA; Reis L, Socially responsible investing in hedge funds, *JOURNAL OF ASSET MANAGEMENT*, 2016, V17, N6, P408-421
- Frias-Aceituno JV; Rodriguez-Ariza L; Garcia-Sanchez IM, Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting, *BUSINESS STRATEGY AND THE ENVIRONMENT*, 2014, V23, N1, P56-72
- Hochstadter AK; Scheck B, What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners, *JOURNAL OF BUSINESS ETHICS*, 2015, V132, N2, P449-475
- Hsu CW; Chang DS, Investigating critical organizational factors toward sustainability index: Insights from the Taiwanese electronics industry, *BUSINESS ETHICS-A EUROPEAN REVIEW*, 2017, V26, N4, P468-479
- Leite P; Cortez MC, Performance of European socially responsible funds during market crises: Evidence from France, *INTERNATIONAL REVIEW OF FINANCIAL ANALYSIS*, 2015, V40, N3, P132-141
- Mactaggart F; McDermott L; Tynan A; Whittaker M, Exploring the broader health and well-being outcomes of mining communities in low- and middle-income countries: A systematic review, *GLOBAL PUBLIC HEALTH*, 2018, V13, N7, P899-913
- Malekpour S; Brown RR; de Haan FJ, Disruptions in strategic infrastructure planning - What do they mean for sustainable development?, *ENVIRONMENT AND PLANNING C-POLITICS AND SPACE*, 2017, V35, N7, P1285-1303
- Orsato RJ; Garcia A; Mendes-Da-Silva W; Simonetti R; Monzoni M, Sustainability indexes: why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil, *JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION*, 2015, V96, N2, P161-170
- Parfitt C, Contradictions of financialised neoliberalism: The contemporary practice of responsible investment, *JOURNAL OF SOCIOLOGY*, 2018, V54, N1, P64-76
- Park J, Sustainable consumption and the financial sector: analysing the markets for responsible investment in Hong Kong and Japan, *INTERNATIONAL JOURNAL OF CONSUMER STUDIES*, 2009, V33, N2, P206-214
- Park SK, INVESTORS AS REGULATORS: GREEN BONDS AND THE GOVERNANCE CHALLENGES OF THE SUSTAINABLE FINANCE REVOLUTION, *STANFORD JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW*, 2018, V54, N1, P1-47

- Pizzi S, The Relationship between Non-financial Reporting, Environmental Strategies and Financial Performance. Empirical Evidence from Milano Stock Exchange, ADMINISTRATIVE SCIENCES, 2018, V8, N4
- Saadaoui K; Soobaroyen T, An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies, SUSTAINABILITY ACCOUNTING MANAGEMENT AND POLICY JOURNAL, 2018, V9, N1, P43-62
- Sliwinski P; Lobza M, Financial Performance of Socially Responsible Indices, INTERNATIONAL JOURNAL OF MANAGEMENT AND ECONOMICS, 2017, V53, N1, P25-46
- Thomas DP, Critical pedagogy and Socially Responsible Investing (SRI) Questioning our post-secondary institutions' investment strategies, LEARNING AND TEACHING-THE INTERNATIONAL JOURNAL OF HIGHER EDUCATION IN THE SOCIAL SCIENCES, 2016, V9, N3, P4-21
- Van den Bossche F; Rogge N; Devooght K; Van Puyenbroeck T, Robust Corporate Social Responsibility investment screening, ECOLOGICAL ECONOMICS, 2010, V69, N5, P1159-1169
- Xue YQ; Guan HZ; Corey J; Wei H; Yan H, Quantifying a Financially Sustainable Strategy of Public Transport: Private Capital Investment Considering Passenger Value, SUSTAINABILITY, 2017, V9, N2, P743-753