



Munich Personal RePEc Archive

Investor reaction to the creation of ethical funds

Peillex, Jonathan

20 October 2023

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/118930/>
MPRA Paper No. 118930, posted 20 Oct 2023 15:30 UTC

Réaction des investisseurs à la création de fonds éthiques

1. Introduction

Considéré comme un marché de niche dans les années 90, les fonds éthiques ont désormais pleinement trouvé leur place dans le paysage financier contemporain. L'intérêt grandissant de la littérature académique pour ces produits de placement éthique s'est essentiellement manifesté autour de la stimulante question de leurs conséquences financières (Brière et al., 2017; Desbrières et al., 2018; Erragragui et al., 2018; Peillex et al., 2012, 2013, 2014). Plus spécifiquement, elle s'est attachée à apporter des réponses à l'adage anglo-saxon devenu aujourd'hui populaire « *does it pay to be good ?* » et ce du point de vue de deux acteurs, à savoir les investisseurs et les entreprises composant les portefeuilles éthiques (Abid et al., 2023; El Ouadghiri et al., 2021, 2022; Peillex et al., 2019, 2021).

Dans ce contexte, les conséquences financières pour l'acteur qui est à l'origine de la création du fonds éthique en question, à savoir la société financière, restent méconnues. Ce travail de recherche ambitionne d'apporter quelques éléments de réponses à cette problématique. Comparativement au lancement d'un fonds conventionnel, les motivations relatives à la décision de création d'un fonds éthique sont particulières. En tant qu'outil de communication externe agissant sur la politique d'innovation et sur l'image des sociétés financières, la création d'un fonds éthique revêt une dimension stratégique pour ces dernières. Plus précisément, les produits de placement éthiques sont introduits par les sociétés financières dans le but de communiquer sur leur activité, de renforcer leur image sociétale voire de détourner l'attention des investisseurs de leur mauvaise performance financière (Peillex et Ureche-Rangau, 2016). Dans ce travail de recherche, nous examinons l'influence de la décision de création d'un fonds éthique sur la valeur financière à court-terme de l'entité créatrice.

Les conséquences financières de cette stratégie coûteuse à initier devraient s'exercer à deux niveaux. D'abord, de façon directe, l'introduction d'un fonds éthique en tant que lancement d'un nouveau produit devrait être à l'origine de la perception de flux financiers additionnels liés à l'augmentation des volumes des encours sous-gestion et des parts de marché de la société financière. Ensuite, indirectement et dans un horizon temporel plus lointain, en agissant sur l'image et le prestige social de l'offreur, la création d'un fonds éthique devrait influencer sa valeur

financière.

En raison de la multitude de variables pouvant agir sur la valeur financière de l'entité (généralement de grande taille) à l'origine de la création du fonds éthique, il paraît délicat d'isoler l'influence du lancement d'un fonds éthique sur des indicateurs financiers à long-terme. Alors, si l'on suppose que le cours boursier correspond à la valeur actualisée des flux financiers futurs (Erragragui et al., 2023; Jaballah et al., 2018), la réaction du marché financier à court-terme peut être utilisée comme mesure du potentiel de création (ou de destruction) de valeur de l'introduction d'un fonds éthique.

L'objectif de cet article est de mesurer la réaction du marché financier à l'annonce du lancement d'un fonds éthique. D'un point de vue méthodologique, une étude d'événement est mobilisée pour capturer les variations des cours boursiers des sociétés financières créatrices de fonds éthiques durant la période de l'annonce de l'introduction du produit de placement. L'annonce de l'introduction d'un fonds éthique peut être perçue par le marché financier comme l'introduction d'une innovation et/ou comme un moyen pour la société financière d'améliorer son image sociétale. Par conséquent, la réaction des investisseurs dépendra de la perception qu'ils ont d'une part, de la relation innovation et performance financière des firmes et d'autre part, du lien entre performance sociétale des entreprises et performance financière. Notre travail est un des premiers à investiguer la réaction du marché à un événement concentrant en lui cette double dimension, innovation et éthique.

Il ressort de nos estimations qu'en moyenne, l'annonce de l'introduction d'un fonds éthique a une influence légèrement positive, à court-terme, sur la valeur de marché de la société financière créatrice. En d'autres termes, le marché financier a tendance à valoriser positivement des stratégies contribuant à renforcer l'image RSE de l'entité innovante.

2. Revue de littérature et hypothèses

Au-delà du fait d'être appréhendable comme un moyen d'élargir la gamme initiale de produits de placement financier, l'annonce de l'introduction d'un fonds éthique peut être perçue par le marché comme une innovation et/ou comme un outil agissant positivement sur l'image de la société financière créatrice. La formulation des hypothèses quant aux conséquences financières à court-terme engendrées par le lancement d'un fonds éthique pour la société financière créatrice, nous amène donc à explorer deux pans de la littérature. Un premier, portant sur la relation entre le

lancement d'un nouveau produit innovant et la création de valeur pour l'actionnaire et un second, traitant du lien entre performance sociétale et performance financière.

En tant que service inédit destiné à un marché nouveau, la création des fonds éthique peut s'inscrire dans au moins deux des cinq formes de l'innovation telles que décrites par Schumpeter (1935) : l'innovation de produits et l'innovation de débouchés. Bien que la littérature analysant le processus d'innovation lié aux fonds éthiques est plutôt rare, voire inexistante, ces quelques éléments nourrissent l'idée que les annonces de création de fonds éthiques par les sociétés financières pourraient être perçues par le marché financier comme des lancements de produits innovants. La définition de l'innovation restant subjective, les investisseurs les plus dubitatifs quant au caractère « innovant » des fonds éthiques peuvent être amenés à considérer l'annonce de la conception d'un fonds éthique comme une stratégie de diversification/spécialisation standard. S'ils raisonnent en termes de marque, les moins suspicieux concevront le lancement d'un fonds éthique comme une stratégie marketing de création de marque et les plus défiants l'appréhenderont comme une stratégie d'extension de marque de la société financière.

La littérature théorique propre au marketing et à la stratégie stipule que l'innovation est le principal facteur de survie et de développement de la firme (Covin et Miles, 1999). Aussi, le lancement d'un nouveau produit peut créer des avantages en terme de compétitivité et de différenciation (Chen et al., 2002). Ces deux arguments vont dans le sens d'une influence positive de l'introduction d'un produit innovant sur la richesse de l'actionnaire de la firme en question. Evidemment, le marché financier peut accueillir l'innovation avec plus ou moins d'intérêt. Sa réaction dépendra de la variation espérée des flux de trésorerie dus à la création du fonds éthique ; c'est à dire de la probabilité de succès de son introduction sur le marché combiné à l'évaluation du niveau de profit qui y est associé. Le lancement d'un fonds éthique sera appréhendé comme une nouvelle d'autant plus créatrice de valeur si le marché financier considère que cette opération permettra à la société financière d'atteindre un nouveau segment d'investisseurs qui lui procurera des gains supérieurs aux coûts engendrés par la mise en place de ce nouveau produit. En d'autres termes, le marché financier va former son opinion quant à la façon dont la création d'un fonds éthique affectera la valeur financière de la société financière sur la base de l'anticipation des réactions des consommateurs. Alors que les gains résultant du lancement d'un fonds éthique proviennent essentiellement de l'augmentation en volume des frais de gestion perçus par la société financière créatrice, les origines des coûts paraissent davantage variées mais propres aux fonds éthiques. En

effet, le fonctionnement d'un fonds éthique exige par exemple la formation ou le recrutement d'analystes chargés de la notation extra-financière des actifs, de gestionnaires de portefeuilles qui s'attachent à incorporer des filtres extra-financiers au processus de sélection et de pondération des actifs et qui vérifient que les actifs sélectionnés satisfont en continu la politique extra-financière du fonds, ou encore de spécialistes responsables de la promotion du produit de placement financier éthique.

De nombreuses études empiriques mesurent l'impact à court-terme de l'annonce de la création d'un nouveau produit sur la valeur actionnariale. D'abord, tout secteur confondu, Chaney et al. (1991) recourent à un échantillon composé de 1 348 annonces d'introduction de nouveaux produits sur le marché américain de 1975 à 1984. Ils montrent que ces nouvelles sont d'autant plus créatrices de valeur financière à court-terme que l'entreprise innovante évolue dans un environnement à haut contenu technologique (chimie, pharmacie, équipement électrique...). Par ailleurs, ils dénotent que les produits créés par des sociétés de services financiers produisent des rentabilités anormales statistiquement non-significatives. Dans une démarche moins court-termiste et en utilisant un échantillon de 721 sociétés britanniques cotées en bourse de 1972 à 1983, Geroski et al. (1993) observent un lien positif entre le nombre d'innovations et la marge nette réalisée par les entreprises. D'autres travaux empiriques analysent non pas la réaction des investisseurs après l'introduction d'un produit sur le marché mais après l'annonce d'un projet R&D. Tandis que les résultats de certains suggèrent que le marché financier accueille positivement l'annonce d'un projet R&D (Kelm et al., 1995), d'autres montrent que cette nouvelle n'a pas, à court-terme, d'influence significative sur les cours boursiers des entreprises à l'origine de l'annonce (Sundaram et al., 1996).

Si le marché financier perçoit effectivement l'annonce de la création d'un fonds éthique comme l'introduction d'un nouveau produit innovant, les résultats des études suscitées nous conduisent à attendre un effet plutôt positif de cet événement sur les cours boursiers de la société financière créatrice.

La création d'un fonds éthique ne se résume pas à une simple introduction d'un produit financier innovant, elle peut également agir sur l'image que le marché financier a de la société financière créatrice. Par conséquent, en exerçant une activité destinée à récompenser les entreprises les plus méritantes en matière d'éthique, les promoteurs de fonds éthiques améliorent leur propre performance sociétale. Entraînée par la création d'un fonds éthique, cette amélioration de la

performance sociétale des sociétés financières créatrices ne s'exerce pas directement mais indirectement. Autrement dit, à partir du moment où elles ont lancé un ou plusieurs produits de placement éthique, les sociétés financières créatrices ne sont pas perçues comme des entités qui gèrent mieux les conséquences directes de leur activité (consommation de papier, gestion des employés, consommation d'énergie, gouvernance...). En revanche, depuis qu'elles investissent dans les entreprises dotées de la meilleure éthique *via* le ou les fonds éthiques récemment créés, elles sont perçues comme des sociétés financières qui ont perfectionné la gestion des conséquences indirectes de leur activité, ce qui contribue naturellement à améliorer leur image. Ainsi, indépendamment des revenus que la société financière peut dégager de la création d'un fonds éthique, son lancement pourrait être interprété par le marché financier comme le signal d'une amélioration indirecte de sa performance sociétale.

Il existe une multitude d'études événementielles qui visent à analyser l'impact d'un événement modifiant la perception de l'image sociétale de la firme sur la richesse de l'actionnaire à court-terme. Un premier type de travaux étudie la réaction du marché financier à une action volontaire ou involontaire affectant l'image RSE de l'entreprise (Hall et Rieck, 1998). Un deuxième groupe de travaux empiriques s'attache à mesurer les conséquences financières à court-terme de la publication d'un classement, d'un rapport ou de la remise d'une récompense liée à la RSE (Hamilton, 1995; Gupta et Goldar, 2005 ; Benlemlih et al., 2018). Un troisième type d'étude examine les conséquences financières immédiates des annonces d'inclusion/exclusion de sociétés dans un indice boursier éthique (Curran et Moran, 2006 ; Cheung et Roca, 2013). Ces travaux supposent que l'appartenance ou non d'une entreprise à ce type d'indice sert d'indicateur à son niveau de performance sociétale. Ces trois groupes d'études empiriques nous conduisent à anticiper que l'annonce du lancement d'un fonds éthique, en tant que moyen d'amélioration du niveau d'éthique de la société financière à l'origine de la création d'un fonds éthique, devrait être accueillie par le marché financier comme une nouvelle plutôt positive.

3. Données et méthodologie

L'objectif de l'étude est d'analyser l'impact à court-terme du lancement d'un fonds éthique sur le cours boursier de la société créatrice. Cela exige de prendre connaissance de la date exacte de lancement du fonds éthique, de la société financière derrière la décision de création du produit de placement éthique et de son cours boursier. L'échantillon final est composé de 129 fonds éthique.

Ces fonds SR sont détenus par 30 sociétés financières différentes.

Nous utilisons une méthodologie d'étude d'événements pour évaluer l'impact de l'introduction d'un fond éthique sur le cours boursier de la société financière créatrice pendant une période donnée. Cette méthodologie suppose l'efficacité des marchés financiers sous sa forme semi-forte de telle sorte que le prix d'un titre reflète instantanément l'intégralité de l'information disponible (El Ouadghiri et al., 2018; Peillex et al., 2021). Dans ces conditions, une variation du prix est le reflet non biaisé d'une modification des revenus espérée par la société. Par rapport aux données comptables, les cours boursiers permettent de saisir immédiatement les effets d'un événement. Mesurer les effets de la création d'un fonds SR sur le cours boursier de la société financière créatrice nécessite de choisir la fenêtre d'événement, la période d'estimation et de calculer la rentabilité normale (rentabilité qui aurait été observée en l'absence de la création de ce nouveau produit).

Notre période d'événement couvre onze jours autour de la date de l'annonce de l'introduction du fonds éthique soit la fenêtre événementielle suivante : $[-5 ; +5]$. Alors que les cinq jours précédents l'événement permettent d'inclure les éventuelles anticipations du marché financier, les cinq jours suivants permettent de tenir compte des possibles corrections et retards d'ajustement. Choisir une fenêtre événementielle plus longue aurait contribué à augmenter la probabilité d'inclure d'autres événements susceptibles d'influencer également le cours boursier de la société financière créatrice. Ce risque est d'autant plus important que notre échantillon est composé majoritairement de sociétés financières de grande taille, fortement exposées à la lumière médiatique, et qui sont donc concernées, toutes choses étant égales par ailleurs, par un nombre d'événements très conséquent. Néanmoins, dans la mesure où les dates de lancement de fonds éthiques susceptibles d'être « parasitées » par d'autres événements ont été évincées de l'échantillon final, cette fenêtre est censée capter exclusivement les effets liés à cette nouvelle.

Notre période d'estimation couvre six mois d'observation, soit la fenêtre d'estimation suivante : $[-170 ; -20]$. Cette période est suffisamment longue pour décrire de manière satisfaisante l'évolution des cours des actions et en même temps, assez courte pour palier à l'instabilité des estimateurs.

Se situant à des degrés de sophistication plus ou moins élevés, différents modèles permettent de calculer les rentabilités dites « normales » ou « théoriques ». Nous choisissons d'approcher la rentabilité théorique par le modèle de marché pour, essentiellement, deux raisons. Premièrement, le modèle de marché reste le modèle le plus appliqué dans la pratique. Deuxièmement, sur une

fenêtre courte, il semblerait que l'utilisation de modèles plus sophistiqués ne change que partiellement les résultats (MacKinlay, 1997). Le modèle de marché lie la rentabilité d'un titre à son risque spécifique et systématique. Il suppose que la rentabilité attendue du titre est une fonction linéaire de la rentabilité de l'indice de marché à la même date :

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$ désigne la rentabilité logarithmique de l'action i à la date t , α_i la constante, β_i le risque systématique de l'action i , $R_{m,t}$ la rentabilité logarithmique de l'indice de référence m correspondant et $\varepsilon_{i,t}$ le risque spécifique de l'action i .

La rentabilité anormale d'un titre i à un jour t ($RA_{i,t}$) s'obtient par différence entre la rentabilité observée et la rentabilité théorique estimée par le modèle de marché :

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{m,t} \quad (2)$$

$\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ désignent respectivement les coefficients estimés du titre i (ces estimations sont actualisées à chaque nouvelle création de fonds éthique). Issus de l'application du modèle de marché présenté dans l'équation (1), ces coefficients sont obtenus *via* des régressions de type Moindres Carrés Ordinaires (MCO). La création d'un fonds éthique à une date t a un impact financier positif sur la société financière créatrice i si $RA_{i,t} > 0$, négatif si $RA_{i,t} < 0$, et n'a pas d'influence si $RA_{i,t}$ est nulle. On compte autant de $RA_{i,t}$ que d'annonces de création de fonds éthiques.

La moyenne de ces rentabilités « anormales » individuelles pour chaque jour de la fenêtre événementielle permet de mesurer l'impact moyen des lancements de fonds éthiques sur le cours boursier des sociétés financières créatrices. Comme notre fenêtre événementielle est composée de onze jours, onze rentabilités anormales moyennes sont calculées. La rentabilité anormale moyenne pour le jour t (RAM_t) est calculée comme suit :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i,t} \quad (3)$$

Où N désigne le nombre d'annonces de création de fonds éthiques.

Pour prendre en compte l'étalement temporel de l'impact de l'événement sur une période allant de T1 à T2 (appartenant à la fenêtre d'événement [-5 ; +5]), les rentabilités anormales d'un titre donné pour une création de fonds éthique spécifique peuvent être additionnées. La rentabilité anormale cumulée d'un titre i résultante d'une annonce de création de fonds éthique pour une période allant de T1 à T2 ($RAC_i(T_1, T_2)$) est calculée de la façon suivante :

$$RAC_i(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} RA_{i,t} \quad (4)$$

Ces rentabilités anormales cumulées individuelles peuvent être agrégées de manière à mesurer l'impact moyen desancements de fonds éthiques sur le cours boursier des sociétés financières créatrices pour chaque période incluse dans la fenêtre d'événement ([-5 ; 0] ; [-5 ; +5] ; [-4 ; 0] ; [-2 ; +2] ; [-1 ; +1] ; [0 ; +2] ; [0 ; +5] et [+1 ; +2]). La rentabilité anormale moyenne cumulée pour une période allant de T1 à T2 ($RAMC(T_1, T_2)$) s'obtient de la façon suivante :

$$RAMC(T_1, T_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RAC_i(T_1, T_2) \quad (5)$$

La significativité statistique des rentabilités anormales a été mesurée par un test paramétrique de Student et un test non-paramétrique de Corrado.

4. Résultats et conclusion

Nous discutons d'abord les rentabilités anormales moyennes (RAM) sur chacun des jours de la fenêtre d'événement [-5, +5] et les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) sur différentes périodes incluses dans cette fenêtre d'événement. Pour l'échantillon total comme pour les sous-échantillons, les RAM ne sont pas statistiquement significatives (à l'exception de la RAM pour le sous-échantillon « Premières créations » sur le jour 4 et de la RAM sur le jour -3 du sous-échantillon « Période de crise financière » qui sont toutes deux statistiquement significatives selon le test de Student). Par ailleurs, tantôt positives, tantôt négatives, nous ne pouvons pas parvenir à une conclusion claire quant à leur signe. Ces RAM nous conduisent à conclure que les introductions de fonds éthiques n'ont pas eu d'impact significatif à court-terme sur les cours boursiers quotidiens des sociétés financières créatrices. Cette conclusion reste valable pour les autres sous-groupes.

Globalement, la faible significativité statistique semble caractériser également les RAMC présentées dans le Tableau 2. Selon le test de Student, sur la fenêtre d'événement [-5 ; +5], les RAMC sont significatives et positives pour l'échantillon total et pour le sous-échantillon censé capturer les effets de la crise financière des *subprimes*. Elles sont en revanche négatives pour les sous-échantillons « Premières créations » et « Conditions économiques normales ». La réaction du marché est particulièrement forte pendant les jours qui ont suivi l'annonce de l'introduction d'un fonds éthique. Néanmoins, d'après les résultats des tests de rang de Corrado, aucune des RAMC n'apparaît statistiquement significative. Malgré ces conclusions mitigées en termes de significativité statistique, en termes de signes, des tendances claires semblent se dessiner. En effet, tandis que les RAMC calculées sur la totalité de l'échantillon et sur le sous-échantillon « Période de crise financière » sont majoritairement positives, les RAMC caractérisant le sous-échantillon « Premières créations » et « Conditions économiques normales » sont, pour la plupart, négatives.

Plus précisément, d'après le test de Student, l'annonce d'une introduction de fonds éthique se traduit par une rentabilité anormale positive et faiblement significative sur l'ensemble de la fenêtre événementielle [-5 ; +5] et sur les deux premiers jours suivant l'événement [+1 ; +2]. Cet impact est d'ailleurs plus fort sur la période formée par les deux jours suivants l'annonce (0,45%) que sur l'ensemble de la fenêtre (0,34%). Ce résultat suggère qu'en moyenne, l'introduction de nouvelles pratiques financières contribuant à améliorer l'image sociétale de la société financière innovante n'est que faiblement récompensé par le marché financier. Dans une perspective plus générale et indépendamment de la façon dont peut être interprété le lancement d'un nouveau fonds éthique, l'observation de rentabilités anormales plutôt positives indique que le marché financier considère que cette stratégie procurera à la société financière des gains supérieurs aux coûts qui y sont associés.

Quelques arguments peuvent expliquer la faible significativité de nos résultats. Premièrement, si l'on considère le lancement d'un fonds éthique comme la création d'une innovation, les investisseurs peuvent se heurter à des difficultés pour identifier la société financière propriétaire du produit de placement récemment créé. En effet, s'il est relativement aisé de repérer la société de gestion du fonds éthique, les structures actionnariales complexes peuvent obscurcir le repérage de la société financière détentrice de la société de gestion et donc du produit de placement éthique. Aussi, par opposition aux firmes agissant dans un environnement à haut contenu technologique, la création de produits innovants par des sociétés financières semble moins importante pour assurer

leur survie sur le marché. L'hypothèse de la moindre nécessité d'innover pour le secteur financier peut ainsi contribuer à expliquer la faible réaction du marché. Par ailleurs, il se peut que le lancement d'un fonds éthique soit, parfois, davantage appréhendé par le marché financier comme une stratégie de diversification que comme une réelle innovation. D'autant plus que bon nombre de création de fonds éthiques ne se font pas *ex nihilo* mais par transformation de fonds conventionnels déjà existants.

Une seconde explication peut provenir de la difficulté pour l'investisseur de se forger une opinion quant à la capacité d'un fonds éthique à créer de la valeur pour la société financière créatrice. La jeunesse et la complexité du marché des fonds éthiques est telle qu'anticiper les flux de trésorerie que devraient induire la création d'un fonds éthique pour la société financière est une tâche délicate. En présence d'un marché aussi étroit, les investisseurs pourraient prévoir que la création d'un fonds éthique ne permette pas d'accroître abondamment les encours de la société financière créatrice et donc *in fine* son cours boursier.

Une dernière explication au manque de significativité des résultats peut résider dans la divergence des opinions des investisseurs. En effet, la réaction positive des uns peut être compensée par la réaction négative des autres. A ce titre, l'insuffisance de significativité statistique des résultats sur l'échantillon total peut provenir des résultats contradictoires observés entre les autres sous-échantillons.

References

- Abid, I., Benlemlih, M., El Ouadghiri, I., Peillex, J., & Urom, C. (2023). Fossil fuel divestment and energy prices: Implications for economic agents. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 214, 1-16.
- 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.
- Benlemlih, M., & Peillex, J. (2019). Revisiter la question «Does it pay to be good?» dans le contexte européen. *Recherches en sciences de gestion*, (1), 243-263.
- 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.
- Chen, S. S., Ho, K. W., Ik, K. H., & Lee, C. F. (2002). How does strategic competition affect firm values? A study of new product announcements. *Financial Management*, 67-84.

- Chaney P.K, Devinney T.M., & Winer R.S., (1991). The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms », *The Journal of Business*, 64(4), 573-610.
- Covin, J. G., & Miles, M. P. (1999). Corporate entrepreneurship and the pursuit of competitive advantage. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(3), 47-63.
- Curran, M. M., & Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. *Journal of environmental management*, 82(4), 529-537.
- Desbrières, P., Erragragui, E., & Peillex, J. (2018). L'investissement conforme à la Charia est-il socialement responsable?. *Management international*, 22(3), 51-64.
- Desbrières, P., Erragragui, E., & Peillex, J. (2018). Is shariah compliant investment socially responsible?. HAL.
- El Ouadghiri, I., Erragragui, E., Jaballah, J., & Peillex, J. (2022). Institutional investor attention and stock market volatility and liquidity: international evidence. *Applied Economics*, 54(42), 4839-4854.
- El Ouadghiri, I., Gomes, M., Peillex, J., & Pijourlet, G. (2022). Investor Attention to Fossil Fuel Divestment Movement and Stock Returns. *The Energy Journal*, 43(6).
- El Ouadghiri, I., Guesmi, K., Peillex, J., & Ziegler, A. (2021). Public attention to environmental issues and stock market returns. *Ecological economics*, 180, 106836.
- El Ouadghiri, I., & Peillex, J. (2018). Public attention to “Islamic terrorism” and stock market returns. *Journal of Comparative Economics*, 46(4), 936-946.
- Erragragui, E., Peillex, J., Benlemlih, M., & Bitar, M. (2023). Stock market reactions to corporate misconduct: The moderating role of legal origin. *Economic Modelling*, 121, 106197.
- 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.
- Geroski, P., Machin, S., & Van Reenen, J. (1993). The profitability of innovating firms. *The Rand journal of economics*, 198-211.
- Gupta, S., & Goldar, B. (2005). Do stock markets penalize environment-unfriendly behaviour? Evidence from India. *Ecological economics*, 52(1), 81-95.
- Hall, P. L., & Rieck, R. (1998). The effect of positive corporate social actions on shareholder wealth. *Journal of Financial and strategic decisions*, 11(2), 83-89.
- Hamilton, J. T. (1995). Pollution as news: Media and stock market reactions to the toxics release inventory data. *Journal of environmental economics and management*, 28(1), 98-113.

- Jaballah, J., Peillex, J., & Weill, L. (2018). Is being sharia compliant worth it?. *Economic Modelling*, 72, 353-362.
- Kelm, K. M., Narayanan, V. K., & Pinches, G. E. (1995). Shareholder value creation during R&D innovation and commercialization stages. *Academy of management Journal*, 38(3), 770-786.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Peillex, J., Boubaker, S., & Comyns, B. (2021). Does it pay to invest in Japanese women? Evidence from the MSCI Japan empowering women index. *Journal of Business Ethics*, 170(3), 595-613.
- Peillex, J., El Ouadghiri, I., Gomes, M., & Jaballah, J. (2021). Extreme heat and stock market activity. *Ecological Economics*, 179, 106810.
- Peillex, J., Erragragui, E., Bitar, M., & Benlemlih, M. (2019). The contribution of market movements, asset allocation and active management to Islamic equity funds' performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 74, 32-38.
- 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. (2015). Comment expliquer la performance financière de l'investissement conforme à la Charia?. *Management international*, 19(2), 128-139.
- 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, 101-117.
- Peillex, J. (2014). L'Offre de produits de placement éthiques: décision de lancement, conception et réaction du marché financier (Doctoral dissertation, Amiens).
- Roca, E. (2013). The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics*, 24, 51-65.

Schumpeter J. (1935). Théorie de l'Evolution Economique. Recherche sur le Profit, le Crédit, l'Intérêt et le Cycle de la Conjoncture, Dalloz, Paris.

Sundaram, A. K., John, T. A., & John, K. (1996). An empirical analysis of strategic competition and firm values the case of R&D competition. Journal of financial economics, 40(3), 459-486.

Tableau 1. Rentabilités anormales moyennes par jour (RAM)

Echantillon total						Premières créations				
Jour	RAM (%)	T-Student	T-Rank	RA positive (%)	Obs.	RAM (%)	T-Student	T-Rank	RA positive (%)	Obs.
-5	-0.19	-0.97	1.01	0.50	129	-0.38	-1.16	0.89	0.47	30
-4	0.06	0.29	0.96	0.48	129	-0.32	-0.96	0.90	0.40	30
-3	0.27	1.35	1.03	0.52	129	0.28	0.84	1.08	0.47	30
-2	-0.04	-0.22	1.03	0.47	129	-0.10	-0.31	1.12	0.50	30
-1	-0.07	-0.35	0.98	0.49	129	0.02	0.06	1.10	0.63	30
0	-0.13	-0.66	0.93	0.45	129	-0.20	-0.61	0.92	0.40	30
1	0.22	1.14	1.06	0.52	129	-0.03	-0.08	0.99	0.43	30
2	0.22	1.12	1.01	0.48	129	0.30	0.90	1.05	0.43	30
3	-0.07	-0.35	1.02	0.52	129	-0.04	-0.12	0.98	0.47	30
4	-0.15	-0.76	0.91	0.41	129	-0.61*	-1.86	0.93	0.47	30
5	0.23	1.14	1.04	0.52	129	-0.15	-0.47	0.99	0.40	30
Période de crise financière						Conditions économiques normales				
Jour	RAM	T-Student	T-Rank	RA positive	Obs.	RAM	T-Student	T-Rank	RA positive	Obs.

	(%)		(%)		(%)		(%)		(%)	
-5	-0.25	-0.57	1.05	0.59	29	-0.23	-1.05	1.00	0.47	89
-4	-0.42	-0.96	0.74	0.38	29	0.19	0.86	1.03	0.53	89
-3	1.20***	2.77	1.06	0.55	29	-0.04	-0.20	0.99	0.52	89
-2	-0.24	-0.55	0.83	0.48	29	-0.12	-0.53	1.09	0.47	89
-1	0.06	0.14	0.90	0.45	29	0.10	0.46	1.03	0.53	89
0	-0.17	-0.39	0.80	0.48	29	-0.17	-0.80	0.98	0.47	89
1	0.29	0.67	1.00	0.59	29	-0.31	-1.42	0.99	0.46	89
2	0.56	1.29	1.01	0.59	29	0.09	0.40	1.05	0.48	89
3	-0.13	-0.29	0.93	0.55	29	-0.07	-0.30	1.03	0.52	89
4	-0.14	-0.33	0.83	0.38	29	-0.04	-0.19	0.95	0.42	89
5	0.55	1.28	0.99	0.62	29	-0.20	-0.93	1.02	0.51	89

Note : Ce tableau présente les rentabilités anormales moyennes (RAM) estimées à partir du modèle de marché pour chaque jour formant la fenêtre d'événement [-5 ; +5]. La période d'estimation couvre 150 jours de bourse soit la fenêtre suivante : [-170 ; -20]. Les symboles *, **, *** signalent respectivement la significativité statistique des rentabilités au seuil de 10%, 5% et 1%.

Tableau 2. Rentabilités anormales moyennes cumulées par fenêtre d'événement (RAMC)

Fenêtre d'événement	Echantillon total				Premières créations			
	RAMC %	T-Student	T-Rank	Obs.	RAMC %	T-Student	T-Rank	Obs.
[-5, 0]	-0.11	-0.56	0.96	129	-0.71**	-2.15	0.99	30
[-5, +5]	0.34*	1.73	0.97	129	-1.24***	-3.77	0.90	30
[-4, 0]	0.08	0.42	0.98	129	-0.33	-0.99	1.11	30
[-2, +2]	0.20	1.04	1.02	129	-0.01	-0.04	1.10	30
[-1, +1]	0.03	0.13	0.99	129	-0.21	-0.63	1.08	30
[0, +2]	0.32	1.60	1.00	129	0.07	0.21	0.94	30
[0, +5]	0.32	1.63	0.98	129	-0.74**	-2.23	0.83	30
[+1, +2]	0.45**	2.26	1.08	129	0.27	0.82	1.05	30

Fenêtre d'événement	Période de crise financière				Conditions économiques normales			
	RAMC %	T-Student	T-Rank	Obs.	RAMC %	T-Student	T-Rank	Obs.
[-5, 0]	0.19	0.43	1.11	29	-0.28	-1.27	0.96	89
[-5, +5]	1.32***	3.04	1.21	29	-0.81***	-3.71	0.92	89
[-4, 0]	0.44	1.01	0.94	29	-0.05	-0.22	1.02	89

[-2, +2]	0.50	1.16	1.08	29	-0.41*	-1.89	1.01	89
[-1, +1]	0.18	0.42	1.00	29	-0.38*	-1.76	0.96	89
[0, +2]	0.68	1.57	1.09	29	-0.40*	-1.82	0.98	89
[0, +5]	0.96**	2.22	1.14	29	-0.71***	-3.24	0.94	89
[+1, +2]	0.85**	1.96	1.13	29	-0.22	-1.02	1.03	89

Note : Ce tableau présente les rentabilités anormales moyennes cumulées (RAMC) estimées à partir du modèle de marché pour différentes fenêtres d'événements. La période d'estimation couvre 150 jours de bourse soit la fenêtre suivante : [-170 ; -20]. Les symboles *, **, *** signalent respectivement la significativité statistique des rentabilités au seuil de 10%, 5% et 1% d'après le test paramétrique de Student (*T-Student*) et le test non paramétrique de Corrado (*T-Rank*).