



Communication environnementale et coût des fonds propres : Le cas des entreprises du SBF120

Déjean Frédérique et Martinez Isabelle

Correspondances :

Frédérique Déjean
Maître de Conférences
IAE Toulouse
2, rue du Doyen Gabriel Marty
31 042 Toulouse Cedex 09
Frederique.Dejean@univ-tlse1.fr

Isabelle Martinez
Professeur des Universités
IAE de Poitiers
20 rue Guillaume VII Le Troubadour
86022 Poitiers Cedex
imartinez@iae.univ-poitiers.fr

Résumé :

Quel est l'impact sur le coût des fonds propres des divulgations volontaires d'informations environnementales ? C'est à cette question de recherche que nous tentons ici de répondre. L'étude empirique porte sur un échantillon de 119 entreprises cotées du SBF120. La majorité de ces entreprises consacre en 2006 un chapitre ou une partie au domaine environnemental dans leur rapport annuel tandis que 20% publient un rapport spécifiquement dédié au développement durable. Quel que soit le support choisi, les thèmes environnementaux les plus documentés concernent la pollution, les ressources naturelles et le recyclage. L'étude met en exergue l'absence d'impact de la communication environnementale sur le coût des fonds propres des entreprises émettrices. Une gestion environnementale transparente ne semble donc pas à l'origine d'une baisse du coût des ressources de financement.

Mots clefs :

Communication environnementale, divulgation volontaire, coût des fonds propres.

Au cours des dernières années et notamment depuis le Protocole de Kyoto en 1997, les pratiques des entreprises en matière de gestion et de protection environnementales sont devenues une préoccupation majeure de l'ensemble des partenaires économiques. Dès lors, cette prise de conscience est à l'origine de l'émergence de la communication de nature environnementale. Selon Cormier (2002 : 161), « *l'information environnementale publiée par les entreprises vise à fournir une compréhension générale des questions environnementales et des risques de même qu'une indication du niveau de la performance de la firme dans le domaine environnemental* ».

En France, la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) du 15 mai 2001 fixe les obligations de communication et impose aux entreprises cotées de prendre en compte, dans leurs rapports annuels, les conséquences sociales et environnementales de leurs activités. Le décret d'application n° 2002-221 de la loi NRE établit la liste des informations de nature sociale et environnementale requises esquisant ainsi les premiers contours d'un reporting sociétal : « Le reporting sociétal constitue un instrument de justification des efforts accomplis par les entreprises dans les domaines environnementaux et sociaux » (Rivière-Giordano, 2007 : 10). Force est cependant de constater que de plus en plus d'entreprises françaises ne se contentent plus aujourd'hui de satisfaire les obligations de communication et divulguent davantage d'informations que ne l'exige le cadre légal et réglementaire. A titre d'exemple, pour l'exercice 2004, environ un quart des entreprises du SBF120 publient un rapport « Développement Durable » spécifiquement dédié à la responsabilité sociale et environnementale (Chauvey et Giordano-Spring, 2007). Cette pratique est encouragée par plusieurs initiatives dont la « *Global Reporting Initiative* » (GRI), qui depuis sa création en 1997, œuvre pour l'élaboration et la construction d'une trame de travail commune pour rendre compte des performances économique, environnementale et sociale des sociétés et plus largement de toute organisation gouvernementale ou non gouvernementale. Toutefois, des disparités existent entre le reporting social et le reporting environnemental, Rivière-Giordano (2007 : 7) souligne ainsi le caractère novateur de ce dernier : « Les entreprises françaises sont soumises à de nombreuses dispositions réglementaires en matières sociale (...). En revanche, étant donné que les réglementations environnementales étaient jusqu'alors moins fréquentes, les entreprises sont peu habituées à rendre des comptes sur cet aspect là de leur activité ». D'ailleurs, l'évolution des dispositions légales en faveur de la protection de

l'environnement¹ témoigne de l'intérêt croissant des pouvoirs publics pour les questions environnementales (Djama et Martinez, 2007). Cependant, l'absence de sanctions pour les entreprises qui ne respectent pas ces dispositions légales implique que le reporting environnemental présente avant tout un caractère volontaire. Surtout, de par l'absence de sources d'informations alternatives, l'information environnementale conserve une valeur économique forte, et ce malgré l'absence de cadre législatif systématique (Cormier et al., 2005).

Dans ce contexte, la question se pose de savoir pourquoi certaines entreprises publient volontairement des informations environnementales. En d'autres termes, quels sont les avantages attendus par les entreprises émettrices ? Cette problématique s'inscrit dans un débat plus large sur le rôle de la comptabilité sociétale. Un premier courant de recherche, qui s'est développé à la suite des travaux de Ramanathan (1976), considère la comptabilité sociétale comme une branche de la comptabilité traditionnelle, les investisseurs étant alors les premiers utilisateurs de ces informations. En revanche, pour Gray, Owen et Maunders (1986), la comptabilité sociétale est au cœur du dialogue entre l'entreprise et son environnement. Si la dimension sociale de la comptabilité sociétale a longtemps été privilégiée, depuis les années 1980 les entreprises prennent davantage en compte l'impact de leur activité sur l'environnement ainsi que les risques y afférant. La divulgation environnementale est ainsi progressivement devenue plus détaillée, témoignant de l'importance qu'accorde la communauté financière à cette forme d'engagement. Toutefois, « *malgré le fait que les entreprises consacrent de plus en plus d'efforts et de ressources financières à la communication d'informations environnementales, les raisons qui les motivent à opter pour la communication d'une plus grande quantité d'informations au sujet de leurs activités environnementales ne sont pas évidentes* » (Cormier, 2002 : 204).

La présente recherche a donc pour objectif d'évaluer l'incidence financière de la communication environnementale. Pour cela, l'étude se focalise sur le seul critère du coût des ressources externes et tente d'analyser la relation entre informations environnementales et coût des fonds propres. La majorité des travaux sur le thème de l'impact financier des divulgations environnementales et sociales traite de l'incidence de ces divulgations sur les cours de bourse (études de réaction). Par exemple, Bellini et Delattre (2007) s'intéressent à la

¹ Le Conseil National de la Comptabilité a publié un avis sur la comptabilisation des quotas d'émissions de gaz à effet de serre (Avis n°2004-C du 23 mars 2004).

réaction du marché français à l'annonce d'informations environnementales. A l'inverse des études de réaction, la relation entre communication environnementale et coût des fonds propres reste à ce jour largement inexplorée par les chercheurs aussi bien anglo-saxons que français. Il s'agit donc ici de dépasser la seule mise en exergue des variations de cours induites par les annonces environnementales pour analyser l'influence de telles annonces sur le coût des ressources de financement. La communication environnementale entraîne-t-elle une réduction du coût du capital actions des entreprises françaises ?

Fondée sur la théorie des coûts d'informations, l'étude empirique porte sur des entreprises cotées appartenant à l'indice SBF120 et qui, pour l'année 2006, publient un rapport de développement durable (désormais noté RDD) ou consacrent un chapitre ou une partie spécifique au développement durable dans leur rapport annuel (désormais noté RA). Ce dernier est d'ailleurs fréquemment appelé rapport d'activité et de développement durable. Nous procédons à une analyse de contenu de ces supports à partir d'une grille d'analyse adaptée des travaux d'Ernst et Ernst (1978), Oxibar (2003) et Cormier et al. (2005). Cette méthodologie permet de mesurer le volume de divulgation de l'information environnementale et aide à la compréhension des pratiques de communication environnementale. Ainsi, on constate que la majorité des entreprises du SBF120 consacre un chapitre ou une partie au domaine environnemental dans leur rapport annuel tandis que 20% publient un rapport spécifiquement dédié au développement durable. Quel que soit le support choisi, les thèmes environnementaux les plus documentés concernent la pollution, les ressources naturelles et le recyclage. En revanche, très peu d'informations sont divulguées en moyenne au sujet de la certification. Quant à l'impact sur le coût des fonds propres de la communication environnementale, les résultats obtenus ne permettent pas de conclure à une relation statistiquement significative. Une gestion environnementale transparente ne semble donc pas entraîner une baisse du coût des ressources de financement.

L'article est organisé comme suit. La première section est consacrée à une revue synthétique de la littérature sur les motivations des entreprises émettrices d'informations environnementales. Elle aboutit au développement des hypothèses de recherche. Dans la seconde section, le design de la recherche est décrit. Enfin, la dernière section présente et discute les résultats empiriques.

1. Les motivations des entreprises émettrices d'informations environnementales : revue synthétique de la littérature et développement des hypothèses

Pourquoi les entreprises publient-elles volontairement des informations environnementales ? De nombreux travaux ont posé la question des motivations des entreprises émettrices. Les premières recherches sur ce thème ont étudié le lien entre la performance (économique ou financière) des entreprises et la divulgation environnementale (Ingram et Frazier, 1980 ; Wiseman, 1982 ; Ullman, 1985 ; Patten, 2002), l'idée étant que la publication d'informations de nature environnementale peut affecter la performance d'une entreprise². Les résultats de ces études sont le plus souvent contradictoires. Par exemple, Ingram et Frazier (1980) n'observent pas de relation entre le niveau de diffusion environnementale et la performance financière. Une relation négative entre la diffusion d'information environnementale et la performance financière a également été mise en évidence (Wiseman, 1982 ; Patten, 2002). Les auteurs justifient ce résultat en expliquant que les entreprises qui ont une performance financière faible publient davantage d'informations environnementales car elles sont plus fortement exposées à l'opinion publique. Plus récemment, Al-Tuwaijri et al. (2004) et Clarkson et al. (2007) ont identifié un lien positif entre la performance financière et le volume de diffusion environnementale. La divulgation d'information environnementale peut également affecter le cours boursier d'une entreprise. Ainsi, Belkaoui (1976) observe un effet positif sur les cours boursiers des entreprises qui communiquent des informations environnementales (à savoir les dépenses engagées pour la lutte anti-pollution) par rapport à celles qui ne publient aucune information de ce type. L'impact boursier des annonces liées à l'environnement a également été mis en exergue sur les marchés américain (Shane et Spicer, 1983), canadien (Laplante et Lanoie, 1994), indien (Gupta et Goldar, 2003) et plus récemment français (Bellini et Delattre, 2007). Des spécificités nationales peuvent alors expliquer des résultats parfois contradictoires. Ainsi, Cormier et Magnan (2007) observent que si les divulgations environnementales ont un impact modéré sur la valeur boursière de l'entreprise pour le marché allemand, cet impact n'est plus significatif dans le cas des marchés français et canadien. Rivière-Giordano (2007) affirme que ces résultats contradictoires s'expliquent par un manque de crédibilité du reporting environnemental, appelant au développement de l'audit environnemental comme facteur de fiabilité de la qualité de l'information environnementale.

² Pour une revue plus détaillée de la littérature, voir Clarkson et al. (2007)

Par la suite, différents cadres théoriques ont été mobilisés pour expliquer la diffusion d'informations environnementales, ou plus largement sociétales³. Il s'agit de la théorie des parties prenantes (Roberts, 1992 ; Pellé-Culpin, 1998 ; Damak-Ayadi, 2006), de la théorie de la légitimité (Guthrie et Parker, 1989 ; Patten, 1991 ; Déjean et Oxibar, 2007 ; Van Staden et Hooks, 2007), de la théorie politico-contractuelle (Oxibar, 2003) et de la théorie des coûts d'information (Cormier et Magnan, 1999, 2002, 2003 ; Labelle, Schatt et Sinclair-Desgagné, 2004). La première approche suppose que la communication sociétale, et notamment environnementale, constitue une réponse de l'entreprise aux demandes des parties prenantes. Ces travaux considèrent que le reporting sociétal est un mode de reddition des comptes dans une relation d'agence élargie entre l'entreprise et ses *stakeholders*. Damak-Ayadi (2004) montre ainsi que plus les entreprises sont sensibles aux problèmes sociaux et environnementaux et plus elles publient de RDD. Surtout, elle indique que les entreprises qui intègrent les attentes des parties prenantes « diffuses » publient davantage de RDD que les entreprises qui s'attachent aux intérêts des parties prenantes « contractuelles ». Selon la seconde approche, la communication environnementale s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de légitimation visant à satisfaire les attentes de la société civile. Ces recherches soulignent l'importance des pressions exercées par l'opinion publique (Patten, 1992) ou les lobbies (Deegan et Gordon, 1996). Certains chercheurs montrent aussi que l'appartenance à un secteur d'activité sensible se traduit par une diffusion sensiblement plus élevée d'informations environnementales (Wiseman, 1982). Dans le cadre de la théorie politico-contractuelle, la diffusion d'information sociétale correspond à « *une posture anti-législation* » (Oxibar, 2003 : 78) dans le sens où par cette communication volontaire, les entreprises cherchent à réduire d'une part les possibilités d'un plus grand contrôle de leurs activités, et d'autre part le risque de voir le gouvernement légiférer. Ces différents cadres théoriques identifient l'engagement sociétal des entreprises en tant que réponse à une demande de l'environnement externe. Quant à la théorie des coûts d'information, elle permet d'appréhender, d'un point de vue interne aux organisations, les décisions sociétales à partir de critères économiques de type coûts/bénéfices. Selon Cormier et Magnan (2003 : 4), « *la stratégie de communication en matière de performance environnementale résulte d'un compromis entre plusieurs contraintes et impératifs. De fait, une stratégie de communication peut être vue comme résultant d'une appréciation financière des coûts et avantages économiques qui en découlent (...)* ». Dans ce

³ Pour une présentation détaillée des différents cadres conceptuels, voir Oxibar (2003)

cadre, la taille de l'entreprise est considérée comme une variable significative, corrélée positivement avec le volume d'information environnementale (Cormier et Magnan 1999).

Selon cette dernière théorie, toute décision de divulgation volontaire résulte en effet d'un arbitrage entre les coûts et les bénéfices attendus (Verecchia, 1983 ; Dye, 1985). Depoers (2000) considère ainsi que la diffusion d'informations volontaires résulte d'un arbitrage entre les encouragements à dissimuler et les encouragements à diffuser des informations discrétionnaires. L'impact économique d'une stratégie de communication volontaire a été plus particulièrement étudié dans un contexte financier. C'est ainsi qu'une relation négative entre le coût des fonds propres et la quantité d'informations financières volontairement publiées a été mise en exergue (Botosan, 1997 ; Botosan et Plumlee, 2000). Deux axes théoriques sont envisagés pour expliquer la baisse du coût des ressources de financement. D'une part, une meilleure transparence financière est supposée entraîner une activité du marché du titre plus importante en raison de l'accroissement de la demande pour le titre concerné. La conséquence est une baisse du coût des transactions et donc du coût des capitaux propres. D'autre part, une communication financière accrue est susceptible d'entraîner une baisse du risque supporté par les actionnaires (diminution du risque de sélection adverse) et du coût du capital actions. La littérature sur l'impact des divulgations financières relève cependant que le nombre d'analystes financiers qui suivent l'entreprise influence les retombées de la communication volontaire. Plus le nombre d'analystes effectuant des recommandations sur le titre est élevé (faible degré d'asymétrie informationnelle), moins la baisse du coût du capital est importante (Botosan, 1997).

Qu'en est-il de la diffusion volontaire d'informations environnementales ? Permet-elle de réduire le coût des fonds propres de l'entreprise émettrice ? Richardson et al. (1999) proposent un modèle de l'influence sur le marché financier que pourraient exercer la performance sociétale d'une entreprise et la communication sur cette performance. Trois effets possibles sont ainsi envisagés. Les divulgations sociétales, incluant les informations environnementales, sont tout d'abord supposées jouer le même rôle que les informations financières en termes de réduction des coûts de transaction (premier effet) ou/et de prime de risque exigée par les actionnaires (second effet). Elles pourraient ensuite influencer les choix d'investissement des investisseurs en les orientant vers des entreprises socialement responsables, même si cette décision financière se fait au détriment de la rentabilité (troisième effet).

Richardson et Welker (2001) appliquent la même démarche que celle de Botosan (1997) et Botosan et Plumlee (2000) pour étudier l'impact sur le coût des fonds propres de la divulgation volontaire d'informations sociétales. Leur étude, qui porte sur un échantillon d'entreprises canadiennes, met tout d'abord en exergue les déterminants de la communication volontaire d'informations sociétales : à savoir la taille, le secteur d'activité, le taux d'endettement et le nombre d'analystes financiers qui suivent l'entreprise. En revanche, aucun lien significatif n'apparaît entre la rentabilité financière (ROE) et le score de divulgation sociétale. L'étude de Richardson et Welker (2001) révèle ensuite une relation positive entre le score de communication sociétale et le coût du capital actions. Ainsi, contrairement à l'argumentation de Richardson et al. (1999), la divulgation volontaire d'informations sociétales (y compris environnementales) ne permet pas une diminution du coût des ressources de financement des entreprises émettrices. Bien que les auteurs envisagent un éventuel biais de sélection lié à la période étudiée (de 1990 à 1992), ils avancent deux raisons pour justifier un tel résultat : (i) certaines entreprises peuvent publier des informations sociétales sans réellement s'engager dans une démarche socialement responsable, il existe dans ce cas un écart entre le comportement social de l'entreprise et sa communication à ce sujet, (ii) à l'inverse, si les entreprises réalisent des investissements socialement responsables, ces derniers peuvent avoir une valeur actuelle négative et augmenter le risque total de la firme.

Pour approfondir et compléter l'étude de Richardson et Welker (2001), l'objectif de cette recherche est d'examiner, dans le contexte français, le lien entre le coût des fonds propres et la divulgation volontaire d'informations environnementales. La communication environnementale permet-elle, comme la communication financière, de réduire le coût du capital actions ? A notre connaissance, très peu d'études anglo-saxonnes et françaises, sont consacrées à cette problématique.

Pour répondre à la question de recherche et à l'instar de Richardson et al. (1999), nous supposons donc que la divulgation d'informations environnementales permet de réduire le coût du capital actions. L'hypothèse suivante est ainsi formulée :

H₁ : Il existe une relation négative entre le niveau de divulgation environnementale et le coût des fonds propres de l'entreprise émettrice.

Par ailleurs, il est possible que le nombre d'analystes qui suivent chaque entreprise soit un facteur d'influence sur la relation entre communication environnementale et coût des fonds propres. En effet, dans le cas des informations volontaires de nature financière, Botosan (1997) ainsi que Richardson et Welker (2001) montrent que la baisse du coût du capital actions est d'autant plus forte que l'entreprise émettrice est suivie par un faible nombre d'analystes financiers⁴. Si les analystes financiers utilisent dans leur activité courante l'information comptable, celle-ci joue un rôle mineur au moment de la formulation des recommandations d'investissement (Sranon-Boiteau, 1998). En revanche, Eglem et Saghroun (2006) mettent en évidence, à partir d'entretiens avec des analystes financiers, comment ces derniers intègrent les informations environnementales et sociales dans leur analyse des performances de l'entreprise. De même, Aerts et al. (2008) indiquent que si les informations environnementales influencent les prévisions des analystes financiers, cette influence est d'autant plus faible que le nombre d'analystes suivant l'entreprise est élevé. Aussi, concernant l'influence des analystes, l'hypothèse suivante est formulée :

H₂ : La relation entre le niveau de divulgation environnementale et le coût des fonds propres de l'entreprise émettrice est influencée par le nombre d'analystes financiers qui suivent cette entreprise.

Après avoir, à l'issue de la revue synthétique de la littérature, proposé deux hypothèses de recherche, la section suivante décrit la méthodologie suivie dans le cadre de ce travail empirique.

2. Le design de la recherche

Pour examiner la relation entre le niveau de divulgation environnementale et le coût des fonds propres des entreprises émettrices, un score (ou niveau) de divulgation doit être tout d'abord mesuré (2.1). Il s'agit ensuite de proposer une méthode d'estimation du coût des fonds propres et de définir le modèle explicatif (2.2).

2.1 Mesure du score de divulgation environnementale

La plupart des études portant sur les pratiques de diffusion d'information sociétale ont fondé leur analyse sur le seul rapport annuel (Déjean et Oxibar, 2007). Or, dans une étude sur le

⁴ Richardson et Welker (2001) ne confirment cependant pas cette influence dans le cas des informations sociétales.

reporting sociétal, Chauvey et Giordano-Spring (2007 : 15) notent que « *le choix du support est une caractéristique déterminante de la propension à publier et plus largement de l'effort de communication, puisque le choix d'un rapport dédié s'accompagne généralement d'une plus grande variété des thèmes abordés (...)* ». Ainsi dans le cadre de cette recherche, lorsque le RDD est absent, nous nous référons au rapport annuel en axant l'analyse sur le chapitre consacré au développement durable. Dans ce cas, nombreuses sont les entreprises qui intitulent le rapport annuel « rapport d'activité et de développement durable ». Les rapports étudiés (RDD ou RA) sont extraits des sites Web des entreprises sélectionnées dans l'échantillon.

Le travail de recherche consiste ensuite à appliquer une grille d'analyse et de notation du niveau de divulgation environnementale. Cette grille, inspirée des travaux antérieurs (Ernst et Ernst, 1978 ; Oxibar, 2003 ; Cormier et Magnan, 2005), a été adaptée aux informations environnementales. Une étude réalisée sur le CAC40 (x, 2007)⁵ nous a permis d'affiner les catégories d'informations environnementales et de proposer les 6 thèmes suivants : pollution, recyclage, énergie, ressources naturelles, certification et autres. Le premier thème concerne essentiellement les émissions de gaz à effet de serre. Le recyclage fait référence à l'analyse de cycle de vie des produits et à la gestion des déchets. Le thème énergie regroupe la consommation d'électricité et la promotion des énergies renouvelables. Sous le thème ressources naturelles, sont regroupées des informations relatives à la biodiversité et à la préservation des ressources (eau, matières premières ...). La certification est relative au respect des normes environnementales. Enfin, le thème intitulé « autres » recense toutes les informations environnementales ne rentrant pas dans les 5 catégories précédentes telles que la signature de chartes environnement ou développement durable, l'éco conception et la mise en place de SME (système de management environnemental) ou de démarche HSE (hygiène sécurité environnement).

Pour chaque thème environnemental, les informations sont regroupées en trois catégories : *générales* lorsqu'elles évoquent le contexte actuel de prise en compte de l'environnement (par exemple protocole de Kyoto), *spécifiques* lorsqu'elles concernent plus particulièrement l'entreprise (son organisation, sa structure, ses ressources et sa stratégie), *quantitatives* lorsque les données sont chiffrées. Par exemple, des informations générales sont fournies dans

⁵ Cette recherche, ayant été effectuée par les auteurs de cet article, est volontairement anonymée et ne figure pas dans la bibliographie. Elle a fait l'objet d'une communication en congrès.

le RDD de Lafarge (2006, p.19) « *Le protocole de Kyoto de 1997 assigne des objectifs de réduction des gaz à effet de serre aux nations développées signataires. Il impose une réduction moyenne de 5,2% entre 2008 et 2012 par rapport à 1990... Nous avons conscience que le régime mondial qui fera suite au protocole de Kyoto sera beaucoup plus exigeant. Nous participons activement aux discussions sur la nature de ce prochain régime* ». Des informations spécifiques se trouvent dans le rapport de Pierre & Vacances (p.131) « *L'année 2006 a été marquée par un renforcement de l'engagement pour le DD avec la formalisation d'une politique permettant de cadrer les actions du groupe en faveur de l'environnement et le renforcement des moyens avec deux personnes dédiées au pilotage de la démarche au sein de la direction recherche et innovation* ». Enfin, une illustration d'informations quantitatives est fournie par PSA qui déclare dans son rapport annuel de 2006 (p. 54) : « *Les émissions de dioxyde de soufre ont baissé de plus de 90% depuis 1995 grâce à l'usage généralisé de combustibles à moindre teneur en soufre.* »

A chaque groupe (général, spécifique, quantitatif), un volume d'informations publiées en proportion de page A4 est calculé. Le volume total par thème est la somme des volumes des trois catégories et le score de divulgation par thème correspond au volume pondéré par le nombre total de pages (ce dernier étant soit le nombre total de pages pour le RDD, soit le nombre de pages consacrées au développement durable dans le rapport annuel). Enfin, pour chaque entreprise, un score de divulgation est alors mesuré comme la somme des scores par thèmes. Il apprécie à la fois la quantité et la qualité de l'information car d'après Cormier et al. (2005) la qualité croît avec le niveau de précision de telle sorte qu'une information quantitative est jugée de meilleure qualité qu'une information générale. Cela rejoint les préconisations de la GRI qui incite les entreprises à donner des informations chiffrées (Giordano et Chauvey, 2007).

2.2 Coût des fonds propres et modèle explicatif

Le coût des fonds propres (ou coût du capital actions) est calculé à partir du MEDAF⁶ selon lequel le taux de rendement exigé par les actionnaires est égal au taux de rendement sans risque majoré d'une prime de risque liée au risque non diversifiable⁷, soit :

⁶ Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers.

⁷ A noter que le MEDAF, qui suppose que les investisseurs sont rationnels et disposent tous de la même information au sujet des actifs, a fait l'objet de nombreuses critiques. Dans le prolongement de l'APT (*Arbitrage Pricing Theory*) qui accepte différents facteurs de risque, Fama et French (1992) attribuent l'essentiel des variations de prix des actifs non au bêta mais à deux autres coefficients, le PER (*Price Earning ratio* ou Ratio

$$k_i = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (1)$$

avec k_i = taux de rendement exigé par les actionnaires de l'entreprise i (ou coût des fonds propres)

r_f = taux de rendement sans risque

$E(r_m)$ = taux de rendement attendu du portefeuille de marché

$E(r_m) - r_f$ = prime de risque de marché

β_i = coefficient de risque non diversifiable de l'actif i.

Pour déterminer le coût des fonds propres, le coefficient de risque bêta est issu du site « *Yahoo finance* »⁸. Le taux de rendement sans risque, ou taux d'intérêt d'un placement sûr, correspond au taux des emprunts d'Etat (OAT 10 ans). Enfin, la prime de risque de marché est celle anticipée par « *Associés en Finance* ». Dans la zone Euro, début 2006, elle était évaluée aux environs de 5%.

L'objectif de ce travail est d'examiner, dans le contexte français, la relation entre le coût des fonds propres et la divulgation d'informations environnementales. Le modèle explicatif mis en œuvre est donc le suivant :

$$k_i = C + \alpha_{1i} * SDIVE_i + \alpha_{2i} * NA_i + \alpha_{3i} * (DNA_i * SDIVE_i) + \varepsilon_i \quad (2)$$

avec k_i = coût des fonds propres (équation 1) pour l'entreprise i

C = constante

$SDIVE_i$ = score de divulgation environnementale pour l'entreprise i

NA_i = nombre d'analystes qui suivent le titre i (cette variable est issue du site « *Yahoo finance* » et correspond au nombre d'analystes dans le consensus de marché)

DNA_i = variable dichotomique égale à 1 si le nombre d'analystes qui suivent le titre i est supérieur à la médiane de l'échantillon, 0 sinon

α_{1i} , α_{2i} et α_{3i} = coefficients de régression estimés par moindres carrés ordinaires

ε_i = terme d'erreur

cours / bénéfice) et le PBV (*Price to book value* ou ratio capitalisation boursière / actif net comptable). L'hypothèse de la rationalité des investisseurs a par ailleurs été remise en cause en raison de biais comportementaux qui expliquent par exemple les sur ou sous réactions du marché aux informations.

⁸ <http://fr.finance.yahoo.com>

Le modèle ainsi défini est ensuite estimé sur un échantillon de 119 entreprises françaises cotées et appartenant à l'indice SBF120 (annexe 1)⁹. Ce choix repose sur le constat selon lequel « *la communication relative à la politique de développement durable est surtout le fait des grandes entreprises* » (Bellini et Dellatre, 2007 : 1). Les principaux résultats obtenus sont commentés dans la section suivante.

3. Les résultats empiriques

Les pratiques de communication environnementale sont tout d'abord analysées (3.1). Leur impact sur le coût des fonds propres est ensuite étudié (3.2).

3.1 Les pratiques de communication environnementale

Les pratiques de communication environnementale sont analysées à partir des scores de divulgation obtenus à l'issue de l'analyse de contenu des RDD et des RA. Parmi les 119 entreprises étudiées, 22 ont publié un RDD (soit 18,5% de l'échantillon) et 97 ont consacré un chapitre ou une partie au développement durable dans le rapport d'activité. Une analyse des scores de publication (tableau 1) révèle que les problèmes environnementaux sont davantage abordés dans les RDD que dans les RA. Les scores moyens sont respectivement de 15% et de 11%. L'écart entre les deux scores est statistiquement significatif à 5% (test t pour l'égalité des moyennes dans le cadre de l'hypothèse des variances inégales¹⁰).

Tableau 1 : Scores de divulgation environnementale par type de support

Scores de divulgation environnementale	RDD	RA	Tous supports
Moyenne	15,17%	11,31%	12,03%
Ecart-type	6,49%	8,65%	8,40%
Min	5,00%	0,00%	0,00%
Max	15,17%	27,50%	28,13%

Il apparaît une plus grande diversité de la publication environnementale dans le cas des RA que dans le cas des RDD (écart-types de 8.6% et 6.5%). Cette diversité peut être illustrée à partir d'exemples issus de la lecture des rapports d'activité. Certaines entreprises ne publient

⁹ Une entreprise a été exclue en raison de l'indisponibilité de ses rapports (développement durable ou rapport annuel) sur son site Internet.

¹⁰ $t = -2.357^*$ (Sign. 0.023)

en effet aucune information environnementale ou se contentent simplement de déclarer qu'elles ne présentent pas de risques environnementaux. « *Atos Origin n'est pas, de manière générale, engagé dans des activités qui sont nocives pour l'environnement, hautement dangereuses ou préjudiciables pour ses collaborateurs ou les communautés où sont situées ses opérations. Le groupe ne communique ni sa consommation d'eau ou d'électricité puisqu'il ne conduit pas d'activité industrielle et que la quantité de ressources ainsi consommées est négligeable par rapport à l'ensemble de ses coûts* » (Atos Origin, rapport annuel, 2006, p.41). « *Les activités de service ne présentent pas de risque majeur pour l'environnement. Elles ne mettent en œuvre aucun processus de production portant gravement atteinte aux ressources rares ou non renouvelables, aux réserves naturelles ou à la biodiversité* » (CFF Recycling rapport annuel, 2006, p.11). A l'inverse, d'autres groupes tels que PSA publient des informations environnementales précises et chiffrées : « *Sur la période 1995-2005, le poids de déchets non métalliques par voiture produite a diminué de 28%. En tenant compte des déchets métalliques, le taux de valorisation global des déchets industriels du groupe est de l'ordre de 94%*. » (PSA rapport annuel, 2006, p.54).

Une analyse plus approfondie par thèmes révèle par ailleurs que les problèmes environnementaux (pollution, recyclage, énergie et ressources naturelles) sont plus documentés dans les RDD que dans les RA (tableau 2). Les scores moyens de divulgation sont systématiquement supérieurs pour les RDD que pour les RA (cf. tests de comparaison de moyennes). Seuls les scores moyens des thèmes certification et autres ne diffèrent pas statistiquement selon les supports. Les thèmes les plus informés sont par ordre décroissant la pollution, les ressources naturelles et le recyclage. Les scores moyens de publication (tous supports confondus) sont respectivement 1.76%, 1.42% et 1.40%. En revanche, la certification est en moyenne le thème le moins traité par les entreprises (score moyen de 0.5%).

Tableau 2 : Scores de divulgation environnementale par thème et par support (en %)

Support	Scores divulgation environnementale	Pollution	Recyclage	Energie	Ressources	Certification	Autres
Tous supports	Moyenne	1.76	1.40	1.10	1.42	0.55	5.79
	Ecart-type	3	2.2	1.8	2.3	1.3	6.2
	Min	0	0	0	0	0	0
	Max	16.67	11.11	8.04	11.54	8.33	25
Rapport annuel	Moyenne	1.51	1.26	0.91	1.18	0.49	5.97
	Ecart-type	3.01	2.30	1.72	2.23	1.26	6.63
	Min	0	0	0	0	0	0
	Max	16.67	11.11	8.04	11.54	8.33	25
Rapport DD	Moyenne	2.85	2.03	1.94	2.51	0.85	4.99
	Ecart-type	2.66	1.64	1.83	2.23	1.66	3.75
	Min	0	0	0	0	0	0
	Max	11.22	5.89	6.32	6.33	7.81	16.29
Test de comparaison de moyennes entre RA/RDD (hypothèse des variances inégales)	T de Student Sign.	-2.074* 0.046	-1.836* 0.074	-2.419* 0.022	-2.524* 0.017	-0.982 0.335	0.934 0.354

* Statistiquement significatif à 5%

Parmi les entreprises qui ne publient pas de RDD mais un rapport d'activité et de développement durable, PSA affiche le score de publication environnementale le plus élevé (27.5%). Les thèmes sont documentés de manière assez homogène (scores moyen d'environ 5%). Un exemple d'informations spécifiques sur le thème certification en p.54 du rapport 2006 : « *L'automobile a un double impact environnemental : en tant que produit et en tant qu'industrie (...). L'engagement du groupe repose sur deux éléments essentiels et complémentaires. D'une part, il se fonde sur la norme internationale ISO 14 001 qui propose un standard de gestion permettant l'application d'une politique environnementale d'amélioration continue. D'autre part, il s'appuie sur l'implication directe des sites et des directions techniques* ».

Concernant les RDD, Lafarge est celle qui publie le plus d'informations environnementales (score de 28.13%). Les thèmes qu'elle aborde en priorité sont la certification (7.81%), les

ressources naturelles (6.25%) et l'énergie (5,47%). Par exemple, pour ce dernier thème (RDD 2006, p.50): « *Lafarge a remplacé deux chaînes de fabrication des années cinquante par un dispositif ultramoderne qui permet de réduire la consommation d'énergie. La consommation énergétique a ainsi été réduite de moitié par tonne de ciment.* » Le thème pollution est en revanche peu traité avec un score de l'ordre de 3%.

Une analyse par secteurs d'activité est également réalisée. Les secteurs sont regroupés en deux catégories selon qu'ils sont ou non polluants. Dans cette dernière classe, se trouvent les secteurs Chimie, Construction, Métallurgie, Minéraux, Pétrole & Gaz Naturel, Transports, Véhicules & Equipement. Le choix du support de communication en fonction des secteurs n'est pas déterminant puisque la proportion de RDD et RA est identique selon les secteurs polluants et non polluants (environ 82% de RA et 18% de RDD). De même, les scores totaux et par thème moyens ne sont pas statistiquement différents entre les secteurs. Seul le thème Autres apparaît davantage documenté dans les secteurs non polluants. Par ailleurs, aucune différence significative entre les deux groupes sectoriels n'est à noter au regard de la nature des informations publiées (générale, spécifique ou quantitative). Ces résultats peuvent surprendre dans la mesure où on aurait pu s'attendre à ce que les pratiques de communication des entreprises diffèrent selon leur appartenance sectorielle (secteurs polluants ou non), ainsi que l'ont montré les travaux antérieurs évoqués dans la première partie.

Outre les pratiques de communication environnementale, est également étudié leur impact sur le coût des fonds propres.

3.3 Les conséquences de la communication environnementale sur le coût des fonds propres

L'objectif est ici de tester les deux hypothèses H_1 et H_2 formulées à l'issue de la revue de la littérature (section 1). Les résultats de la régression simple entre le coût du capital actions (variable endogène) et le score de divulgation environnementale ne sont pas statistiquement significatifs à 10% (tableau 3). Cependant et bien que le coefficient de régression ne soit pas significatif, le sens de l'influence est contraire au signe attendu. Ceci confirme le résultat de Richardson et Welker (2001) obtenu sur données canadiennes. Il peut s'expliquer par le fait que certaines entreprises publient des informations environnementales sans réellement s'engager dans une démarche environnementale comme en témoigne l'analyse des pratiques de communication selon les secteurs polluants ou non polluants. L'appartenance sectorielle

n'est en effet pas discriminante au niveau de la qualité et de la quantité des informations divulguées.

Tableau 3 : Régression variable à expliquer : coût des fonds propres

Hypothèse testée	Variable(s) explicative(s)	Coeff détermination ; Statistique (Sign.)	Coef Bêta ; Statistique (Sign.)
H1	SDIVE*	1.9% ; F = 2.212 (0.1)	0.136 ; t = 1.5 (0.1)
H2	SDIVE* NA*	2% ; F = 1.161 (0.317)	0.131 ; t = 1.410 (0.161) 0.033 ; t = 0.356 (0.723)

* SDIVE = Score de divulgation ; NA = nombre d'analystes (La variable d'interaction entre le nombre d'analystes et le score de divulgation est exclue en raison de problème de multicollinéarité)

L'hypothèse H2 est également rejetée dans la mesure où les résultats de la régression multiple ne sont pas statistiquement significatifs. Une gestion environnementale transparente ne semble donc pas être à l'origine d'une baisse du coût des ressources externes. Par ailleurs, le nombre d'analystes qui font des recommandations sur le titre ne joue aucun rôle particulier quant à la relation entre le coût du capital actions et le score de divulgation. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus précédemment à partir d'un échantillon d'entreprises du CAC40 (x, 2007).

Conclusion

Fondée sur la théorie des coûts d'informations, la présente recherche avait pour principal objectif d'évaluer l'incidence financière de la communication environnementale. Quel est l'impact sur le coût des fonds propres des divulgations volontaires d'informations environnementales ?

L'étude empirique, portant sur un échantillon de 119 entreprises cotées du SBF120, a tout d'abord permis de mieux connaître les pratiques de communication. La majorité des entreprises sélectionnées consacre un chapitre ou une partie au domaine environnemental dans leur rapport annuel. Ce dernier est d'ailleurs souvent appelé rapport d'activité et de développement durable. Plus marginalement, les entreprises du SBF 120 (environ 20%) publient un rapport spécifiquement dédié au développement durable (RDD). Quel que soit le support choisi, les thèmes environnementaux les plus documentés concernent la pollution, les ressources naturelles et le recyclage. En revanche, très peu d'informations sont divulguées en

moyenne au sujet de la certification. L'étude a ensuite mis en exergue l'absence d'impact de la communication environnementale sur le coût des ressources de financement des entreprises émettrices.

Bien que les résultats ne puissent être généralisés en raison d'un échantillon relativement étroit, la question des motivations des entreprises émettrices d'informations environnementales reste donc entière. Pourquoi les entreprises publient-elles volontairement des informations environnementales ? Cette question interroge plus largement sur les fondements de ce type de divulgation. Ne faudrait-il pas raisonner, en matière d'informations environnementales, sur un autre modèle, que celui des arbitrages coûts/bénéfices, inspiré des publications financières volontaires ?

Annexe 1 : Echantillon des entreprises françaises cotées

Nom entreprise	Secteur	Nom entreprise	Secteur
BONDUELLE	Agroalimentaire	PAGES JAUNES	Médias
DANONE	Agroalimentaire	SPIR COMMUNICATIONS	Médias
PERNOD RICARD	Agroalimentaire	TF1	Médias
REMY COINTREAU	Agroalimentaire	VIVENDI	Médias
AIR LIQUIDE	Chimie	ARCELOR MITTAL	Métallurgie
ARKEMA	Chimie	CFF RECYCLING	Métallurgie
RHODIA RGPT	Chimie	VALLOUREC	Métallurgie
BOUYGUES	Construction	CIMENTS FRANCAIS	Minéraux
EIFFAGE	Construction	IMERYS	Minéraux
VINCI	Construction	LAFARGE	Minéraux
CARREFOUR	Distribution	SAINT GOBAIN	Minéraux
CASINO GP	Distribution	CGG VERITAS	Pétrole et Gaz Naturel
GUYENNE GASCOGNE	Distribution	GAZ DE FRANCE	Pétrole et Gaz Naturel
PPR	Distribution	MAUREL & PROM.	Pétrole et Gaz Naturel
ALSTOM	Equipement	TECHNIP	Pétrole et Gaz Naturel
BACOU DALLOZ	Equipement	TOTAL	Pétrole et Gaz Naturel
BIC	Equipement	ESSILOR INTL	Santé
CARBONE LORRAINE	Equipement	ORPEA	Santé
GEMALTO	Equipement	SANOFI-AVENTIS	Santé
LEGRAND	Equipement	ALTRAN TECHNO	Services
NEOPOST	Equipement	ASSYSTEM	Services
NEXANS	Equipement	EDF	Services
SCHNEIDER ELECTRIC	Equipement	HAVAS	Services
SEB	Equipement	IPSOS	Services
THALES	Equipement	PUBLICIS GROUPE	Services
THOMSON	Equipement	SODEXHO ALLIANCE	Services

EURAZEO	Finance	SUEZ	Services
FIMALAC	Finance	TELEPERFORMANCE	Services
WENDEL	Finance	VEOLIA ENVIRONN.	Services
AGF	Finance	ALTEN	Technologies de l'Information
APRIL GROUP	Finance	ATOS ORIGIN	Technologies de l'Information
AREVA	Finance	BUSINESS OBJECTS	Technologies de l'Information
AXA	Finance	CAP GEMINI	Technologies de l'Information
BNP PARIBAS	Finance	DASSAULT SYST.	Technologies de l'Information
CNP ASSURANCES	Finance	GROUPE STERIA	Technologies de l'Information
CREDIT AGRICOLE	Finance	INGENICO	Technologies de l'Information
DEXIA	Finance	OBERTHUR CARD SYST.	Technologies de l'Information
EULER HERMES	Finance	SOITEC	Technologies de l'Information
EURONEXT	Finance	STMICROELECTRONICS	Technologies de l'Information
GENERALE DE SANTE	Finance	UBISOFT ENTERTAIN.	Technologies de l'Information
NATIXIS	Finance	ALCATEL-LUCENT	Télécommunications
SCOR SE	Finance	EUTELSAT COMM.	Télécommunications
SOCIETE GENERALE-A-GECINA N	Finance Immobilier	FRANCE TELECOM ILIAD	Télécommunications Télécommunications
ICADE	Immobilier	NEUF CEGETEL N	Télécommunications
KLEPIERRE NEXITY -A-	Immobilier Immobilier	SES GLOBAL FDR ADP	Télécommunications Transports
UNIBAIL-RODAMCO ACCOR	Immobilier Loisirs	AIR FRANCE - KLM BOURBON	Transports Transports
CLUB MEDITERRANEE	Loisirs	BENETEAU	Véhicules et Equipements
PIERRE ET VACANCES	Loisirs	EADS	Véhicules et Equipements

CLARINS	Luxe et Cosmétiques	FAURECIA	Véhicules et Equipements
HERMES INTL	Luxe et Cosmétiques	HAULOTTE GROUP	Véhicules et Equipements
L'OREAL	Luxe et Cosmétiques	MICHELIN	Véhicules et Equipements
LVMH	Luxe et Cosmétiques	PEUGEOT	Véhicules et Equipements
JC DECAUX	Médias	RENAULT	Véhicules et Equipements
LAGARDERE SCA N	Médias	RODRIG.GR.SNP.HOLD.	Véhicules et Equipements
METROPOLE TV M6	Médias	SAFRAN	Véhicules et Equipements
NRJ GROUP	Médias	TRIGANO	Véhicules et Equipements
		VALEO	Véhicules et Equipements
		ZODIAC	Véhicules et Equipements

Bibliographie

- Aerts W., Cormier D. et Magnan M. (2008), « Corporate environmental disclosure, financial markets and the media : an international perspective », *Ecological Economics*, vol.64, p.643-659.
- Al-Tuwaijri S.A., Christensen T.E. et Hughes K.E. (2004), The relations among environmental disclosure, environmental performance and economic performance: A simultaneous equations approach”, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 29, n°5/6, p.447-471.
- Belkaoui A (1976), The impact of the disclosures of the environmental effects of organizational behaviour on the market, *Financial Management*, 2: 1, pp. 26-31.
- Bellini B. et Delattre E. (2007), « L’impact boursier des annonces environnementales en France », *Management et Avenir*, n°12, mai.
- Botosan C.A. (1997), “Disclosure level and the cost of equity capital”, *The Accounting Review*, July, pp. 323-349.
- Botosan C.A. et Plumlee M. (2000), Disclosure level and expected cost of equity capital : an examination of analysts’ rankings of corporate disclosure, <http://www.ssrn.com>
- Chauvey J.N. et Giordano-Spring S. (2007), « L’hypothèse de la captation managériale du reporting sociétal : une étude empirique des sociétés du SBF120 », Actes du 28^{ème} Congrès de l’Association Française de Comptabilité (AFC), mai, Poitiers.
- Clarkson P.M., Li Y., Richardson G.D. et Vasvari F.P. (2007), Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis”, *Accounting, Organizations and Society*, Article in Press.
- Cormier D. (2002), *Comptabilité anglo-saxonne et internationale*, Economica, Paris.
- Cormier D. et M. Magnan (1999), “Corporate environmental disclosure strategies: determinants, costs and benefits”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14: 3, pp. 429-451.
- Cormier D. et M. Magnan (2002), La communication d’informations environnementales : un enjeu stratégique pour les entreprises, *Revue Sciences de Gestion*, 32, pp. 21-52.
- Cormier D. et M. Magnan (2003), Les modes de divulgation d’informations environnementales : une analyse intersectorielle, Actes du 24^{ème} congrès de l’Association Francophone de Comptabilité, Louvain.
- Cormier D., Magnan M. et Van Velthoven B. (2005), “Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions?”, *European Accounting Review*, vol.14, n°1, p.3-39.
- Cormier D. et Magnan M. (2007), « The revisited contribution of environmental reporting to investors’ valuation of a firm’s earnings : An international perspective, *Ecological Economics*, vol.62, p.613-626.
- Damak-Ayadi S. (2006), Analyse des facteurs explicatifs de la publication des rapports sociétaux en France, *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 12 : 2, p. 93-116.
- Damak-Ayadi S. (2004), La publication des rapports sociétaux par les entreprises françaises, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris Dauphine.

- Deegan C. et Gordon B. (1996), « A study of the environmental practices of Australian corporations », *Accounting and Business Research*, vol.26, n°3, p.187-199.
- Déjean F. et B. Oxibar (2007), « Corporate social disclosure and legitimation strategy: a longitudinal study of Pechiney », XXX^{ème} Annual Congress of the European Accounting Association (EAA), Lisbonne.
- Depoers F. (2000), « L'offre volontaire d'informations des sociétés cotées: concept et mesure », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, Tome 6, volume 2, p.115-131.
- Djama C. et I. Martinez (2007), « La comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre : véritable incitation de lutte contre le réchauffement climatique ? » Actes du 28^{ème} Congrès de l'Association Française de Comptabilité (AFC), mai, Poitiers.
- Dye R. (1985), Disclosure of non-proprietary information, *Journal of Accounting Research*, 23, pp. 123-145.
- Eggleston et Saghroun (2006), Les analystes financiers et la performance globale de l'entreprise, Actes du premier congrès du Réseau International de Recherche sur les Organisations et le Développement Durable (RIODD), Paris décembre.
- Ernst & Ernst (1978), 1977 Survey of Fortune 500 Annual Reports, Ernst&Ernst Cleveland Ohio.
- Gray R., Owen D. et Maunders K. (1986), Corporate social reporting: The Way Forward, *Accountancy*, December, pp.108-109.
- Gupta S. et Goldar B. (2003), Do stock markets penalise environment-unfriendly behaviour? Evidence from India, Working Paper, Center for Development Economics.
- Guthrie J. et Parker L.D. (1989), Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory, *Accounting and Business Research*, 19: 76, pp. 343-352.
- Ingram R.W. et Frazier K. (1980), « Environmental performance and corporate disclosure », *Journal of Accounting Research*, vol.18, n°2, p.614-622.
- KPMG (2006), Rapports de développement durable : vers une meilleure information, en quantité comme en qualité, communiqué de presse <http://www.kpmg.fr>
- Labelle R. Schatt A. et B. Sinclair-Desgagné (2004), Une étude empirique des déterminants de la qualité des divulgations environnementales, Conférence Gouvernance et Développement Durable, 2^{ème} version.
- Laplante B. et Lanoie P. (1994), the Market response to environmental incidents in Canada: a theoretical and empirical analysis, *Southern Economic Journal*, 60, pp. 657-672.
- Oxibar B. (2003), La diffusion d'informations sociétales dans les rapports annuels et les sites Internet des entreprises françaises, Thèse en Sciences de Gestion, Université Paris 9 Dauphine.
- Patten D. (1991), « Exposure legitimacy and social disclosure », *Journal of Accounting and Public Policy*, 10, pp. 297-308.
- Patten D. (1992), « Intra-industry environmental disclosure in response to the Alaskan oil spill: A note on legitimacy theory », *Accounting, Organizations and Society*, vol.17, p.471-475.
- Patten D. (2002), « The relation between environmental performance and environmental disclosure: A research note », *Accounting, Organizations and Society*, vol.27, p.763-773.

- Pellé-Cupin I. (1998), Du paradoxe de la diffusion d'informations environnementales par les entreprises européennes, Thèse en Sciences de Gestion, Université Paris 9 Dauphine.
- Ramanathan K.V. (1976), Toward a theory of corporate social accounting, *The Accounting Review*, July, pp. 516-528.
- Richardson A.J. et M. Welker (2001), Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital, *Accounting, Organizations and Society*, 26, pp. 597-616.
- Richardson A.J., Welker M. et I. R. Hutchison (1999), Managing capital market reactions to corporate social responsibility, *International Journal of Management Review*, march, pp.17-43.
- Rivière-Giordano G. (2007), La qualité des informations sociétales : Une expérimentation relative à l'audit environnemental, Thèse de doctorat de Sciences de Gestion, Université Montpellier 1.
- Roberts R.W. (1992), "Determinants of corporate social responsibility disclosure : an application of stakeholder theory", *Accounting, Organizations and Society*, vol.17, n°6, p.595-612.
- Shane P.B. et Spicer B.H. (1983), Market response to environmental information produced outside the firm, *The Accounting Review*, 58: 3, pp. 521-538.
- Sranon-Boiteau (1998), De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français, Thèse de doctorat de Sciences de Gestion, Université Paris Dauphine.
- Ullmann A. (1985), Data in search of a theory: a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure and economic performance of U.S. firms, *Academy of Management Review*, 10: 3, pp. 540-577.
- Van Staden C.J. et Hooks J. (2007), "A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness", *The British Accounting Review*, vol.39, p.197-210.
- Verrecchia R. E. (1983), Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 179-194.
- Wiseman J. (1982), "An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports, *Accounting, Organizations and Society*, vol.7, n°1, p.553-563.