



**HAL**  
open science

# Déterminants des encours nationaux socialement responsables : Une analyse exploratoire internationale

Alexandra Huang

► **To cite this version:**

Alexandra Huang. Déterminants des encours nationaux socialement responsables : Une analyse exploratoire internationale. 2019. hal-02242796

**HAL Id: hal-02242796**

**<https://hal.science/hal-02242796>**

Preprint submitted on 1 Aug 2019

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Déterminants des encours nationaux socialement responsables : Une analyse exploratoire internationale.

Alexandra Huang  
[alexandra.huang@devinci.fr](mailto:alexandra.huang@devinci.fr)  
Ecole de Management Léonard de Vinci

Résumé : Cette étude a pour ambition d'identifier les déterminants nationaux de l'évolution de l'ISR. En d'autres termes, quels sont les facteurs susceptibles d'expliquer les écarts en matière d'encours ISR entre les pays ? En effet, bien que l'ISR connaisse une croissance rapide de ses encours à travers le monde, la question concernant les déterminants de l'évolution des encours ISR n'a jamais encore été identifiée. À partir d'un panel composé de 29 pays de 1995 à 2015, nos analyses GMM et OLS relèvent notamment que l'évolution des fonds ISR est lié positivement à la pollution de l'air, l'endettement domestique, la parité homme/femme, le taux d'athéisme et le PIB.

Abstract : This study aims to identify the national determinants of the evolution of SRI. In other words, what are the factors likely to explain the differences in SRI asset under management between countries? Indeed, although the SRI is experiencing a rapid growth around the world, the question concerning the determinants of the evolution of SRI asset under management has never been identified. From a panel of 29 countries from 1995 to 2015, our empirical analyzes show that the evolution of SRI funds is positively related to air pollution, domestic debt, gender parity, the rate of atheism and GDP.

# Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est né dans le courant des années 70 (Camey, 1994), lorsque les investisseurs refusaient de placer leurs capitaux en Afrique du Sud en raison de l'apartheid. Aujourd'hui, l'ISR fait partie intégrante de la culture d'investissement et représente plus de 21,4 milliards de dollars (GSIA, 2014). Sur les deux dernières années, les Etats-Unis, le Canada et l'Europe se positionnent comme les trois plus grandes régions en matière d'actifs et représentent à elles seules plus de 99 % des actifs mondiaux ISR (GSIA, 2014).

L'ISR est un terme difficile à définir dans son ensemble, car il est doté d'autant de définitions que de partisans et de détracteurs (Von Wallis, 2014 ; Desbrières et al., 2018). Malgré les nombreuses tentatives, aucun consensus n'a encore été trouvé afin de déterminer une définition unique et unifiée de l'ISR. Cependant, l'ISR repose sur un principe : procurer un juste rendement des capitaux, mais pas à n'importe quel prix (Loiselet, 2003). C'est donc le moyen pour les investisseurs de conjuguer placements financiers et éthique. Nous distinguons au sein de l'ISR deux grands types de pratique : le filtrage positif, qui regroupe et récompense les sociétés les plus performantes du point de vue Environnemental, Social et de la Gouvernance (ESG) et le filtrage négatif qui exclut l'ensemble des entreprises qui ne correspondent pas aux critères spécifiques ESG (Peillex et Ureche-Rangau, 2014). Nous pouvons ainsi, citer les secteurs d'activité jugés « néfastes » pour la société : l'industrie du tabac, l'alcool, la pornographie, l'armement ou le nucléaire.

L'ISR suscite encore actuellement un vif intérêt auprès de la communauté académique. En effet, nous recensons plus de 100 articles publiés sur ce sujet (Cappelle-Blancard et al., 2012). La littérature académique a traité plusieurs thèmes comme la rentabilité des indices et des fonds ISR (Brière et al., 2017). Nous remarquons aussi que six sur sept des articles académiques abordant le sujet de l'ISR traitent de sa performance (Hoepner et al., 2009) et se concentre majoritairement dans les zones d'Amérique du

Nord et de l'Europe. Nous pouvons expliquer cet engouement par la disponibilité et l'accessibilité aux données.

L'ISR prend une place de plus en plus importante sur le marché des investissements car la littérature empirique montre que le processus d'intégration des critères extra-financiers fournit une rentabilité financière assez similaire aux investissements conventionnels.

D'après la littérature, les motivations principales des investisseurs dans la démarche socialement responsable sont : la pratique religieuse, qui aurait un impact positif sur la sélection du portefeuille selon Lu et al. (2012) ; et le désir de s'éloigner du capitalisme et de la mondialisation (McCann et al., 2003). Selon la littérature, le profil-type de l'investisseur socialement responsable moyen se situe dans la classe moyenne, possède un niveau d'éducation élevé, et travaille probablement dans le milieu soignant (Sparkes, 2001). Ces informations sur les motivations des investisseurs sont à relativiser, car les investisseurs majoritaires dans ce domaine restent les investisseurs institutionnels. D'après Kubik et al. (2012), la majorité des investisseurs auraient conscience qu'ils n'investissent pas parce que l'entreprise est dite socialement responsable, mais plutôt parce qu'ils pensent contribuer à son développement. En effet, plus une entreprise possède de ressources financières plus, elle sera apte à développer des projets « socialement responsables ».

Bien que l'ISR connaisse une croissance rapide de ces encours à travers le monde, la question des facteurs au niveau national qui pourraient les expliquer restent encore trop peu méconnus. En d'autres termes, à notre niveau de connaissance, les déterminants de l'évolution des encours ISR n'ont jamais encore été identifiés. C'est la raison pour laquelle dans le cadre de cette étude, nous nous efforcerons de répondre à la problématique suivante : Quels sont les déterminants de l'évolution de l'ISR dans le monde ?

Ainsi, nous cherchons à comprendre ce qui serait à l'origine des écarts en matière

d'encours ISR entre les pays. De plus, nous estimons qu'identifier les raisons pour lesquelles les états se retrouvent à des stades différents en matière d'ISR pourrait intéresser les agences de notations extra-financières en leur apportant des informations sur les tenants de l'ISR et dans un plus large contexte, intéresser les investisseurs, mais aussi les promoteurs de l'ISR dans le monde.

Pour répondre à cette question, on mènera une étude empirique fondée sur les données quantitatives des encours et des fonds ISR gérés par chaque pays. La variable à expliquer est la somme des encours ISR par pays. Cette dernière a été obtenue à partir des rapports annuels des promoteurs de l'ISR comme : Eurosif (Europe), ASRIA (Asie), RIAA (Australie & Nouvelle-Zélande), UKSIF (la Grande-Bretagne), USSIF (États-Unis), GSIA (monde) et d'articles scientifiques. Nos recherches ont permis de construire un échantillon composé de plus de 200 données, pour 29 pays, de 1995 à 2014. Parmi les variables explicatives, nous avons considéré différents indicateurs macro-économiques, financiers, culturels et institutionnelles comme la pauvreté, le PIB ou l'éducation.

Le Tableau 1 est un récapitulatif des résultats de issues de notre étude.

Tableau 1. Récapitulatif des résultats obtenus

Variable	Résultats obtenus		Explications
	GMM	OLS	
Pollution de l'air	+	+	Les pays accordant une forte importance à l'environnement sera plus à même d'être récompensé sur la base des critères ESG.
Gini	-	-	Une réduction des inégalités au sein d'un pays augmente le recours à des produits financiers de type ISR
Parité	+	+	La notion d'ISR repose sur des critères ESG. Les agences de notations récompensent les entreprises dont la gouvernance est plus égalitaire que celles sur son secteur.

Variable	Résultats obtenus		Explications
	GMM	OLS	
Religion	+	+	Historiquement parlant, la religion est un des fondements de la création de l'ISR.
PIB	+	+	La notion d'investissement financier est fortement corrélée au PIB
Mondialisation	-	-	La mondialisation a permis d'augmenter tous types de flux y compris les flux financiers. Cependant l'ISR repose sur une dynamique entrepreneurial et de volonté propre à chaque entreprise.
Bancarisation	+	+	La financiarisation d'un pays participe au développement d'outil financier comme l'ISR.
Endettement domestique	NS	NS	La cible principale de l'ISR sont les investisseurs institutionnels.

Note: Ce tableau vise à récapituler les résultats obtenus et quelques éléments qui peuvent les expliquer.

NS désigne les cas de non significativité statistique dans le cadre de l'estimation GMM et des régressions OLS.

Comme nous l'avons expliqué, malgré la création toujours croissante des fonds ISR dans le monde, la question sur ses déterminants reste inexplorée (Peillex et Ureche-Rangau, 2016). Ainsi, notre étude vise à déterminer quels facteurs pourraient influencer l'évolution des encours socialement responsables nationaux. De ce fait, nous pourrions comprendre pourquoi les encours ISR diffèrent d'un pays à un autre. Nous ferons dans un premier temps un bref historique de la création à l'évolution de l'ISR aujourd'hui. Puis nous analyserons les différentes problématiques qui gravite autour de ce terme, autant dans la définition qu'au niveau des ses partisans. Dans second temps, nous examinerons la complexité des différentes stratégies ISR et son lien étroit avec la RSE. Ces dernières parties nous permettront de fonder nos hypothèses et ainsi de déterminer les facteurs "influenceurs" de l'ISR.

# Revue de littérature

## 1. Les racines de l'ISR

Le lien entre investissement et éthique n'est pas un phénomène récent. En effet, il trouve ses origines dans l'Histoire, et ce, dans les principaux textes des religions monothéistes tels que, la Bible, le Coran et la Torah (Peillex et Ureche-Rangau, 2012 ; Peillex et Ureche-Rangau, 2013 ; Peillex et Ureche-Rangau, 2015). Ces textes nous apprennent que l'Homme doit savoir partager avec son prochain et aider les personnes dans le besoin. Mais quel est le lien avec l'ISR ?

Ces textes religieux indiquent aux partisans le chemin à suivre, car Dieu lui-même aurait demandé à son peuple de s'enrichir. Selon Weber (1902), l'éthique protestante serait un élément favorable au développement du capitalisme moderne. En d'autres termes, il est encouragé lorsque l'investissement en capital est bénéfique à la communauté. Les seules conditions étant d'exercer une activité saine qui n'aura pas pour but de s'accaparer les richesses d'un autre. Dans la Genèse par exemple, nous retrouvons l'idée du fructus. L'Homme peut user, jouir, tirer profit de ce qu'il lui a été offert sur Terre, mais il doit savoir le faire fructifier et le partager avec ses « frères ». La religion trouve ainsi, sa place dans le monde de la finance et trouve le moyen de faire partager ses valeurs à travers le capitalisme financier moderne.

Cette initiative pourrait paraître contradictoire car l'Église prône les valeurs qui rejettent la notion d'« argent ». De plus, ce mode de vie a longtemps été considéré comme le modèle à suivre pour tout chrétien. Nous notons qu'en France, depuis 1905, l'Église n'est plus financée par l'État. De plus, les textes bibliques indiquent que Jésus n'a jamais banni l'argent en tant que tel, mais rejette l'avidité et la cupidité. Ainsi, il est intéressant de mentionner que les adeptes de l'ISR recherchent une certaine légitimité dans leur investissement.

Ainsi, on situe l'apparition de l'investissement socialement responsable dans les années 1760, avec John Wesley, fondateur de l'Église méthodiste qui prône l'utilisation de l'argent à des fins éthiques et désapprouve l'enrichissement personnel au détriment d'autrui. Son influence s'exerce sur de nombreux foyers américains.

Pour Devin (2003), les Quakers, marqueraient indéniablement le début des pratiques de l'ISR. En effet, leurs pratiques sont très proches des critères ESG. Nous retrouvons dans leurs actions une volonté de faire respecter les droits de l'Homme et améliorer le monde qui les entoure tout en respectant leurs convictions religieuses. Cela explique aussi que les Etats-Unis concentrent le plus grand nombre de fonds ISR.

En effet, le Pioneer Funds, crée aux Etats-Unis en 1928 par l'Église évangéliste, a été le premier fond d'investissement à exclure les valeurs du « péché » (tabac, alcool, armement, etc). Malgré qu'à cette époque, le mouvement restait marginal comparé aux autres investissements, ce fond était le premier sur le territoire américain à proposer un investissement propice à une société plus juste, équitable et qui correspond aux valeurs de l'investisseur.

D'après Sparkes (2002), l'Investissement Socialement Responsable est inspiré des comportements des investisseurs de l'église du Royaume-Uni. En effet, dès 1948, ils cherchaient déjà à établir des portefeuilles d'investissement qui prenaient en compte diverses contraintes éthiques.

C'est dans le courant des années 1900, que les marchés ont décidé de se concentrer sur les exigences religieuses, notamment sur les spécificités de la religion islamique et d'exclure les secteurs qui ne sont pas conformes aux principes de la Charia et tout ce qu'elle juge illicite (Haraam) (Renneboog et al., 2008). La Charia possède deux types d'exclusions : l'exclusion sectorielle, comme les secteurs de l'alcool, des armes, du tabac, du porc, des jeux d'argents, la pornographie et l'exclusion sur la base de ratios financiers comme le ratio de dette, le ratio de créances et le ratio de quasi-monnaie (Thanati, 2015 ; Peillex et al., 2018 ; Jaballah et al., 2018 ; El Ouadghiri et Peillex, 2018).

## 2. L'accélération de l'ISR dans les années 1960

Les années 60-70 constituent un nouveau tournant pour l'ISR. En effet, nous observons des mouvements d'opposition très forts à travers le monde entier, initiés par des étudiants et des organisations religieuses à l'encontre de l'Apartheid et de la guerre du Vietnam. Ces événements forment aujourd'hui ce que nous pouvons considérer comme les fondements de l'ISR. C'est quelques années plus tard, en 1971, que nous assistons à l'apparition du premier fond ISR : le *Pax World Fund*.

L'ISR s'est ainsi installé dans un environnement et un contexte socio-politique paré aux changements, avec des entreprises plus soucieuses de leurs images et de leurs impacts sur la scène internationale. Il s'en suit alors, un bouleversement dans les pratiques résultant par exemple de la mise en place d'un nouveau code de bonne conduite en Afrique du Sud : les « Principes de Sullivan » (Sullivan, 1977).

Actuellement, les investissements basés sur les croyances éthiques et sociales sont de plus en plus courants. D'un point de vue environnemental, Renneboog (2008) montre que la marre noire d'Exxon Valdez ou encore la catastrophe pétrochimique de Jilin sont des événements qui ont affecté significativement le comportement des investisseurs.

Ce comportement qui était dicté exclusivement par trois facteurs financiers à savoir la liquidité, le risque et le retour sur investissement, est aujourd'hui également animé par la question de la durabilité. D'après Cengiz (2010), l'investisseur *lambda* serait, aujourd'hui plus à même de prendre des décisions plus complexes et à envisager un investissement plus rationnel.

En Europe, le premier fond ISR apparaît en France en 1983. Intitulé « Faim et Développement », ce fond a été créé par le CCFD et le Crédit Coopératif. Il avait pour objectif de participer au développement des entreprises dans le tiers-monde. Nous notons aussi dans le même temps, la création du premier fond commun de placement éthique par la Société *Meeschaert Asset Management*, à la demande de congrégations

religieuses qui désiraient investir sur les marchés financiers, tout en respectant leurs convictions. Comme le cite Sœur Nicole Reille, ces derniers regroupent « les droits de l'Homme, le respect et le développement de la personne qui entraîne la stratégie sociale de l'entreprise et les modes d'implantation dans les pays du tiers-monde ».

L'Europe est aujourd'hui, la région où l'ISR est la plus dynamique et la plus active en terme d'innovation et de création de fonds ISR. Cela s'explique notamment par une législation favorable en matière d'ISR dans de nombreux pays comme en Allemagne, au Royaume-Uni, en Belgique ou encore en France (Eurosif, 2014).

La France, la Belgique et les Pays-Bas possèdent une législation qui interdit aux investisseurs de détenir des parts dans les entreprises impliquées dans la production de bombes à sous-munitions et de mines antipersonnel. La législation allemande quant à elle encourage la préservation du capital, ce qui influe positivement la stratégie d' « Impact Investing ».

### 3. Un terme complexe à définir

L'ISR est une notion dont la définition reste très hétérogène dans la littérature académique. Le comité économique et social européen définit les produits financiers socialement responsables comme des : « ... produits d'épargne, de produits d'investissement, d'instruments de financement du crédit et de mécanismes de soutien financier, qui comprennent dans leur conception des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance, sans négliger aucunement les objectifs nécessaires en matière de risques et de rentabilité financière. »

Malgré les nombreuses définitions disponibles, la composition de l'ISR varie selon les pays et les agences d'information de référence (Tableau 2). De ce fait, nous garderons la définition la plus large qui regroupe les critères les plus communs.

Le Tableau 2. Diversité des approches ISR, présente les approches adoptées par les agences de notation, nous pouvons noter que ces dernières sont très variées et diffèrent d'une agence à l'autre. Eurosif et GSIA utilisent la même approche de notation pour catégoriser les fonds ISR mondiaux quant aux agences PRI et EF AMA, elles excluent respectivement l'investissement d'impact (Impact Investing) les problèmes ESG. Nous détaillerons par la suite les différentes stratégies et les différents types d'exclusions.

*Tableau 2. Diversité des approches ISR (Source: Eurosif)*

<b>Agences d'information de référence</b>	<b>Eurosif</b>	<b>GSIA-equivalent</b>	<b>PRI-equivalent</b>	<b>EF AMA-equivalent</b>
Approches	Exclusions	ESG Negative screening	ESG Negative / Exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based approach
	Best-in-Class selection	ESG Positive screening and Best- in- Class	ESG Positive screening and Best- in-Class	Best-in-Class policy
	Sustainability themed ESG integration	Sustainability-themed ESG Integration	ESG -themed Investments Integration of ESG issues	Thematic investment -
	Engagement and voting	Corporate engagement and share- holder action	Engagement (three types)	Engagement (voting)
	Impact investing	Impact / Community investing	-	-

Bernard-Boyer (2009), précise que l'ISR est une stratégie d'investissement qui se base sur des valeurs éthiques, sociales et environnementales, en plus des critères financiers habituels. Le but étant la création d'un portefeuille le plus efficient possible. Bien que l'ISR est un investissement sur le long-terme qui respecte l'être humain et son environnement, il a aussi pour but d'inciter les entreprises à mener des actions plus responsables.

Aujourd'hui, l'ISR ne se cantonne plus uniquement aux exclusions des « sin stocks », elle prend en compte le rayonnement intégral de l'entreprise sur son environnement. En d'autres termes, elle regroupe sa politique de gouvernance, salariale, commerciale, environnementale, et, ou sa stratégie d'entreprise. Nous notons, du fait de la complexité du terme et le manque d'homogénéité dans les critères choisis par les différentes agences, qu'il existe une incertitude sur la sincérité et la pertinence de certains fonds. Mais on peut prétendre dire que la définition de l'ISR tend à évoluer au cours du temps et à s'adapter à ses partisans.

#### 4. ISR : une pluralité de stratégies et d'approches

D'après Novethic, l'agence d'information de référence française de l'ISR, les fonds ISR peuvent être gérés selon ces différentes stratégies : l'intégration ESG, les exclusions normatives, les exclusions sectorielles, les fonds thématiques, l'engagement actionnarial, et/ou ou les fonds éthiques.

##### ***Exclusions sectorielles***

La stratégie dite d' « exclusion sectorielle», vise à exclure les entreprises dont le secteur d'activité est jugé nuisible au regard de la société (Erragragui et al., 2018). Et ainsi, séparer l'ensemble des entreprises en deux parties, celles éligibles au label ISR de celles qui ne le seront pas. Selon Spicher (2009), cette exclusion est basée sur trois critères: l'activité de l'entreprise, sa politique et ses pratiques. Les activités nuisibles à la société seraient les secteurs comme les armes, le tabac, la pornographie, les jeux, les OGM ou l'alcool. De

plus, les entreprises qui auront adopté des politiques qui enfreignent les droits de l'homme, ou ayant un impact dévastateur sur l'environnement ne seront pas retenues. Cette stratégie est dominante en Europe avec 90,4% (2014) des encours gérés sous ce type de stratégies contre 9,6% au Canada.

### ***Exclusions normatives***

L'approche dite d' « exclusion normative » découle de la stratégie d'exclusion. En effet, elle est fondée sur l'exclusion des entreprises qui ne respectent pas les normes ou conventions mondiales. Nous entendons ici le respect des droits de l'homme, des normes du travail, du respect de l'environnement et de la lutte contre la corruption.

### ***« Meilleur dans l'univers » et « Meilleurs élèves de la classe »***

L'intégration des critères ESG (Environnemental, Social et Gouvernemental), est une méthode qui a pour but d'intégrer ces facteurs dans l'analyse financière traditionnelle dans le but d'optimiser le rendement. L'intégration ESG ou l'approche « Meilleurs élèves de la classe » est une stratégie légèrement différente des deux autres précédentes. En effet, elle a pour but de récompenser les meilleures entreprises, celles qui ont surperformé comparé aux entreprises concurrentes dans leurs secteurs. Cette dénomination est donc adressée aux entreprises qui ont su se démarquer par une performance ou un comportement remarquable basé sur les critères ESG. Une autre forme d'intégration ESG, est l'approche « Meilleur dans l'univers » qui récompense les entreprises ayant les meilleures pratiques, mais secteurs confondus (Benlemlih et al., 2018).

Allant dans le même sens, la stratégie « *sélection thématique* », regroupe les investissements liés directement au développement durable ou à la résolution de problèmes environnementaux, sociaux ou de gouvernance.

## ***Engagement actionnarial***

Une autre approche consiste à exercer une « pression » à travers le dialogue et le droit de vote sur les entreprises pour améliorer et influencer le comportement des investisseurs sur le long-terme en demandant un engagement des entreprises sur le développement et l'amélioration basée sur les critères ESG.

## ***Investissement d'impact***

Enfin, l' « investissement d'impact » ou Impact Investing est une stratégie qui a pour but de valoriser les entreprises qui génèrent ou qui ont l'intention de générer des fonds qui auront un impact positif sur l'environnement, la gouvernance ou la sphère sociale. Le but principal de ces entreprises étant d'assurer un rendement financier de plus grande mesure. Cependant, il ne faut pas le confondre avec l'investissement solidaire qui est lui aussi un financement des activités ayant un impact social sur notre société, mais ce type d'investissement inclut à la différence de l' « investissement d'impact », le don qui n'exige aucun retour sur investissement.

Les fonds ISR peuvent être ainsi composés de ces différentes stratégies et d'après le rapport Eurosif 2014 (European Social Investment Forum), toutes ses stratégies connaissent une très forte croissance. De 2011 à 2013, nous observons une croissance de 22,6 % pour la stratégie « *sélection thématique* » et de 131,6 % pour la stratégie basée sur l'investissement d'impact. Toutes ces approches ont permis de réunir en 2014 en Europe, des fonds allant de 20,269 millions d'euros pour l' « investissement d'impact » à 6,854 millions d'euros pour les exclusions (Eurosif rapport 2014).

L'approche ESG est souvent prise pour synonyme de l'ISR (Spicher et al. 2009) et comme nous l'avons vu l'ISR regroupe une multitude d'approches et d'exclusions. Ainsi, ces chiffres doivent être pris avec précaution.

## 5. Le lien entre RSE et ISR

Capelle-Blancard (2006) montre que de nombreux termes sont évoqués dans la littérature académique pour nommer l'ISR comme l'investissement éthique, l'Investissement Socialement Responsable ou encore l'investissement durable. Une autre notion se développe sous l'ISR, la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE).

La RSE est une notion ancienne mais encore complexe. Elle reste difficile à opérationnaliser et à légitimer au sein de l'entreprise. Bien que l'origine de la démarche RSE soit claire, sa finalité économique l'est beaucoup moins.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, la notion de RSE a été diffusée dans le milieu des affaires. En effet, ce concept a été développé autour de l'éthique et la morale de dirigeants par des hommes d'affaires comme Henry Ford ou encore Alfred Sloan. L'idée se formalise dans les années 50.

L'idée de Responsabilité Sociale se diffuse dans la société et le milieu des affaires dès la fin du XIXe siècle. L'émergence de la grande entreprise va de pair avec une interrogation sur sa responsabilité. Le débat se structure au début du XXe siècle, à mesure que se généralise le modèle de la grande entreprise à actionnariat dispersé (Heald, 1970 ; Epstein, 2002) et la figure du dirigeant salarié non-proprétaire.

D'après Matinet & Payaud (2007), il existe six stratégies. Cependant, deux se rapprochent très fortement à la notion ISR. D'une part, l'approche BOP ou « Bottom Of the Pyramid » qui vise à accumuler du capital en faisant le « bien ». Par exemple, augmenter son profit tout en réduisant la pauvreté. Deuxièmement, l'approche périphérique ou intégrée qui a pour but d'intégrer une dimension RSE à la performance globale de l'entreprise (tableaux de bord). Selon ses auteurs, la performance sociale contribue à la performance économique globale.

Nous retrouvons dans la littérature de nombreuses études qui ont cherché à démontrer la relation positive ou négative entre performance sociale et performance financière. Puisque la RSE inclut la stratégie de l'entreprise face aux différents problèmes environnementaux qui se posent à elle et que son lien avec sa performance économique est indéniable, Capelle-Blancard (2006) proposent pour calculer la performance d'une entreprise de pondérer ces trois différents critères (Environnementaux ; Sociaux ; et de Gouvernance) avec la RSE de chaque entreprise.

Nous pourrions ainsi, avoir une valeur plus réelle de l'impact des actions entreprises et décrire au mieux son comportement et son engagement éthique. Renneboog (2011) confirme aussi cette hypothèse, plus l'implication dans la RSE est grande plus la performance du fond émis par l'entreprise sera potentiellement élevée. Freeman (1970), soutient l'idée selon laquelle, une forte performance financière permet d'augmenter l'engagement social de l'entreprise et donc d'améliorer sa performance sociale.

Cependant, l'étude d'Orlitzky et al. (2003) montre que la performance sociale a un impact moindre sur le rendement financier bien que le lien entre performance économique et performance sociale soit positif.

## 6. Les investisseurs et les principaux acteurs

L'ISR est aujourd'hui proposé à un large public via un réseau étendu de banques et d'assurances. Comme tous fonds d'investissements, les fonds ISR sont sous le contrôle de sociétés de gestion régis par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

### ***Les investisseurs***

D'après Augustin Landier et Vinay B. Nair (2008), les investisseurs peuvent lier leurs convictions personnelles, politiques ou religieuses à leurs investissements. Par ailleurs,

en raison de l'amélioration de l'accessibilité aux données extra-financières, il paraît de plus en plus aisé de construire des portefeuilles diversifiés respectant des valeurs ISR.

La littérature a aussi étudié le lien entre la pratique religieuse et l'investissement (Lu et Chan, 2012) qui a révélé que ces deux derniers étaient étroitement corrélés. En effet, une pratique religieuse aurait un effet positif sur la rentabilité des fonds investis dans son portefeuille. En prenant pour principe qu'un homme croyant, est un homme aguerri et donc serait plus averse au risque qu'une personne qui ne serait pas croyante.

Cependant, on remarque qu'investir selon ses convictions religieuses n'est pas la seule raison pour les investisseurs privés. En effet, plusieurs recherches ont démontré que les investisseurs ISR recherchaient une performance voire une surperformance des portefeuilles (Capelle-Blancard, 2014). On note aussi, que les investisseurs institutionnels (les zinzins) sont les investisseurs majoritaires sur ce type de fond et prennent la forme de sociétés d'investissement, de banques, de fonds de pension ou de sociétés d'assurance.

### ***Les agences de notation extra-financières et organismes de promotion de l'ISR***

Apparues dans les années 90, les agences de notation sont aujourd'hui très nombreuses sur le marché. À partir de documents et de rapports publiés par les entreprises, ces agences ont pour objectif d'évaluer et de noter la politique environnementale, sociale et de gouvernance des entreprises. Cette évaluation a pour objectif de séduire les investisseurs et de leur permettre de comparer les différentes offres sur le marché. Cependant, il paraît encore difficile de comparer les agences entre elles tant leurs méthodes sont hétérogènes.

### ***Les organismes de promotion de l'ISR.***

Les organismes de promotion sont dotés de plusieurs missions. En effet, leur objectif premier est d'exercer un certain « lobbying » pour encourager le développement des

pratiques ISR. Ces organismes peuvent aussi intervenir lors de l'évaluation extra-financière des fonds et leur accorder un label (label de qualité ou de reconnaissance).

Novethic (Le média expert de l'économie responsable en France) par exemple, possède son propre label depuis 2009 et récompense l'ensemble des fonds qui sont sous une gestion ESG. Le FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) quant à lui, se trouve dans une démarche de promotion et de création de fonds intégrant les dimensions et les problématiques ESG.

Pour réunir notre base de données d'encours ISR, nous nous sommes basés sur des articles scientifiques et les rapports annuels des promoteurs de l'ISR comme : L'European Sustainable Investment Forum (Eurosif), qui est un réseau européen ayant pour vocation de promouvoir l'intégration de critères ESG dans la gestion financière. Mais aussi son homologue asiatique ASRiA, australien et néo-zélandais RIAA, anglais UKSIF, américain USSIF et mondial GSIA.

### ***Les indices boursiers dits éthiques***

Le Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) du groupe Dow Jones, l'indice FTSE4GOOD du groupe FTSE, ou encore ASPI Eurozone par le groupe Vigeo entre autre regroupent les entreprises qui ont obtenu les meilleures notes en termes de critères ESG. Ils ont été créés pour permettre aux entreprises de communiquer, mais ils sont surtout utiles pour les gérants de fonds qui peuvent ainsi comparer la performance de leur fond avec ces indices.

# Hypothèses de recherche

Les hypothèses de recherche visent à éclairer le sens de la relation qui pourrait exister entre les variables nationales et les encours ISR nationaux.

La pratique mainstream de l'ISR couvre aujourd'hui une triple dimension qu'on retrouve communément sous l'appellation ESG. Ainsi, les variables nationales propres à l'écologie, aux inégalités sociales et à la gouvernance pourraient expliquer en partie les niveaux de développement des encours ISR nationaux. Ainsi, nous avons essayé de déterminer les indicateurs ou indices qui pourraient avoir un impact sur les niveaux nationaux d'ISRisation. Puisque nous savons que la majorité des fonds reposent sur les critères ESG, il nous a paru cohérent d'utiliser des indicateurs en lien avec l'environnement, le social et la gouvernance. Pour parfaire notre étude nous avons élargie notre champ de recherche vers des variables reflétant la financiarisation, la politique, la culture et le développement économique. En effet, nous pensons que ces différents éléments pourraient jouer un rôle sur le développement des fonds ISR au sein d'un pays.

Ainsi, sur le plan environnemental, intuitivement nous pouvons nous attendre à ce que le degré de pollution soit positivement lié aux encours ISR de ce dernier. En effet, plus un pays est pollué et plus sa population pourrait être sensible à la question environnementale. Par conséquent, il pourrait être plus probable d'observer un état d'ISRisation avancé dans les états où les problématiques liées à l'écologie sont négligées.

**Hypothèse 1** : La pollution est associée positivement à l'encours des fonds ISR.

D'un point de vue social, même si les disparités liées au genre sont moindres aujourd'hui, elles restent d'actualité. Nous constatons aujourd'hui que les inégalités en termes d'éducation se réduisent, mais que les femmes sont toujours, en moyenne, moins bien payées que les hommes. En effet, lors des vingt dernières années, la vie politique mondiale a été très mouvementée, les femmes représentaient en 2015 plus de 30% des parlements mondiaux sur les 67 chambres parlementaires dans le monde.

La santé, l'éducation, l'économie et la politique ont toujours été des sujets au cœur des débats. De ce fait, sur la base des critères ESG, les pays dont le capital "social" est plus important que d'autres seraient logiquement mieux notés et engendrait donc des encours ISR plus élevés.

**Hypothèse 2 :** Les pays les plus égalitaires en terme de salaires, de revenus et de niveaux de vie ont une influence positive sur les encours ISR.

Enfin sur le plan de la gouvernance, comme le cite Sparkes (2001), l'investisseur cible de l'ISR serait une personne possédant une bonne éducation. Et comme nous l'avons dit précédemment dans notre étude, les acteurs majoritaires dans ce type de fond sont des investisseurs institutionnels. De plus, les agences de notations utilisent, aujourd'hui, des indicateurs et critères variés pour noter la gouvernance des entreprises, comme la place des femmes dans les conseils d'administration ou la rémunération des dirigeants. De ce fait, il serait logique d'observer un état d'ISRisation plus avancé dans les états qui accordent une forte importance à l'éducation de sa population mais aussi à une répartition équitable des ressources entre hommes et femmes.

**Hypothèse 3 :** Il existe une relation positive entre l'accessibilité des hommes/femmes à l'éducation et l'évolution des fonds ISR.

Nous pouvons rajouter quatre dimensions qui nous semble indissociables de la notion d'ISR : le développement économique des pays étudiés, la mondialisation, la religion et la finance.

Comme nous l'avons vu précédemment, l'ISR est le résultat de nombreuses influences. Ses origines puisent dans l'Église méthodiste (John Wesley, 1703) et dans de nombreuses communautés religieuses. Il reflète aussi l'Histoire de grands mouvements sociaux comme la lutte contre l'esclavage, l'armement et la cruauté des rapports sociaux (Age of Reform, 1890-1917). Tous ces mouvements considérés à l'époque comme marginaux ont construit ce qu'est l'ISR aujourd'hui. Ainsi, il serait logique d'étudier l'impact de la religion sur la création de fonds ISR. De ce fait, il est plausible de constater des encours ISR plus importants dans les pays possédant d'importantes communautés religieuses.

John Wesley, explique dans son dernier sermon « Le Danger d'accroître ses richesses », qu'un bon partisan doit accorder tout au long de sa vie une grande importance à Dieu et de rendre sa gloire avec tout ce qu'il possède. Ainsi, d'un point de vue financier, l'ISR qui possède cette caractéristique extra-financière, doit être avant tout connu et accessible se développer.

**Hypothèse 4 :** Le degré de religiosité national a un effet positif sur l'évolution des fonds ISR.

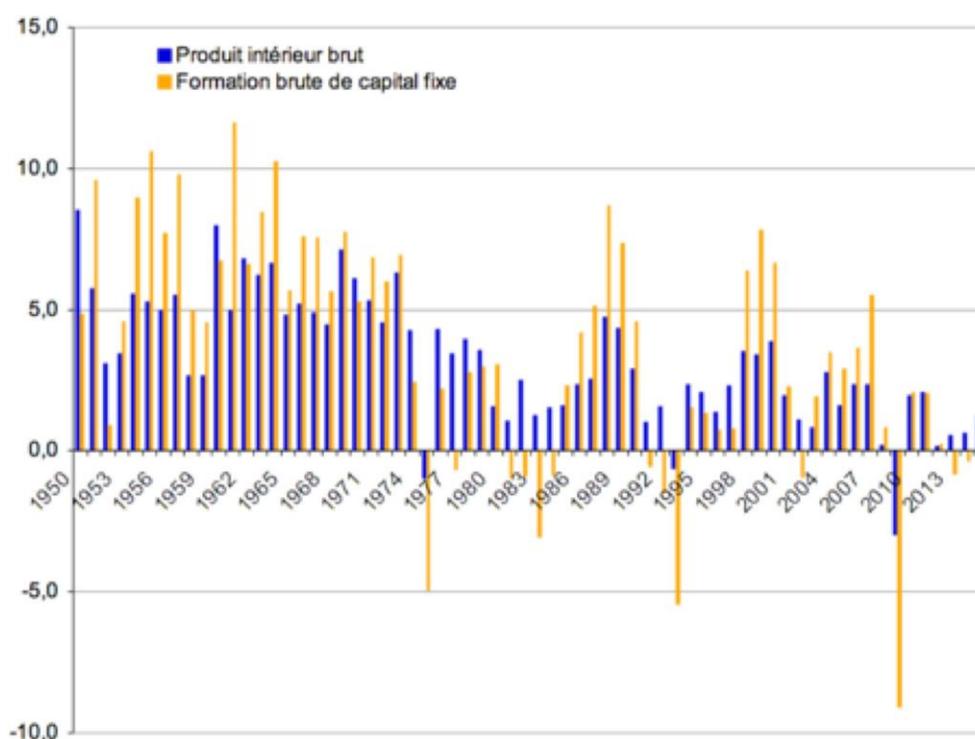
D'après Zheng et Liu (2004), la croissance du PIB aurait une influence à long terme sur l'investissement, de sorte que le taux d'investissement d'un pays devrait être en harmonie avec le taux de croissance du PIB.

Ainsi, il est intéressant de noter que la relation entre la variation de l'investissement et celle du PIB est réciproque et forte (Figure 1), ce qui coïncide également avec les variations de l'indice de la mondialisation. Ce dernier reprend trois axes : politique, économique et social et se mesure au travers de critères comme le PIB, l'IDH ou l'IPH, qui permettent des comparaisons internationales.

Ainsi, il est probable que l'indice de mondialisation et le PIB aient permis aux fonds ISR de se développer à l'intérieur du pays. Par conséquent, nous faisons l'hypothèse :

**Hypothèse 5** : Le PIB est associé positivement à l'encours ISR national.

*Figure 1. Évolution de l'investissement et du PIB en volume (base 2010, en %)*



Dion (2010) explique que la mondialisation et plus précisément celle des marchés a crée une tendance auprès des investisseurs de se préoccuper des répercussions environnementales et sociales de leurs actions. Cependant, même si ce dernier est ouvert à tout type d'investisseur, il reste préféré par les individus dotés d'une bonne éducation (Sparkes, 2001). Et comme indiqué précédemment, les acteurs majoritaires dans ce type de fond sont les investisseurs institutionnels.

De ce fait, nous pouvons en déduire que plus un pays sera mondialisé, plus il sera apte de s'auto-réguler humainement par le fait. Ainsi, nous pouvons supposer que l'utilisation d'outil financier comme l'ISR sera plus accessible et importante. Nous pouvons également ajouter le fait, que puisque la mondialisation a permis une « disparition » des frontières culturelles, les différentes sociétés seraient plus à même d'échanger et de comparer leurs idéaux. Cette dernière hypothèse rejoint le fait que l'ISR renvoie une vision universaliste où la société serait fondée sur des valeurs communes. Nous pouvons ainsi, émettre l'hypothèse suivante :

**Hypothèse 6 :** La mondialisation agit positivement sur l'évolution des fonds ISR.

Aussi, il est important de noter que l'ISR demeure un investissement financier. En effet, ce dernier passe par des fonds de placements qui prennent en compte, en plus des critères financiers classiques, des critères extra-financiers. Cette idée rejoint donc la précédente, les fonds ISR ont besoin pour se développer de fonds de placement, ancré dans une "culture" d'investissement.

Par conséquent, nous pensons que les encours ISR des pays dont la financiarisation est élevée devraient être plus importants que dans les pays où la finance occupe une place moins importante.

**Hypothèse 7 :** Le degré de financiarisation d'un pays est associé positivement à l'encours ISR national.

**Hypothèse 8 :** L'endettement d'un pays est associé positivement à l'encours ISR national.

# Données et méthodologie

Nous exposerons dans un premier temps la démarche utilisée pour construire notre variable à expliquer. Puis, dans un second temps, nous expliquerons la pertinence des variables explicatives choisies. Enfin, nous présentons le modèle empirique retenu pour tester les hypothèses énoncées précédemment.

## a) Variable à expliquer

Nous avons tenté dans un premier temps de délimiter, au mieux, dans le temps notre variable à expliquer. Ainsi, il nous a fallu obtenir les dates de créations des premiers fonds ISR et de conserver la période la plus pertinente pour notre étude. Dans un second temps, nous avons essayé de réunir l'ensemble des rapports disponibles des agences de notation extra-financière de chaque pays. Ce travail manuel de longue haleine, nous a permis de mieux saisir les différentes nuances de l'ISR. Et ainsi, de trier et de confronter les données pour mieux vérifier leur véracité.

L'objectif de cette partie est d'analyser les déterminants de l'évolution des encours nationaux ISR. Ainsi, nous avons construit notre variable dépendante de la manière suivante : un panel de 29 pays dans le monde comprenant Australie, l'Autriche, la Belgique, le Bangladesh, le Brésil, le Canada, la Chine (Hong-Kong inclut), le Danemark, la Finlande, la France, l'Allemagne, l'Inde, l'Indonésie, l'Italie, le Japon, la Corée du Sud, la Malaisie, les Pays-Bas, la Nouvelle-Zélande, la Norvège, le Pakistan, Singapour, l'Afrique du Sud, l'Espagne, la Suède, la Suisse, la Thaïlande, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le Vietnam.

En quête d'exhaustivité, notre échantillon est fondé sur les rapports annuels des promoteurs de l'ISR dont Eurosif (Europe), ASRIA (Asie), RIAA (Australie & Nouvelle-Zélande), UKSIF (la Grande-Bretagne), USSIF (Etats-Unis), GSIA (Monde) et d'articles

scientifiques. En effet, nous avons confronté les chiffres obtenus aux rapports annuels mondiaux pour tester leur fiabilité. De plus, nous avons décidé de rejeter les informations de l'agence Novethic (France) car les discordances avec les rapports mondiaux paraissaient trop importantes. Notre panel a été constitué en termes de Net Asset Value, soit la valeur de l'actif net. De manière à assurer l'homogénéité de la base de données, tous les encours nationaux ont été convertis en dollars.

La période de l'échantillon s'étend de 1995 à 2015. En 2014, il regroupe plus de 21,358 milliards de dollars d'encours ISR, dont 63,7 % européens, 30,8% américains, 4,4% canadiens, 0,8% australiens (Australie et Nouvelle-Zélande) et 0,2% asiatiques. Même s'il s'agit d'un phénomène récent, nous avons essayé de regrouper l'ensemble des données disponibles. De plus, nous estimons que le nombre d'observations relatives aux encours ISR nationaux collectées sont suffisamment importantes pour proposer une analyse économétrique robuste. En effet, l'échantillon final est composé de 200 observations. Le Tableau 3 présente les moyennes des encours ISR par pays de 1995 à 2015 en milliards de dollars américains.

Tableau 3. Moyenne des encours ISR par pays de 1995 à 2015 en milliards de dollars américains

<b>Country</b>	<b>Code</b>	<b>Mean of Net Asset Between 2015-1995 US \$ Bn</b>
Australia	AUS	90.340
Austria	AUT	13.485
Belgium	BEL	0.014
Bengladesh	BGD	278.224
Brazil	BRA	0.371
Canada	CAN	767.000
China	CHN	1.632

<b>Country</b>	<b>Code</b>	<b>Mean of Net Asset Between 2015-1995 US \$ Bn</b>
Denmark	DNK	284.029
Finland	FIN	172.112
France	FRA	1,642.739
Germany	DEU	48.040
Hong Kong SAR. China	HKG	9.329
India	IND	0.134
Indonesia	IDN	0.587
Italy	ITA	561.376
Japan	JPN	8.460
Korea. Rep.	KOR	7.357
Malaysia	MYS	9.348
Netherlands	NLD	975.618
New Zealand	NZL	20.532
Norway	NOR	1,129.856
Pakistan	PAK	0.466
Poland	POL	1.583
Singapore	SGP	4.179
South Africa	ZAF	125.000
Spain	ESP	62.968
Sweden	SWE	826.394
Switzerland	CHE	90.652
Thailand	THA	0.017
United Kingdom	GBR	1,621.590
United States	USA	2,705.290
Vietnam	VNM	0.195

## b) Variables explicatives

Cette étude aspire à mesurer l'impact de la pollution de l'air, de la financiarisation mesurée par la bancarisation et l'endettement domestique, de le PIB, de la parité, de la mondialisation et de l'athéisme sur l'évolution des fonds ISR. Nos données ont été extraites de la base de données de la Banque Mondiale, mais aussi de rapports mondiaux comme le Global Gender Gap Report ou l'étude Regional & Country Results. Dans un second temps, il nous a fallu trier ces données par pays et années concernées par l'étude. Le Tableau 4 résume les variables explicatives retenues pour notre étude, leurs codifications, leurs sources, le signe attendu et leurs définitions. En effet, ces variables découlent des hypothèses émises dans la partie précédente.

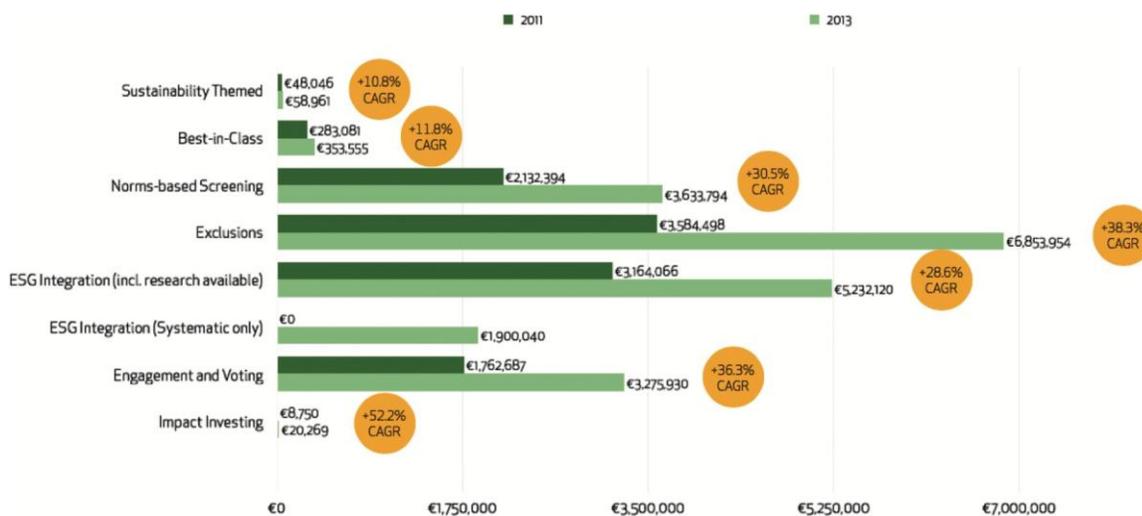
Moroncini (1998), explique que les considérations environnementales ne sont pas uniquement des préoccupations politiques, mais elles inquiètent aussi les consommateurs. Pour Crifo et Poissard (2009), nous assistons aujourd'hui à une progression des firmes qui se veulent *citoyennes*. Les entreprises sont, de plus, sollicités pour communiquer sur leurs objectifs environnementaux et participent ainsi, à une progression du développement durable. De plus, les agences de notation spécialisées dans ce domaine prennent de plus en plus d'importance sur le marché (Vigeo, Innovest...)

Nous comprenons ainsi, que plus une entreprise sera concernée dans la gestion environnementale, plus elle sera visible sur la scène internationale et de ce fait, plus visibles aux yeux des investisseurs. Comme nous l'avons expliqué précédemment, la stratégie ESG récompense les entreprises qui ont fait le plus d'effort au point de vue environnemental, social et de la gouvernance. Ainsi, la maîtrise des pollutions les plus visibles comme la pollution de l'air (AIR), aurait un impact positif sur l'économie du pays et agirait donc, positivement sur la politique d'investissement, en particulier l'investissement ISR. En effet, la particule fine PM.2 est l'un des polluants les plus

nocifs et les coûts pour l'économies sont considérables. Cette dernière est une variable très répandue dans le milieu de la recherche. En effet, elle est souvent utilisée pour analyser l'impact de l'être humain sur l'environnement et l'effet cancérigène de ces particules sur l'homme (Liao, 1999 et Brook, 1997). De plus, son large spectre d'étude nous permet d'avoir des données robustes sur notre période étudiée.

Comme nous l'avons annoncé plus haut, nous avons conservé la définition la plus vaste pour l'ISR. L'Impact Investing vise à concilier l'allocation du capital à un but sociétal ou environnement et la performance financière. Selon EUROSIF, l'impact Investing serait l'un des segments les plus porteurs depuis 2013 avec une augmentation de 52,2% en 2014. (Figure 2)

*Figure 2. Les différentes stratégies en Europe en termes d'ISR (2014)*



Source: Eurosif (EU 13)

Selon, Junwei Hafner-Cai (2016), l'Impact Investing revêt le moyen pour les investisseurs de promouvoir la parité homme femme et ainsi, de réduire les inégalités.

L'auteur nous explique que la corrélation entre l'égalité des sexes et la performance financière est due au fait que les entreprises seraient plus à même de retenir ses talents et donc, à améliorer sa productivité. Une égalité des sexes au sein d'une entreprise reflète également une bonne gestion interne. De plus, lors des évaluations d'entreprises nous voyons apparaître un « score de genre » qui est calculé sur la base d'éléments comme la proportion de femme au sein de l'entreprise à chaque échelon ou la parité salariale.

L'approche ESG récompense les entreprises qui excellent sur la base des critères ESG. Nous avons cité le degré de pollution (AIR), mais il semble logique que cela s'applique aussi au comportement d'un point de vue social et environnemental d'une entreprise. Ainsi, plus une entreprise respecte le droit de ses employés et l'égalité professionnelle (GINI) plus elle serait récompensée par la promotion des critères ESG. Comme Sazuka (2006) qui propose une approche pour expliquer les fluctuations des intervalles de temps des données sur les marchés financiers du point de vue de l'indice Gini et Stark (1988) qui a recours à cette indice pour examiner la sensibilité des mesures des impacts des envois de fonds des migrants sur la répartition du revenu du ménage, l'indice de Gini est retenu comme un bon indicateur (GINI). Il présente l'avantage d'être un indice synthétique du fait de sa nature, mais il présente également la faiblesse de ne pas fournir d'indication concernant les évolutions relatives des populations.

Comme Unterhalter (2005), l'index de parité des genres (GPI) est retenu comme indicateur du niveau de parité de la société financière. En effet, les disparités liées au genre ont toujours existé même si elles sont moindres aujourd'hui elles sont toujours d'actualité. La santé, l'éducation, l'économie et la politique ont toujours été des sujets au cœur des débats. Sur la base des critères ESG, les pays dont la gouvernance est meilleure que d'autres serait logiquement mieux noté. Les agences de notations utilisent des indicateurs et critères variés pour noter la gouvernance des entreprises, comme la place des femmes dans les conseils d'administration ou la rémunération des dirigeants (PARITY). En effet, pour qu'il existe une parité homme-femme dans le monde

professionnel, il faut que dans un premier temps, ils aient eu accès aux mêmes ressources et aux mêmes moyens.

Au travers de notre étude, le rôle de la religion sur la création des fonds ISR s'est révélé indéniable. Pour Moran, M., & Wright, M. (1991), la relation entre l'ISR et le catholicisme est indéniable. Selon elle, l'Église à travers les siècles et ses représentants, revendiqueraient les mêmes valeurs qui sont aujourd'hui applicables au fonds ISR. Nous pouvons citer la dignité de la personne, la promotion du bien commun ou la paix. Notre étude n'étant pas concentrée sur l'origine même de la création du fond, nous avons décidé de prendre l'ensemble des communautés religieuses et ainsi, d'étudier l'impact de l'athéisme (IRR) sur le développement du fond ISR.

Le Produit Intérieur Brut (PIB) (GDPPERCAP) fut longtemps l'un des indicateurs les plus utilisés pour refléter la performance et le dynamisme de l'activité économique d'un pays. Il présente cependant, de nombreuses limites, car il ne prend pas en compte de nombreux facteurs comme le niveau de développement durable (DD) ou le bien-être de la population. Même si le PIB à lui seul ne peut pas se constituer comme un unique indicateur, sa complémentarité avec d'autre indicateur, en fait un indice pertinent.

Selon Brabet (2002), l'ISR est un outil de "changement social" qui a été crée pour contrôler la mondialisation (GLOB). Comme Sapkota (2010), l'indice KOF est retenu comme un indicateur du niveau de mondialisation d'un pays. Dans notre étude, nous utiliserons l'indice KOF-, il mesure, *"les flux effectifs du commerce et des investissements, l'intensité des contrôles auxquels sont soumis les sorties de capitaux dans chaque pays, le degré de propagation des informations et des idées et l'intensité de la collaboration politique entre les pays."*

L'ISR, comme nous l'avons dit précédemment est un outil financier autour duquel "gravite" une industrie composée notamment de fonds de placement et d'investissement, de fournisseurs de services financiers et de fournisseurs de services connexes (agences de notations, indices boursiers).

Une stabilité économique et politique est aujourd'hui un critère primordial pour les investisseurs (Emmanuel, 2014). En effet, il permet de prévenir l'inflation, la volatilité excessive de certains marchés mais surtout de prévenir les crises économiques et financière. De ce fait, nous comprenons que l'instabilité économique et politique d'un pays, renvoi une image négative autres des investisseurs et peut ainsi, créer un réel obstacle au développement du pays. Récemment avec les crises que beaucoup de pays ont dû surmonter, nous avons constaté que les économies étaient devenues très interdépendantes les unes aux autres. Cette stabilité permet ainsi, d'établir un modèle de croissance pour les pays.

Nous pouvons ainsi, en déduire que les pays les plus développés financièrement, en terme d'économie financière, seraient plus à même de développer des instruments financiers. La financiarisation de l'économie passe en effet, par plusieurs agrégats. Nous étudierons plus spécifiquement la part de la financiarisation du PIB d'un pays, en terme d'activités financières, c'est-à-dire, les services de banque, d'assurance et de placements.

Nous avons retenu deux variables pour mesurer la financiarisation : la bancarisation (BANK), utilisé notamment par Oral et Yolalan (1990) dans leur étude empirique sur la mesure de l'efficacité opérationnelle et de la rentabilité des succursales bancaires et l'endettement domestique (CREDIT) comme retenu par Calderón (2003) dans ses recherches d'effet de causalité entre le développement financier et la croissance économique. Ces indicateurs présentent l'avantage d'être deux indicateurs de la croissance d'un pays et sont tous deux liés à l'évolution du PIB.

Tableau 4. Résumé des variables explicatives

Variable	Codification	Source	Signe attendu	Définition
Air pollution. mean annual exposure (Micrograms per cubic meter (PM2.5))	AIR	Banque Mondiale, KNOEMA (WDI), February 2016)	+	Population-weighted exposure to ambient PM2.5 pollutions is defined as the average level of exposure of a nation's population to concentrations of suspended particles measuring less than 2.5 microns in aerodynamic diameter. Which are capable of penetrating deep into the respiratory tract and causing severe health damage.
Branches of commercial banks (Per 100.000 adults)	BANK	FMI	+	
Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)	CREDIT	Banque Mondiale	+	Domestic credit provided by the financial sector includes all credit to various sectors on a gross basis, with the exception of credit to the central government, which is net.
GDP Per capita (Current US\$)	GDPPERCAP	Banque Mondiale	+	
Gini Index	GINI	Banque Mondiale	+	
Gross enrolment ratio. Tertiary, gender parity index (GPI)	PARITY	Banque Mondiale	+	

<b>Variable</b>	<b>Codification</b>	<b>Source</b>	<b>Signe attendu</b>	<b>Définition</b>
Index of Globalization (KOF) Incl. Economic. Social and Political Globalization	GLOB	ETH KOF	+	
Irreligion	IRR	WIN/GIA (2014. 2012). Zuckerman. Phil (2006)	+	Number of people with no religion or declare to be non-religious (incl. atheism)
Population, Total (Bn)		Banque Mondiale		
Total Net Assets (US \$ Bn)	ISRPERCAP	RiiA. Eurosif. Asia Asria. GSIA. Mercer and IFC. USSIF. Forum for Sustainable and Responsible Investment		

# Méthodologie

Pour mieux appréhender l'impact des différents critères (CO2, GDP, Irreligion, Gender Gap etc ...) sur la croissance de l'ISR, nous utilisons la méthode créée par Holtz-Eakin, Newey et Robsen (1988), Arrelando et Bonde (1991) et Arrelando et Bover (1995) à savoir la Méthode des Moments Généralisés aussi appelée GMM.

En effet, cette méthode est utilisée pour contourner plusieurs problèmes notamment celui d'endogénéité potentielle notamment lorsqu'il y a des retards de la variable à expliquer. Cette méthode peut aussi, d'après Mkhinini (2006), apporter des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises. Pour Jude (2010), dans son étude entre le lien du développement financier et la croissance économique, la méthode GMM s'est révélée être l'une des techniques économétriques les plus performantes.

Aussi, nous baserons nos résultats sur l'estimation GMM (Méthode des Moments Généralisés) en panel dynamique. Comme le cite Drine (2006), grâce aux grands nombres informations dynamiques réunies, l'économétrie des données de panel est supposée être le meilleur moyen pour prendre en compte le phénomène d'ISRisation dans le monde.

Il existe deux méthodes GMM sur panel dynamique, l'estimateur GMM en premières différences ou l'estimateur d'Arellano et Bond (1991) et l'estimateur GMM en système l'estimateur de Blundell et Bond (1998). L'estimateur d'Arellano et Bond (1991) a pour but d'éliminer un éventuel biais de simultanéité des variables ainsi les différences des variables explicatives sont instrumentées par leurs valeurs retardées. Cependant, la méthode de Blundel et Bonde (1998), s'est révélée être plus performante que l'estimateur d'Arellano et Bond (1991). En effet, cette dernière produit des estimateurs biaisés pour les petits échantillons. Cette méthode combine les équations en différence

première avec les équations en niveau dans lesquelles les variables sont instrumentées par leurs différences premières.

De plus, on lui associe deux tests : le test de sur identification de Sargan Hansen et le test d'Arrelano et Bonde d'auto corrélation.

De ce fait, nous nommons la "population", l'ensemble des moments supposés des variables aléatoires et ainsi, nos données fournissent des exemples de ses moments. Nous obtenons alors pour chaque moment supposé pour notre population, une condition de moment. Chacune d'entre elle étant reliée à exemple de condition de moment. Le point de départ de l'estimation GMM est l'hypothèse qu'il existe un ensemble de moment, noté «  $L$  » et de paramètre dimensionnels d'intérêt, noté «  $K$  ».

La population est notée:

$$\bar{g}(\theta) = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N g(w_i, \theta)$$

Avec:

- $\bar{g}(\theta) = g(w_i, \theta)$  ,  $q \times 1$  vecteur de fonctions dont les valeurs attendues sont nulles dans la population et les données  $(w_i)$ , avec  $m(\theta)$  la fonction moment
- les données sur la personne  $i$
- est  $k \times 1$  vecteur de paramètres,  $k \leq q$

Ainsi, l'équation du modèle s'écrit;

$$\hat{\theta} = \arg \min_{\theta \in \Theta} \left( \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \right)^T \hat{W} \left( \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \right)$$

Avec :

- $\bar{g}(\theta) = \left( \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T g(Y_t, \theta) \right)^T$  : la moyenne de l'échantillon  $g_t = ()$

# Résultats

Dans un premier temps, nous étudions la corrélation entre les variables explicatives. En effet, une trop forte corrélation entre les variables exogènes pourraient biaiser les résultats économétriques obtenus.

Dans notre étude, on constate qu'il existe une relation négative et faible entre deux de nos variables explicatives et la pollution de l'air, le PIB (GDP, -0,48) et l'indice de la mondialisation (GLOB, -0,56). D'après les recherches de Nicholas Muller (2014), chercheur en économie de l'environnement, la pollution de l'air aurait en effet, un impact sur le PIB. Ses recherches révèlent que le PIB diminue lorsqu'on intègre la pollution de l'air dans le modèle économique. Cette relation repose sur un principe logique, la qualité de l'air d'un pays dépend de son économie qui elle même a une influence sur d'autres facteurs comme le taux de mortalité, la pollution de l'air ou la productivité agricole.

Quant à la mondialisation, la relation entre la pollution de l'air et la mondialisation repose sur un schéma similaire. En effet, la mondialisation est favorable pour la croissance économique d'un pays, mais comme le constate le Conseil d'analyse stratégique elle est moindre pour l'environnement. Kuznets (1955), l'énonce très clairement : l'augmentation des échanges, des flux de marchandises et donc du volume du commerce mondial entraîne automatiquement une augmentation du taux de pollution. Le rapport « Tonnes et Kilomètres » (2005), estimait à 20% la pollution de l'air lié au transport de marchandises.

Nous considérons que la corrélation entre ces variables reste marginale. De ce fait, nous pouvons poursuivre nos tests. En notant, que les autres variables indépendantes de notre étude sont faiblement corrélées les unes des autres. Le Tableau 5 présente la matrice des corrélations.

Tableau 5. Matrice des corrélations

Variable	AIR	CREDIT	GINI	IRRPERCAP	PARITY	GDPPERCAP	BANK	GLOB
AIR	1							
CREDIT	-0.1842	1						
GINI	0.1006	0.1870	1					
IRRPERCAP	0.0018	0.1095	-0.0706	1				
PARITY	-0.2446	-0.2771	0.1609	-0.1523	1			
GDPPERCAP	-0.4783	0.3172	-0.3340	0.0190	-0.2568	1		
BANK	-0.1507	0.1353	0.2930	-0.2420	-0.0134	-0.1544	1	
GLOB	-0.5634	0.2710	-0.5565	0.0981	-0.2596	0.5301	-0.0090	1

Nous commençons par mettre en exergue les variables qui sont pertinentes pour expliquer l'évolution de l'ISR de mon échantillon. Nous utilisons un modèle de type GMM pour étudier l'effet de nos huit déterminants sur l'évolution des encours ISR puis

afin de nous assurer de la robustesse des résultats, nous présentons dans une seconde partie « test de robustesse » les résultats issus de l'application de la régression OLS.

Les résultats de la méthode GMM sont présentés dans le Tableau 6. Les colonnes (1) à (3) sont des résultats de régressions transversales, où les variables sont calculées sur la période de 1995 à 2015. La colonne (4) rend compte des résultats d'une régression par panel, calculés sur la même période. Les résultats dans les colonnes (1) à (4) confortent nos hypothèses. Les sept variables (AIR, CREDIT, GINI, PARITY, IRRPERCAP, GDPPERCAP, GLOB) restent significatives, ce qui induit que ces variables sont importantes pour expliquer l'évolution de l'ISR sur la période de 1995-2015. De plus, les coefficients de ces derniers restent identiques de la colonne (1) à (4), ce qui suggère que notre estimation et les résultats obtenus sont relativement fiables.

Tableau 6. Estimations GMM

<b>Variable</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>
Intercept	35,915.17 (0.4998)	29,340.77 (0.5507)	196,923.2 (0.2564)	114,262.6 (0.4536)
AIR	1,107.893** (0.0331)	856.1713* (0.0524)	842.6118 (0.2592)	1,321.679* (0.1003)
CREDIT	315.9532*** (0.0089)	390.8627*** (0.0002)	334.1559*** (0.002)	356.2297*** (0.0016)
GINI	-8,487.032* (0.0002)	-8,053.557*** (0.0002)	-8,425.806*** (0.0002)	-8,658.718*** (0.0002)

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0.001)	(0.0012)	(0.0005)	(0.0002)
PARITY	161,719**	140,258.7**	145,317.3***	171,941.2***
	(0.0178)	(0.0214)	(0.0021)	(0.0007)
IRRPCAP		52,423.09	61,786.46**	67,417.07***
		(0.111)	(0.012)	(0.0032)
GDPPERCAP			1.414663**	1.683357**
			(0.0292)	(0.0121)
GLOB			-2,552.787*	-2,186.198*
			(0.0586)	(0.0548)
BANK				10.28151
				(0.9412)
Adjusted R2	0.468704	0.461599	0.631106	0.672016
Nombre d'observations	118	86	86	80

Niveaux d'importance empirique (P-values) sont entre parenthèses.

\* Signification statistique à un niveau 0.10.

\*\* Signification statistique à un niveau 0.05.

\*\*\* Signification statistique à un niveau 0.01.

Les résultats indiquent que la pollution de l'air, l'endettement domestique, la parité, des genres, l'athéisme et le PIB ont des effets positifs et sont statistiquement significatifs sur la variation de l'ISR (per capita), au niveau de 1%.

Ainsi, nous pouvons confirmer nos hypothèses 1, 3, 4, 5 et 8. En effet, l'amplitude des coefficients nous indique qu'une augmentation de 1% des encours ISR est statistiquement lié à une augmentation de la pollution de l'air, de l'endettement domestique, de la parité des genres, de l'athéisme et du PIB. En d'autres termes, une variation positive de ces déterminants ont un impact significatif et de même sens sur l'évolution des fonds ISR. Ces résultats confortent nos hypothèses, sur la notion où les facteurs à l'origine de l'ISR ont toujours un impact sur l'évolution de ses encours dans le monde. En d'autres terme, les piliers de cet instrument financier, c'est-à-dire la religion et les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont des vecteurs déterminants quant à l'évolution et la création de fonds ISR.

Les résultats des coefficients de la variable "GINI" et de la variable "GLOB", sont significatifs mais contrairement à nos attentes, leurs impacts est significativement négatifs sur la variation des encours ISR (per capita). Ainsi, une hausse de 1% de l'indice de Gini et de l'indice de la mondialisation (KOF), est liée statistiquement à la diminution de l'encours ISR. En d'autres termes, une variation négative de ces déterminants étudiés ont un impact significatif, et de sens inverse à l'évolution des fonds ISR.

L'indice de Gini, noté entre 0 et 1, est un outil utilisé pour mesurer la répartition des revenus des résidents d'un pays. Ainsi, il est cohérent de penser qu'une réduction des inégalités au sein d'un pays puisse augmenter le recours à des produits financiers de type ISR. Nous entendons, ici, par réduction des inégalités un meilleur accès aux ressources financières comme l'épargne par exemple, mais aussi un investissement plus important dans l'éducation qui permettrait d'augmenter la connaissance de la population sur les marchés financiers. Nous pouvons ainsi, valider notre hypothèse 2.

Contrairement à nos attentes, la mondialisation a un impact statistiquement significatif mais de sens inverse à l'évolution des encours ISR. En effet, nous aurions pu penser que la mondialisation permettrait une meilleure allocation internationale des capitaux et ainsi, favoriser le partage international des risques. Mais nos coefficients nous montrent le contraire. Comme l'énonce Freeman (2010), même si la mondialisation a permis d'accroître les flux financiers et les flux de portefeuille, la mondialisation financière a augmenté les inégalités de revenus autant dans les économies avancées qu'émergentes. Notons aussi, que l'ISR repose sur l'existence d'une dynamique entrepreneuriale. En effet, il est propre à chaque entreprise de proposer des initiatives et d'introduire des politiques de renouvellement. Dès lors, nous comprenons que même si la mondialisation a eu un impact considérable sur les échanges mondiaux, il est difficile de concevoir qu'elle est à l'origine de l'entreprenariat au sein d'un pays. Un fait que nous pouvons en lien avec les résultats obtenus pour l'indice de Gini. L'inégalité au sein d'un pays n'est pas un facteur favorable à l'évolution des encours ISR. Notre hypothèse 7 est de ce fait, validée.

Au regard du panel étudié et contrairement à nos attentes, notre hypothèse 8 concernant la bancarisation semble ne pas avoir d'effet significatif sur l'évolution de l'ISR. L'absence d'impact important de la bancarisation peut s'expliquer par le fait que la cible principale de l'ISR sont les investisseurs institutionnels. Nous pouvons aussi ajouter, comme l'ont démontré Roine, Vlachos et Waldenström (2009), qu'une part importante du secteur bancaire dans l'économie permet majoritairement de stimuler les revenus les plus élevées. Ces derniers possèdent ainsi, un accès privilégié aux services financiers et un accroissement significativement plus important de leurs capitaux. Et défavorise les autres classes sociales. De plus, cet outil financier, l'ISR, reste méconnu dans le secteur de la banque de détail et des particuliers. Cela nous conduit donc, à rejeter l'hypothèse 7.

Nos résultats montrent clairement que la dégradation de l'environnement, l'endettement domestique, la parité des genres, l'athéisme et le PIB sont statistiquement significatifs. Un niveau élevé de pollution de l'air crée des pressions politiques et économiques. Et

encourage, les pollueurs les plus importants de réagir afin de ne pas détériorer leurs images sur la scène internationale.

# Test de robustesse

Pour tester la robustesse de nos données, nous recourons à des régressions linéaires de type OLS (Ordinary Least Squares).

Dans notre cas où nous avons un panel de huit variables explicatives (noté de 1 à 8), le modèle de régression statistique OLS s'écrit :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_8 X_8$$

Le modèle de régression OLS peut être étendu pour inclure de multiples variables explicatives en ajoutant simplement des variables supplémentaires à l'équation.

Ainsi,  $P$  désigne les variables explicatives (la pollution de l'air, l'endettement domestique, la parité, des genres, l'athéisme, le PIB, la bancarisation, l'indice de Gini et l'indice de la mondialisation),  $Y$  désigne notre variable dépendante, c'est-à-dire, la variation de l'ISR per capita et enfin,  $n$  qui indique le nombre d'observation.

La méthode OLS a pour but de minimiser la somme des erreurs que nous commettons lorsque nous utilisons une fonction affine de  $X_i$  pour prédire  $Y_i$ , c'est-à-dire réduire l'erreur quadratique entre les valeurs observées et les valeurs prédites.

En d'autres termes, cette méthode nous permet de mettre en avant l'existence d'une relation positive ou négative entre les variations d'une variable dépendante et les variations de plusieurs variables indépendantes.

Dans cette section, nous résumons les résultats empiriques et nous vérifions la robustesse de nos résultats.

Ainsi, nous reprenons les variables utilisées lors du test GMM. Les résultats sont présentés dans le Tableau 7 - Estimation OLS. Les colonnes (1) à (3) sont les résultats de régressions transversales, où les variables sont calculées sur la période de 1995-2015. La colonne (4) rend compte des résultats d'une régression par panel les variables et sont calculés sur la même période. Du point de vue des résultats, notre premier test se révèle relativement robuste.

Les résultats indiquent que la pollution de l'air, l'endettement domestique, la parité, des genres, l'athéisme et le PIB ont des effets positifs et sont statistiquement significatifs sur la variation de l'ISR (per capita), au niveau de 1%. L'indice de Gini et l'indice de la mondialisation (KOF) affecte de manière négative et significative la variation des encours ISR (per capita). Et la bancarisation n'a pas d'effet significatif sur l'évolution de l'ISR.

Au regard du panel étudié, nous obtenons des résultats significativement proches. Nos résultats sur ce modèle montrent clairement la robustesse des résultats obtenus précédemment. Le Tableau 8 résume ces résultats.

Tableau 7. Estimations OLS

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	35,915.17 (0.4982)	29,340.77 (0.5626)	196,923.2 (0.1321)	114,262.6 (0.3995)
AIR	1,107.893** (0.0134)	856.1713* (0.0718)	842.6118 (0.1482)	1,321.679* (0.0552)
CREDIT	315.9532***	390.8627***	334.1559***	356.2297***

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0.0003)***	(0)***	(0)***	(0)***
GINI	-8,487.032***	-8,053.557***	-8,425.806***	-8,658.718***
	0	0	0	0
PARITY	161,719***	140,258.7***	145,317.3***	171,941.2***
	0	0	0	0
IRRPCAP		52,423.09	61,786.46**	67,417.07**
		(0.0981)	(0.0214)	(0.0156)
GDPPERCAP			1.414663***	1.683357***
			0	0
GLOB			-2,552.787**	-2,186.198**
			(0.0214)	(0.0178)
BANK				10.28151
				(0.9499)
Adjusted R2	0.468704	0.461599	0.631106	0.672016
Nombre d'observations	118	86	86	80

Niveaux d'importance empirique (P-values) sont entre parenthèses.

\* Signification statistique à un niveau 0.10.

\*\* Signification statistique à un niveau 0.05.

\*\*\* Signification statistique à un niveau 0.01.

Tableau 8. Résumé des résultats obtenus

<b>Variable</b>		
AIR	+	✓
CREDIT	+	✓
GINI	-	✓
PARITY	+	✓
IRRPCAP	+	✓
GDPPERCAP	+	✓
GLOB	-	✓
BANK	+	

✓ Indique une signification statistique. (+) / (-) désigne le signe (négatif ou positif) de l'effet des déterminants potentiels sur les encours ISR.

# Conclusion

Cette étude a pour ambition de cibler les déterminants de l'évolution de l'ISR dans le monde en regroupant l'ensemble des fonds ISR publiée par les agences de notation sur la période de 1995 à 2015.

Notre interrogation principale tout au long de cette étude concerne autant l'origine et le développement inégal de ces fonds dans différentes régions du monde. En d'autres termes, quels facteurs expliquent l'origine des écarts en matière d'encours ISR entre les pays ? En effet, bien que l'ISR connaisse une croissance rapide de ses encours à travers le monde, la question concernant les déterminants de l'évolution des encours ISR n'a jamais encore été identifiée.

À partir d'un panel composé de 29 pays, notre échantillon s'étend sur plusieurs continents : Asie, Amérique du Nord et Sud, Australie, Europe et Afrique. En tirant parti de la multitude d'informations fournit par les agences de notation nous avons pu obtenir des résultats relativement probants quant aux déterminants. En effet, nos résultats indiquent que les facteurs qui influencent le niveau l'ISRisation sont d'origines très diverses. Notons, que notre étude a révélé que nos intuitions, concernant les déterminants des encours ISR, se sont révélés correctes. En effet, les facteurs déterminants à la création des ces fonds, sont similaires aux déterminants des encours nationaux socialement responsables.

En effet, les analyses GMM et OLS relèvent que l'évolution des fonds ISR est lié positivement à la pollution de l'air, l'endettement domestique, la parité homme/femme, le taux d'athéisme et le PIB. De manière générale, la création de fonds ISR repose sur des préoccupations environnementales, sociales et liées à la gouvernance. De ce fait, plus un pays accordera d'importance au bien-être de sa population et à son image sur la scène internationale plus les fonds ISR seront développés. Nous avons constaté que les critères ESG n'était pas les seuls facteurs déterminants. En effet, la création de

fonds ISR est relativement coûteuse en comparaison d'autres fonds conventionnels. Ainsi, nous avons ajouté des facteurs financiers qui se sont révélés déterminants pour expliquer l'évolution des fonds ISR.

En effet, notre étude a également révélé que d'autres facteurs comme la culture, la financiarisation et l'économie du pays jouaient un rôle important sur l'évolution des encours ISR. Nous savons que l'ISR est un outil financier qui évolue avec son temps. Ainsi, nous avons déterminé que des critères comme la culture, l'avancement économique et la financiarisation jouaient un rôle clé dans l'évolution de l'ISR.

Plusieurs perspectives s'offrent à nous pour la poursuite de nos recherches. Dans un premier temps, il serait judicieux de comparer nos résultats avec une base de données comme Bloomberg. Et ainsi, comparer les encours publiés par les agences de promotions ciblant des un public large et une base de données brute destinée aux professionnels. Cela permettrait entre autre de réduire le risque d'erreur puisque l'ensemble de nos données proviendrait d'une même source mais aussi de confirmer l'influence de nos variables dans l'évolution des encours ISR.

Dans un second temps, puisque notre étude a démontré un impact de nos variables sur les encours ISR, il serait intéressant de mener une investigation sur l'impact de l'ISR sur ces mêmes variables (l'environnement, parité sociale, la gouvernance des entreprises, etc). En d'autres termes, l'ISR tient-il ses promesses ? L'ISR participe t-il réellement à l'amélioration de la société ?

# Bibliographie

Benlemlih, M., Jaballah, J., & Peillex, J. (2018). Does it really pay to do better? Exploring the financial effects of changes in CSR ratings. *Applied Economics*, 50(51), 5464-5482.

Bitar, M., & Peillex, J. (2019). Performance des banques islamiques vs banques conventionnelles: quelles exigences en matière de fonds propres réglementaires?. *Revue économique*, (7), 21-64.

Boyer, C.M. (2009). Green recovery: How are environmental stocks doing? *Journal of wealth management*, 12, 9-20.

Brabet, J. (2002). La main visible des investisseurs institutionnels. *Revue française de gestion*, (5), 203-224.

Brière, M., Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2017). Do social responsibility screens matter when assessing mutual fund performance?. *Financial Analysts Journal*, 73(3), 53-66.

Calderón, C., & Liu, L. (2003). The direction of causality between financial development and economic growth. *Journal of development economics*, 72(1), 321-334.

Camey, B. F. (1994). Socially responsible investing. *Health Progress*, 75, 20-20.

Capelle-Blancard, G., & Giamporcaro-Saunière, S. (2006). L'investissement socialement responsable. *CAHIERS FRANCAIS-PARIS-*, 331, 70.

Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A*

*European Review*, 21(3), 239-250.

Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2014). The performance of socially responsible funds: does the screening process matter?. *European Financial Management*, 20(3), 494-520.

Cengiz, C. B., Braun, D., & von Nitzsch, R. (2010). MÄRKTE-Alpha-Vehikel oder Preis für das gute Gewissen?—Eine Performanceanalyse ethischer Investments. *Finanz Betrieb*, 1(4), 263.

Crifo, P., & Ponssard, J. P. (2009). La responsabilité sociale et environnementale des entreprises est-elle soluble dans la maximisation du profit?. *Sociétal*, 66, 96-106.

Desbrières, P., Erragragui, E., & Peillex, J. (2018). L'investissement conforme à la Charia est-il socialement responsable?. *Management International/International Management/Gestión Internacional*, 22(3).

Devin, S. (2003). Les fonds éthiques: critères de notations. *Communication à l'atelier développement durable de l'AIMS, mai*.

Dion, M. (2010). What is corruption corrupting? A philosophical viewpoint. *Journal of Money Laundering Control*, 13(1), 45-54.

Drine, I., & Rault, C. (2006). Testing for inflation convergence between the Euro Zone and its CEE partners. *Applied Economics Letters*, 13(4), 235-240.

El Ouadghiri, I., & Peillex, J. (2018). Public attention to “Islamic terrorism” and stock market returns. *Journal of Comparative Economics*, 46(4), 936-946.

El Ouadghiri, I., & Uctum, R. (2016). Jumps in equilibrium prices and asymmetric news in foreign exchange markets. *Economic Modelling*, 54, 218-234.

Erragragui, E., Hassan, M. K., Peillex, J., & Khan, A. N. F. (2018). Does ethics improve stock market resilience in times of instability?. *Economic Systems*, 42(3), 450-469.

Freeman, M. A. R. (1970). Finance and the NHS. *British medical journal*, 2(5706), 424.

Freeman, R. (2010). "Does Inequality Increase Economic Output?" In *Controversies about Inequality*. Stanford, CA: Stanford University Press.

Haan, W. J. D., & Levin, A. T. (1996). Inferences from parametric and non-parametric covariance matrix estimation procedures.

Heald, M. (1970). *The social responsibilities of business: Company and community 1900-1960*. Transaction Publishers.

Hoepner, A. G., & McMillan, D. G. (2009). Research on 'Responsible Investment': An Influential Literature Analysis Comprising a Rating, Characterisation, Categorisation and Investigation. *Characterisation, Categorisation and Investigation (August 14, 2009)*.

Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.

Jaballah, J., Peillex, J., & Weill, L. (2018). Is Being Sharia compliant worth it?. *Economic Modelling*, 72, 353-362.

Jude, E. C. (2010). Développement financier, Instabilité financière et Croissance économique: Un réexamen de la relation. *Revue région et développement*, (32).

Junwei Hafner-Cai. (2016). L'investissement d'impact promeut l'égalité des sexes. *Le Temps*.

Kubik, J. D., Scheinkman, J. A., & Hong, H. G. (2011). Financial Constraints on Corporate Goodness. In *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*.

Kuznets, S. (1955). Economic growth and income inequality. *The American economic review*, 1-28.

Landier, A., & Nair, V. (2008). Investing for Change.

Loiselet, É. (2003). Investissement Socialement Responsable: l'âge de la diffusion, 62-74.

Lu, J. R., & Chan, C. M. (2012). Religious-based portfolio selection. *Review of Financial Economics*, 21(1), 31-38.

Martinet, A. C., & Payaud, M. A. (2007). Formes de RSE et entreprises sociales. *Revue française de gestion*, (11), 199-214.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.

McCann, L., Solomon, A., & Solomon, J. (2003). Explaining the growth in UK socially responsible investment. *Journal of General Management*, 28(4), 15-36.

Moran, M., & Wright, M. (1991). Conclusion: The Interdependence of Markets and States. In *The Market and the State* (pp. 239-249). Palgrave Macmillan UK.

Moroncini, A. (1998). Stratégie environnementale des entreprises: contexte, typologie et mise en oeuvre (Vol. 16). PPUR presses polytechniques.

Muller, N. Z. (2014). Boosting GDP growth by accounting for the environment. *Science*,

345(6199), 873-874.

Oral, M., & Yolalan, R. (1990). An empirical study on measuring operating efficiency and profitability of bank branches. *European Journal of Operational Research*, 46(3), 282-294.

Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.

Peillex, J. (2014). *L'Offre de produits de placement éthiques: décision de lancement, conception et réaction du marché financier* (Doctoral dissertation, Amiens).

Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2011). Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 562-588.

Roine, J., Vlachos, J., & Waldenström, D. (2009). The long-run determinants of inequality: What can we learn from top income data?. *Journal of Public Economics*, 93(7), 974-988.

Peillex, J., Erragragui, E., Bitar, M., & Benlemlih, M. (2018). The contribution of market movements, asset allocation and active management to Islamic equity funds' performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.

Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2012). Création d'un indice boursier islamique sur la place financière de Paris: méthodologie et performance. *Revue d'économie financière*, (3), 289-314.

Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2013). Is there a place for a Shariah-compliant index on the Paris stock market?. *International journal of business*, 18(2), 131.

Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2014). How does the Market Price of the Corporate

Sponsor React to Socially Responsible Fund Introductions?. *Bankers, Markets & Investors*, (131), 17-29.

Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2016). Identifying the determinants of the decision to create socially responsible funds: An empirical investigation. *Journal of business ethics*, 136(1), 101-117.

Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2015). Comment expliquer la performance financière de l'investissement conforme à la Charia?. *Management international/International Management/Gestión Internacional*, 19(2), 128-139.

Sapkota, J. B. (2010). Globalizations convergence effect on human quality of life (QOL) in Asia: Evidence from the KOF index of globalization. *Asian Regional Integration Review*, 2(1), 1-28.

Sazuka, N., & Inoue, J. I. (2007). Fluctuations in time intervals of financial data from the view point of the Gini index. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 383(1), 49-53.

Schnietz, K. E., & Epstein, M. J. (2005). Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis. *Corporate reputation review*, 7(4), 327-345.

Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment? *Business Ethics: A European Review*, 10(3), 194-205.

Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution* (J. Wiley, New York).

Spicher, P., von Clausbruch, J. C., & von Waldenfels, P. (2009). Sustainability in Finance—Banking on the Planet. *Sustainable Solutions for Modern Economies*, (4), 12.

Stark, O., Taylor, J. E., & Yitzhaki, S. (1988). Migration, remittances and inequality: A sensitivity analysis using the extended Gini index. *Journal of Development Economics*, 28(3), 309-322.

Sullivan, L. A. (1977). *Handbook of the Law of Antitrust*. West Group.

Thanati, M. (2015). Les investissements Shari'a peuvent-ils être comparés/assimilés aux investissements socialement responsables? (Doctoral dissertation, Haute école de gestion de Genève)

Unterhalter, E. (2005). Gender Equality and Education in South Africa: Measurements, Scores and Strategies'. *Gender equity in South African education, 1994–2004*.

Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61-98.

Weber, M. (1965). L'Ethique protestante et l'esprit du capitalisme suivi d'un autre essai.

Zheng, S., & Liu, H. (2004). Interaction among construction investment, other investment and GDP in China. *Tsinghua Science and Technology*, 9(2), 160-167.

# Rapports

AI SRia, 2012. *Asia Sustainable Investment Review*. Hong Kong : AI SRia

AI SRia, 2014. *Asia Sustainable Investment Review*. Hong Kong : AI SRia

Eurosif, 2003. *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

Eurosif, 2006, *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

Eurosif, 2008, *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

Eurosif, 2010, *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

Eurosif, 2012, *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

Eurosif, 2014, *European ISRI Study*. Paris : Eurosif.

GSIA, 2012, *Global Sustainable Investment Review*

GSIA, 2014, *Global Sustainable Investment Review*

RIAA, 2005, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2006, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2007, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2008, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2009, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2010, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2011, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2013, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

RIAA, 2014, *ISRI Benchmarking Report*. Surry Hills : RIAA

UKSIF, 2008, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2009, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2010, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2011, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2012, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2013, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2014, *Annual Review*. London : UKSIF.

UKSIF, 2015, *Annual Review*. London : UKSIF.

USSIF, 2014, Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends.  
Washington : USSIF