

Département de sciences économiques
Université de Montréal

L'impact de la responsabilité sociale sur la valeur boursière des entreprises : le cas des droits humains

Rapport de recherche

Directeur de recherche : William McCausland

Par François Rebello

Bureau : (450)444-1008
Résidence : (514) 529-7235
frebello@videotron.ca

20 août 2008

Table des matières

Introduction.....	3
1. Revue de littérature	5
2. Méthodologie	9
2.1 Le cadre théorique sur les mécanismes de réputation	9
2.2 Les événements identifiés.....	9
2.3 Articles dans les journaux.....	9
2.4 Les données boursières	10
2.5 Méthodologie d'étude événementielle	10
2.6 Test d'hypothèses.....	11
2.7 Choix de la fréquence des données	12
2.8 Robustesse.....	12
2.9 Incertitude autour de la période de l'événement.....	13
2.10 Tenir compte des autres événements	13
3. Résultats.....	13
3.1 Analyse des événements par enjeu.....	13
3.2 Analyse agrégée des événements.....	16
3.3 Constats en guise de conclusion.....	17
Bibliographie.....	19
Annexe 1- Synthèse	22
Annexe 2- Événements "droits humains": résultats agrégés	23
Annexe 2- Événements "droits humains": résultats agrégés, élimination des événements confondants	Erreur ! Signet non défini.

Introduction

Les dirigeants des entreprises sont maintenant plus que jamais placés devant des choix stratégiques concernant la responsabilité sociale des entreprises. Par exemple, les entreprises peuvent :

- Adopter un code de conduite visant à améliorer les conditions de travail pour éviter les « sweatshops » chez les sous-traitants et fournisseurs;
- Quitter un projet réalisé avec un gouvernement non respectueux des droits humains;

Devant ces choix, les dirigeants ont à mesurer le coût et les gains associés. Non seulement sur la valeur comptable de l'entreprise, mais aussi sur la valeur boursière. Des gains et coûts évidents reliés à des réductions de dépenses directes (économies d'énergies, réduction des amendes, réduction des coûts de décontamination...) sont plus faciles à calculer malgré une certaine incertitude. Par contre, d'autres pertes reliées à l'impact sur la réputation de l'entreprise sont plus difficiles à mesurer. Par exemple, qu'en est-il de l'impact sur le prix de l'action lorsque les investisseurs apprennent qu'une entreprise est accusée d'exploiter des enfants? Qu'en est-il de l'impact du fait de traiter avec un gouvernement condamné au plan international?

Les cas où le consommateur n'est pas lui-même directement affecté

Que la valeur d'une entreprise chute après un rapport indiquant le danger pour la santé d'un de ses produits vedettes s'explique facilement par la réaction prévisible des consommateurs. Mais ce qui est moins évident, c'est de voir si des investisseurs vont réduire leur demande pour le titre d'une compagnie irresponsable au plan social au delà des coûts directs associés à des illégalités (amendes...).

Des cas récents rendent plus que jamais nécessaire ce questionnement. Comment expliquer le cas de Talisman qui, selon les dires du PDG de l'entreprise, a dû vendre ses opérations très rentables au Soudan à cause de l'impact négatif sur la demande pour le titre de l'entreprise. On sait que Talisman était accusée de financer la répression d'un groupe minoritaire de pays. Selon Brian Dutton, analyste chez UBS Warburg l'action de Talisman se transigeait à un prix où le ratio de la valeur marchande de l'entreprise sur les flux de trésorerie était égal à 5 alors que les concurrents se transigeaient à 6 fois la valeur de l'entreprise.¹ À cause de ce « Soudan discount » évalué à 20%, Dutton a calculé un manque à gagner de 1.5 Milliard\$ en terme de capitalisation.

Dans ce cas de Talisman, aucun coût direct n'était relié aux opérations soudanaises de l'entreprise puisque l'entreprise n'enfreignait aucune loi. De plus, comme Talisman ne vend pas son pétrole aux particuliers comme une pétrolière « intégrée », le risque de voir les ventes baissées n'était pas évident. S'agissait-il vraiment de l'impact de la réputation sur la demande des actionnaires? Et si c'est le cas, quel a été le déclencheur de la baisse de la demande?

¹ Cité par Dave Ebner dans le Globe and Mail du 7 mai 2002.

Plus généralement, le cas des entreprises accusées de violer des principes de droits humains représentent bien des exemples où les impacts sur l'entreprise sont indirects. Ainsi, notre question de recherche est la suivante :

Quel est l'impact de la responsabilité sociale sur la valeur boursière des entreprises dans le cas particulier des accusations de violations des droits humains?

1. Revue de littérature

Milton Friedman (1970), écrivait que «la responsabilité des dirigeants d'une entreprise est de gérer dans l'intérêt des actionnaires, c'est-à-dire, de faire le plus d'argent possible tout en respectant les règles de base de la société, soient celles enchâssées dans des lois et dans les règles éthiques». Habituellement, la deuxième partie qui réfère à l'éthique est plus rarement citée que la première qui est plus commode pour justifier des coupures de conditions de travail ou d'emplois. Quoi qu'il en soit, en lisant cet énoncé jusqu'à la fin, on comprend que, même Milton Friedman serait d'accord avec des bonnes normes de responsabilités sociales si on en arrivait à démontrer que ces pratiques, même au-delà des lois, étaient plus rentables pour les actionnaires.

Est-ce que la responsabilité sociale engendre un prix à payer par l'entreprise et ses actionnaires? Ou est-ce plutôt l'inverse, c'est-à-dire que l'irresponsabilité est coûteuse pour les actionnaires? Des chercheurs ont utilisé différentes façons afin de répondre à ces questions. L'une des approches est de comparer la performance des fonds éthiques, des fonds qui excluent des entreprises jugées socialement irresponsables. D'autres chercheurs ont plutôt tenté de mesurer la performance individuelle des entreprises sur une longue période. Finalement, certains regardent plutôt l'impact sur la valeur boursière, à court terme, de certains événements signalant une certaine irresponsabilité sociale de l'entreprise.

Impact sur un portefeuille

Il est possible de comparer la performance des portefeuilles excluant certaines entreprises sur la base de critères éthiques par rapport aux autres portefeuilles. De façon générale, les études mesurent plutôt une performance équivalente des fonds responsables ou éthiques par rapport aux autres fonds n'appliquant de tels critères.

Heckman et Mullins (2008) ont comparé un portefeuille mondial appliquant certains critères éthiques (armes, environnement, droits humains, éthique de la recherche) et ont mesuré aucun écart de performance (rendement/risque). Le modèle de ces chercheurs assure une répartition géographique optimisée à l'aide de leurs critères de sélection habituels, même pour le portefeuille filtré avec des critères éthiques.

Bauer, Koedijk, Otten (2003) en étaient arrivées à un constat similaire en utilisant un approche multi-factorielle pour comparer la performance de 103 fonds mutuels éthiques situés aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne sur la période 1990-2001.

Par contre une étude de Hong et Kacperczyk (2007) comparant la performance d'un portefeuille incluant uniquement des titres « pêchés » (alcool, tabac, jeux) avec un autre incluant les titres du reste du marché sur la période 1962-2003, a conclu qu'il y avait un prix à payer pour l'exclusion de ces titres. Ces auteurs y ont vu une démonstration de la théorie de la diversification des portefeuilles, selon laquelle l'application de critères de sélection autres que financiers devrait avoir pour effet de réduire l'univers d'investissement et donc de nuire à la performance. Mentionnons toutefois que cette étude ne compare pas des portefeuilles de niveau de risque similaires puisque le portefeuille « pêchés » est concentré dans trois seuls secteurs économiques. Nous venons de regarder la question de l'impact sur un portefeuille, c'est-à-dire d'une comparaison tenant compte de la diversification géographique ou par secteur. Nous regardons maintenant l'impact sur une entreprise en particulier.

Impact à long terme sur l'entreprise

La performance boursière à long terme des entreprises qualifiées de « socialement responsables » à partir de firmes d'évaluation (rating) a fait l'objet de plusieurs études. Margolis, Elfenbein et Walsh (2008) ont mené une méta-analyse de ces études concluent que les entreprises mieux qualifiées au plan de la responsabilité sociale ne performant pas mieux, ni moins bien que les autres. Autrement dit, il n'y a pas de prix à payer par les entreprises qui veulent être plus socialement responsables.

Pour certains, le fait d'annoncer des décisions favorables à une meilleure responsabilité sociale pourrait prémunir l'entreprise face à certains risques. Pelozo (2005) qui a mené des entrevues auprès de patrons d'entreprise a conclu que ceux-ci percevaient qu'une bonne politique de responsabilité sociale se comparerait à une assurance. La responsabilité sociale serait ainsi une assurance contre des événements négatifs. Roberts et Dowling (2002), ont pour leur part relevé que les entreprises soumettant leurs pratiques sociales à des vérificateurs externes diminuaient les poursuites entreprises contre elles. Klein et Dawar (2004) ont constaté à l'aide d'un sondage auprès des consommateurs que ceux-ci étaient moins susceptibles de punir une compagnie pour un problème de qualité des produits si l'entreprise avait une bonne réputation sociale.

Si les gestionnaires jugent nécessaire de se prémunir contre des risques reliées à la responsabilité sociale, est-ce à dire que le marché boursier réagit négativement aux mauvaises nouvelles reliées à cette responsabilité sociale?

Impact à court terme

Qu'en est-il des effets à court terme de la responsabilité sociale sur la valeur boursière? La méthode d'étude événementielle basée sur modèle de marché pour estimer les rendements attendus est utilisée par les auteurs des études pour mesurer l'impact à court terme des problèmes éthiques. Nous révisons ici certaines de celles-ci avant d'identifier les besoins de recherche et la question de ce rapport de recherche.

Prince et Rubin (2000) ont mesuré une baisse de valeur boursière d'une entreprise suite au dépôt de poursuites reliées à l'utilisation de produits de celle-ci, cette baisse étant équivalente à la pénalité éventuelle. Jarrell et Pelzman (1985) vont plus loin et affirment que dans les secteurs des médicaments et des voitures, le marché pénalise davantage que le coût direct dans le cas où la qualité du produit de l'entreprise est en jeu. Viscusi et Hersch (1990) mesurent aussi une réaction négative significative vis-à-vis des entreprises faisant l'objet d'un rappel d'un de leurs produits jugé dangereux. Dans ces cas le marché perçoit que le consommateur risque de fuir les produits dangereux.

Les cas précédents sont des cas où les investisseurs perçoivent des baisses de revenus pour l'entreprise reliées à des baisses de vente de leurs produits jugés dangereux. C'est moins évident dans le cas où l'irresponsabilité n'affecte pas directement le consommateur, comme c'est le cas des poursuites et amendes relatives à la gouvernance ou aux questions environnementales. À quelques exceptions près, les études démontrent que les annonces publiques d'accusations d'illégalités réduisent de façon significative le prix de l'action. Du côté de ceux qui n'en constatent pas, Harper and Adams (1996) ont mesuré aucun impact sur la valeur boursière de l'annonce d'une poursuite pour décontamination. Par contre, Rao (1996) qui regarde l'impact sur le prix de l'action d'entreprises américaines de scandales financiers (corruption, fraudes comptables) sur la période 1989-93 mesure un impact négatif de 5% sur la valeur boursière de l'entreprise la journée même de l'annonce.

Il y a aussi une réaction constatée en cas d'illégalités environnementales. Muoghalu et al. (1990) mesure une perte significative de 1.2% de la valeur boursière des entreprises lors du dépôt de 128 poursuites sur la base de questions de contamination aux États-Unis entre 1977 et 1986. Lanoie et Laplante (1990) qui ont étudié des cas de poursuites au Canada sur la période 1982-91 mesurent une perte boursière de 1.65 à 2% lors de l'annonce d'une condamnation et aucune réaction au moment du dépôt de la poursuite et ce, à la différence de Muoghalu et al. Selon Lanoie et al. (1997), la réaction plus forte lors de l'annonce aux États-Unis pourrait s'expliquer par le fait que les pénalités attendues sont moins négociables dans le cadre gouvernemental américain que canadien.

Cependant, contrairement aux cas où la qualité du produit est touchée, la baisse reliée à une faute environnementale se ferait dans une proportion équivalente à la valeur de l'amende exigée. Dans ce cas, il n'y aurait pas de risque de réputation, les consommateurs ne diminueront pas leur intérêt pour le produit pour une raison environnementale. Il en serait de même pour les investisseurs vis-à-vis des titres de l'entreprise. En ce sens, Karpoff et Lott (2002) ont mesuré une perte significative de 0.85% pour des firmes impliquées dans des incidents environnementaux mais constatent que cette perte boursière est inférieure à la pénalité à payer par l'entreprise. Jones et Rubin (2001) en arrivent à une conclusion similaire en étudiant l'impact boursier de 98 incidents environnementaux touchant des entreprises du secteur de l'énergie, incidents rapportés entre 1970 et 1992. C'est aussi le cas d'Hamilton (1995) qui a mesuré l'impact des rapports d'émissions de produits toxiques et constaté que la baisse de la valeur boursière suite à l'annonce des émissions toxiques d'une compagnie était équivalente à la quantité de ces émissions. Hamilton en déduit que la réaction du marché est liée plus à la valeur d'éventuelles amendes qu'au risque que les consommateurs achètent moins. Ces résultats vont dans le sens des théories traditionnelles sur les mécanismes de réputation (voir Jones et Rubin (2001) pour explications sur ces théories)

D'autres études calculent des pertes de valeurs boursières sans qu'elles soient reliées à des coûts directs estimés. Lanoie, Laplante et Roy (1997) mesurent une réaction significative du marché financier canadien et américain à la publication des niveaux de pollutions. Ces auteurs expliquent cette réaction par le fait que ces publications permettent de comparer les entreprises avec leurs concurrents. Étudiant un marché spécifique celui de l'Inde, Gupta et Goldar (2004) mesurent pour leur part une réaction à court terme du marché suite à la publication d'un classement des entreprises dans le marché boursier indien. Les entreprises mal classées perdent jusqu'à 30% de leur valeur boursière dans les 10 jours suivant la publication. Dans le cas précis de l'accident nucléaire de Bhopal, Blacconiere et Patten (1994), ont calculé une perte de 27.9% de valeur boursière (1 Millard US\$), montant supérieur aux frais qu'a du engagés l'entreprise après l'accident.

D'autres études démontrent que des incidents sociaux ou environnementaux affectent la demande des consommateurs pour les produits d'une entreprise. Hall et Rieck (1998) démontrent que des annonces positives de responsabilité sociale comme le développement d'un produit « vert » peuvent accroître la valeur de l'entreprise. Ce mouvement pourrait être relié à une plus grande sensibilité des consommateurs. Dans ce sens, une étude a mesuré une croissance importante des consommateurs environnementalistes de 11% à 20% entre 1990 et 92 (Roper 1992). Aussi, il semble qu'avec l'événement d'internet un petit groupe d'activiste puisse attirer l'attention des médias (Makower 1994).

Nous considérons que les principales faiblesses de ces études sont les suivantes :

A. Pas de cas de droits humains

Outre les études concernant la publication de statistiques d'émissions polluants, aucune ne mesure les effets à court terme d'événement qui engendrent peu de coûts directs comme les scandales reliés au travail des enfants ou à la collaboration avec des régimes répressifs (cas de droits humains);

B. Pas de couverture de la dernière décennie

Les périodes étudiées se terminent au plus tard au milieu des années 90. Avec les changements technologiques (information sur internet) et l'évolution des mentalités, il serait intéressant de voir si les choses ont changé récemment et si oui, quels sont les facteurs ayant engendré de tels changements.

2. Méthodologie

2.1 Le cadre théorique sur les mécanismes de réputation

Les théories traditionnelles sur les mécanismes de réputation (Jones et Rubin expliquent bien ces théories) prévoit que le prix de l'action ne sera pas affecté par la responsabilité sociale dans les cas où le consommateur ne subit pas directement de conséquences. Par exemple, les consommateurs ne diminueraient pas leur intérêt pour un produit pour une raison environnementale. Il en est de même pour les investisseurs vis-à-vis des titres de l'entreprise. Dans ce cas, il n'y aurait pas de risque de réputation. Est-ce que les faits corroborent cette théorie? Est-ce que les investisseurs perçoivent un risque pour la réputation et vendent le titre lorsqu'il y a des allégations de violation des droits humains?

2.2 Les événements identifiés

Nous établissons une méthodologie permettant une réplique de la démarche et minimisant la possibilité de voir une situation de données arrangées (*data snooping*). Bien sûr, nous sommes conscients que la relative rareté des événements étudiés peut accroître cette possibilité.

Nous choisissons la période de 1990 à 2004 de façon à voir si la situation a évolué par rapport aux périodes couvertes par les études antérieures.

Nous nous restreignons à deux types d'événements concernant le respect des droits humains par les multinationales :

Les accusations de violation des droits humains par les pétrolières;

Les accusations d'exploitation des travailleurs par les fabricants de matériel sportif et de t-shirts;

Ces événements doivent avoir provoqué au moins une critique jugée sérieuse :

- poursuites acceptée par les tribunaux;
- condamnations par un gouvernement.

Une fois que nous avons identifié un tel événement nous ajoutons d'autres événements en amont ou en aval de cet événement jugé sérieux. À cet effet nous ajoutons le moment d'entrée en situation de l'entreprise, les autres dépôts de poursuites, condamnations gouvernementales mais aussi les déclarations de groupes de pressions et les revirements de situation reliées à ces critiques (retrait d'un projet, engagements pris par la compagnie).

2.3 Articles dans les journaux

Nous recueillons dans les médias importants suivants des articles portant sur les deux types d'événement mentionnés précédemment :

Journaux américains : Wall Street Journal, New York Times.

Journaux canadiens: Globe and Mail, The Gazette, National Post, La Presse.

Nous faisons une recherche par mots clefs sur le système *Factiva* combinant les mots clefs évoquant des violations de droits humains avec les noms des compagnies des secteurs mentionnés concernant ces questions (commerce de détail, vêtements, pétrolières). Exemples de mots clefs évoquant des violations de droits humains : sweatshops, human rights.

Une fois que nous avons repéré un cas de violation, nous effectuons une recherche spécifique à partir du nom de l'entreprise plus largement sur Google. Nous identifions les événements qui entrent dans les catégories mentionnées.

2.4 Les données boursières

Les données sur les rendements des entreprises qui sont aujourd'hui encore en affaire sont disponibles sur *Yahoo Finance*. Dans le cas où les entreprises ne sont plus en affaire (ex : fusion), nous avons trouvés les données sur le site *advfn.com*.

2.5 Méthodologie d'étude événementielle

Cette méthode est utilisée depuis les années 70 pour mesurer la réaction à court terme du marché boursier suite à un événement déterminé (Fama 1969 cité dans MacKinlay 1997). La réaction à une annonce est obtenue en comparant un rendement réel à un « rendement normal » anticipé pour ce titre. On calcule un « Bêta » pour le titre basé sur données d'une certaine période avant l'événement (fenêtre d'estimation) qui nous servira à prévoir un rendement normal.

Du modèle du marché, on a:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad \text{où} \quad E(\epsilon_{it}) = 0 \quad \text{et} \quad Var(\epsilon_{it}) = \sigma_i^2$$

Où :

R_{it} = Rendement nominal simple de l'action de l'entreprise « i » au temps « t »;

R_{mt} = Rendement nominal du marché. Pour accroître la précision, nous utilisons pour représenter le marché, l'indice représentant l'industrie de l'entreprise « i » lorsque cet indice existe (par exemple l'Indice AMEX Oil pour les pétrolières américaines);

ϵ_{it} = L'erreur pour l'entreprise i au temps t.

α_i = Paramètre représentant l'ordonnée à l'origine du marché;

$\beta_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$ = Bêta, paramètre représentant la sensibilité attendue du titre envers le marché;

σ_i^2 = Variance constante par hypothèse, à estimer.

Quand le marché perçoit des « informations non anticipées » alors le modèle génère des ϵ_{it} ou « rendements anormaux » plus grands que 0 :

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha} - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Où :

AR_{it} = Rendements anormaux

\hat{B}_i et $\hat{\alpha}_i$ sont des paramètres estimés par régression linéaire des données sur la variable explicative Rmt. Ces paramètres minimisent la variance de l'erreur résiduelle et sont calculés à l'aide d'une méthode de résolution dite "des moindres carrés ordinaires" (OLS pour "ordinary least-squares").

On calcule aussi des rendements anormaux cumulatifs (CARit) en additionnant les ARit de chaque période incluent dans la « fenêtre de l'événement ». Dans notre cas, nous calculons des CARit pour des périodes de 2 jours, 5 jours et 10 jours suivants l'événement de façon à voir la vitesse à laquelle le marché réagit.

$$CAR_i = \sum AR_{it}$$

2.6 Test d'hypothèses

En faisant l'hypothèse que les rendements anormaux (ARit) sont distribuées indépendamment et normalement avec une moyenne conditionnelle de 0 et une variance constante σ^2 , il est possible de réaliser des tests T pour valider nos résultats.

$$AR_{it} \sim N(0, \sigma^2)$$

L'hypothèse de distribution normale centrée à 0 semble difficilement défendable mais les auteurs de référence comme MacKinlay jugent habituellement qu'elle est raisonnable. Pour renforcer sa plausibilité, nous conditionnerons la distribution des ARit à une distribution normale des Rmt.

$$AR_{it} | R_{mt} \sim N(0, \sigma^2)$$

L'hypothèse de la variance constante est réaliste elle dans le contexte où nous établissons une fenêtre d'estimation suffisamment longue. Une fenêtre d'estimation de 120 jours avant l'événement est suffisamment longue pour valider l'hypothèse selon laquelle la variance est constante dans le temps.

Nous pourrions donc utiliser avec assurance un test t avec une fenêtre d'estimation d'au moins 120 jours pour mesurer si le rendement est significativement « anormal ». Un test T suit une loi *Student* avec un t-1 degrés de liberté. Nous testons l'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne des rendements anormaux est nulle. En fonction de cette hypothèse nulle, l'événement n'a aucun impact significatif sur le rendement (moyenne et variance):

$$H_o : E(AR_{it}) = 0$$

$$T = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_{AR_{it}}} \sim t_{n-1}$$

où $\hat{\sigma}_{AR_{it}}$ est l'écart type des erreurs de la fenêtre d'estimation.

On réalise aussi un test t pour chaque période :

$$H_o : E(CAR_i) = 0$$

$$T = \frac{CAR_i}{\hat{\sigma}_{CAR_i}} \sim t_{n-1}$$

où $\hat{\sigma}CAR_i = n(\hat{\sigma}AR_it)$ et $CAR_i \sim N(0, \sigma^2 AR_it)$.

Nous pouvons par la suite réaliser des tests agrégés sur un groupe d'événements en calculant un CAR moyen ($CAAR_g$ = « cumulative average abnormal return ») pour le groupe et en le testant sur un ratio avec la variance du $\sigma^2 CAAR_g$:

$$H_o : E(CAAR_g) = 0$$

$$T = \frac{CAAR_g}{\hat{\sigma}CAAR_g} \sim t_{n-1}$$

où $\hat{\sigma}CAAR_g = \sqrt{\hat{\sigma}^2 CAAR_g} = \frac{1}{n^2} (\sum (\hat{\sigma}^2 CAR_i))$ et $CAAR_g \sim N(0, \sigma^2 CAAR_g)$.

2.7 Choix de la fréquence des données

Nous choisissons des données quotidiennes ce qui permet d'accroître la puissance du test en comparaison de données hebdomadaires ou mensuelles. Les données que nous avons à analyser sont des séries temporelles (time series), aussi nous devons tenir compte du fait que « les données passées affectent le futur » dans la façon d'effectuer les régressions. Aussi, l'hypothèse d'échantillonnage aléatoire nécessaire pour les analyses « coupes transversales » ne peut pas être maintenue dans le cas des séries temporelles. Cependant, l'hypothèse des marchés efficients prévoit qu'il est impossible de prévoir le rendement futur d'un titre à partir des rendements passés. C'est pourquoi, nous pouvons affirmer que dans le cas des rendements des actions le niveau d'auto-corrélation est suffisamment faible pour que nous puissions catégoriser les données comme faiblement dépendantes. Si l'auto-corrélation disparaît rapidement lorsque l'écart temporel s'accroît, les données sont dites faiblement dépendantes. (Woolridge p.349) On peut alors affirmer que les données sont asymptotiquement non corrélées.

2.8 Robustesse

Comme expliqué précédemment, nos tests t sur les estimateurs OLS seront des tests valables dans un contexte où notre fenêtre d'estimation est d'au moins 120 jours.

Hall et Rieck (1998) utilisent un test robuste à l'hétéroscédasticité dans lequel il utilise une erreur estimée standardisée (l'erreur estimée est divisée par l'écart type d'une variable qui est elle-même est l'écart type de la compagnie ajustée pour tenir compte de la variance du marché).

Plusieurs des auteurs des études événementielles sur des données boursières que nous avons recensées, n'ont pas jugé nécessaire d'utiliser un test robuste à l'hétéroscédasticité. C'est le cas notamment de Lanoie et al (1997), Rao (1996 et 1997); Gupta et Goldar (2004); Prince, Rubin (2000)). C'est ce que nous avons fait pour ce rapport.

Certains éléments nous confortent dans le choix de ne pas utiliser de test robuste. En effet, Jones et Rubin ont testé l'auto-corrélation des données boursières (98 événements) à l'aide du test Durbin-Watson et ont confirmé l'absence d'auto-corrélation. (p.22) Warner et Brown (1984) en étaient arrivés à des conclusions similaires après avoir examiné les propriétés des données

boursières quotidiennes et leur impact sur la validité des estimateurs OLS. De plus, selon Karpoff et Lott (2002), d'autres procédures de calcul pour les tests t donnent des résultats « qualitativement identiques ». (p.17)

2.9 Incertitude autour de la période de l'événement

Grâce aux systèmes d'information en temps réel, les acteurs du marché financier peuvent connaître la même journée que les journalistes la nature de la nouvelle, soit la veille de la publication dans le journal imprimé. Nous prenons donc pour acquis que la fenêtre de l'événement débute la veille de la parution de l'article dans le journal sauf dans le cas où il n'y a pas eu de communiqué de diffusé la veille de la publication dans le journal.

2.10 Tenir compte des autres événements

Nous devons tenir compte des autres événements qui pourraient en fait expliquer une variation au lieu de l'événement que nous soulignons. Aussi, nous effectuons une recherche sur *Factiva* et sur Google sur l'ensemble de la fenêtre de l'événement pour voir si d'autres événements peuvent contaminer notre analyse. Dans ce cas nous ne pourrions considérer que la réaction est vraiment liée à l'événement « droits humains ». Cette réaction ne sera pas compilée parmi les cas de réaction à des événements « droits humains ». Dans chacun des cas, nous avons vérifié la présence de ces événements confondants.

3. Résultats

3.1 Analyse des événements par enjeu

Nous discutons ici de la réaction du marché face aux événements identifiés. Voir le tableau synthèse en annexe 1 qui présente les données dont nous discutons maintenant.

Royal Dutch et Chevron au Nigeria

Ces compagnies sont impliquées dans un consortium très important avec le gouvernement du Nigéria pour l'extraction du pétrole dans la région du Delta du Niger. Des citoyens se disent victimes des opérations pétrolières, notamment du torchage du gaz qui causeraient de graves problèmes de santé. Aussi, ces opérations sont à la base des revendications de rebelles dans la région. Dans le but de mater ces rebelles, le Gouvernement mène une répression à laquelle sont associées les compagnies membres du consortium. Cette répression a atteint son paroxysme en novembre 1995, alors que le gouvernement a annoncé son intention de pendre une dizaine de militants des droits de l'homme, la communauté internationale dont les États-Unis ont fait des pressions pour que ces militants ne soient pas pendus. Le Régime au pouvoir au Nigeria a décidé de pendre quand même les militants. Comme la principale revendication des rebelles est basée sur les opérations pétrolières dans la région du delta du Niger, Royal Dutch Shell fut accusé de favoriser la dictature et la répression.

Nous considérons comme élément déclencheur de risques importants, l'annonce de la pendaison des militants le 11 novembre 1995. Le lendemain, le gouvernement américain et d'autres gouvernements occidentaux ont condamné les pendaisons allant jusqu'à rappelé leurs

ambassadeurs. 4 jours plus tard, le 15 novembre, Shell a confirmé son intention de poursuivre ses opérations malgré la condamnation internationale.

Le marché a pénalisé Shell la journée même de l'événement (rendement anormal négatif de moins de 1%). Une annonce de l'acquisition de parts dans un projet au Texas publié le 17 novembre vient brouiller la signification des rendements anormaux sur 5 jours et 10 jours. Cependant, lorsque l'on regarde les rendements anormaux sur deux jours, on voit que le marché n'a pas pénalisé significativement l'entreprise pour sa présence au Nigéria.

Une autre entreprise dans le consortium, Chevron, a fait l'objet d'une poursuite aux États-Unis pour avoir collaboré à la répression du régime. Le dépôt de la poursuite s'est fait le 23 mars 2004. La confirmation de l'acceptabilité par la cour américaine de cette poursuite a provoqué une réaction négative du marché avec un rendement anormal de -1,4% après 5 jours (non significatif) dans un contexte toutefois où Chevron a annoncé une bonne nouvelle d'entente avec le Qatar pour accroître l'exploitation.

Unocal et Total en Birmanie

Le régime de Birmanie fait l'objet d'une condamnation par la communauté internationale. Ces compagnies sont accusées de collaborer avec un régime répressif en plus de bénéficier d'une main d'oeuvre forcée depuis qu'elles sont impliquées dans un consortium pour le projet gazier Yadana par lequel on exploite du gaz en haute mer et on le transporte par un pipeline, dont une partie est sur la terre, jusqu'en Thaïlande.

Total

Le 19 juillet 1996, le Financial Times publie un article qui révèle le fait que le plus important fonds de pension danois vend ses actions de Total représentant 10.45 Millions US\$ à cause de l'implication de l'entreprise en Birmanie. Un rendement anormal de -1.9% la première journée et de -1,5% après deux jours est enregistré (sans être significatif à 5% de marge d'erreur). Le 22 juillet l'abandon d'un projet de production de polyester pourrait expliquer une baisse sur la fenêtre 5 jours ou 10 jours, mais le marché ne réagit pas. Sur la fenêtre 1 jour et 2 jours aucun événement pourrait expliquer le rendement anormal constaté.

Le 3 octobre 1995, des agriculteurs birmans déposent une poursuite contre aux États-Unis en vertu du *Allient Tort Act* qui permet de poursuivre une compagnie en bourse américaine pour ses opérations à l'étranger. Cette fois-ci le marché réagit avec un rendement anormal de -1% sur 2 jours. (Significatif) et -2.7% sur 10 jours (non significatif avec 5% de marge). Aucun autre événement ne s'est produit dans cette fenêtre.

UNOCAL

Le 30 janvier 1997, le Gouvernement américain publie un avis officiel condamnant le gouvernement birman. Cette décision pourrait ouvrir la porte à toutes sortes de sanctions contre les entreprises continuant de collaborer avec la junte birmane. Le lendemain, UNOCAL annonce qu'elle ira plus loin et plus vite avec le projet. Même si aucune réaction négative du marché n'est mesurée suite à cette annonce, on ne peut conclure à l'insensibilité du marché. Ce genre d'annonce où une entreprise confirme l'accès à de nouvelles réserves de gaz aurait du engendrer une réaction positive significative du marché. Dans ce contexte, nous considérons l'annonce de l'expansion des opérations en Birmanie comme étant un événement confondant dont on doit tenir compte.

Le 18 septembre 2002, une cour d'appel américaine a autorisé une poursuite contre UNOCAL en vertu du Allient Tort Act. A court terme, le marché a réagit négativement mais pas de façon significative. Cependant, 8 jours après l'événement un ouragan dans le Golf du Mexique est venu affecter sérieusement les entreprises y opérant des plateformes. L'exposition relative de chaque compagnie a influencé la valeur de son titre. Il s'agit ici d'un événement confondant dont nous tenons compte.

Talisman au Soudan

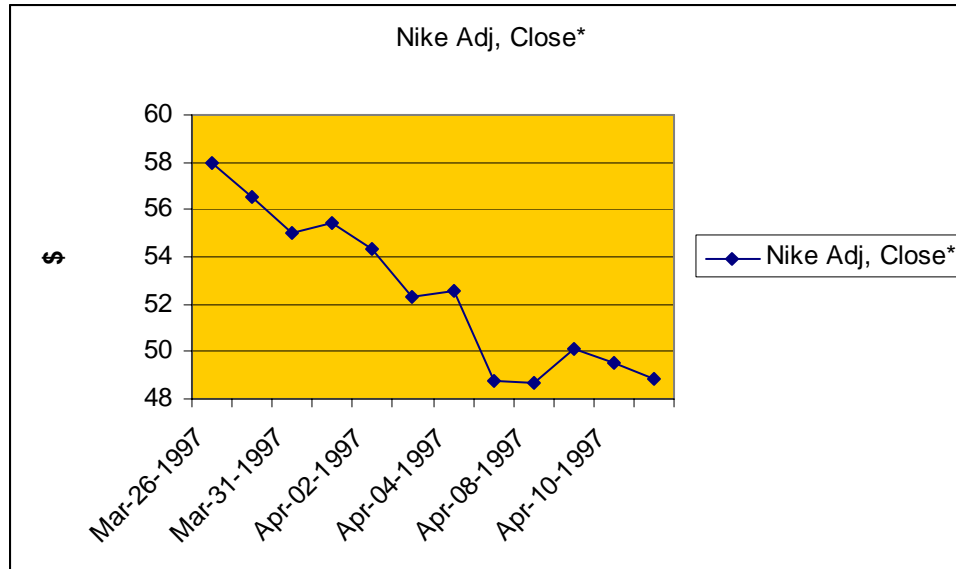
Le 17 août 1998, cette entreprise a décidé d'acheter une participation dans un consortium avec le gouvernement du Soudan. Ce gouvernement est accusé de mener une répression sans merci contre sa population noire du sud (le gouvernement est contrôlé par les arabes musulmans du nord).

Dans ce cas, les déclarations des gouvernements (Canada et US) ont affecté le titre provoquant un rendement anormal très significatif de --12,9% après 10 jours. Nous avons identifié aucun événement concurrent susceptible d'être une autre cause de la réaction du marché autour de cet événement.

Finalement, le marché a aussi réagit significativement dans les jours suivants une déclaration d'une coalition de communautés religieuses qui a demandé à Talisman de se retirer du Soudan. Le rendement cumulé anormal sur la période de 10 jours suivant la parution de la déclaration de cette coalition a même atteint -9,5% (significatif même avec seulement 1% de marge d'erreur). Un rating négatif a été publié 8 jours après l'événement mais comme ce rating référait essentiellement au problème du Soudan et qu'il n'amène aucune nouvelle information au marché, nous ne le considérons pas comme un événement confondant.

Nike et Gildan et le « sweatshops »

Nike fût l'une des premières entreprises à être ciblée comme responsable des « sweatshops » au sein desquels des travailleurs, souvent très jeunes sont exploités. Une coalition importante dénonce les « sweatshops » de Nike dans un rapport publié le 27 mars 1997. Le Wall Street Journal publie la nouvelle le 31 mars (après le weekend). Nous remarquons que le marché a réagit forment négativement avec un rendement anormal de 6,8% sur 5 jours (significatif) et de -14,3% sur 10 jours (tout juste non significatif à 5%). Aucun autre événement n'est survenu dans la période.



Après avoir fait l'objet d'une campagne de boycott, Nike s'est engagé à apporter des correctifs important notamment en implantant des normes du travail chez ses fournisseurs et développant un programme de vérification indépendant en collaboration avec les organisations non gouvernementales. Le marché a réagi très positivement avec un rendement anormal de 3,3% sur une journée (significatif à 5%) et 11.1% sur 10 jours (non significatif).

Gildan

Un reportage de la CBC diffusé le 22 janvier 2002 a engendré un rendement anormal de -3% (significatif) la journée du reportage et de -11% sur 10 jours (significatif). Un rapport financier trimestriel a été publié par la compagnie le 31 janvier 2002, ce qui aurait pu amortir la baisse à la dixième journée. Dans ce contexte, on peut dire que le reportage a eu un impact à court terme sur la valeur boursière de Gildan.

Par contre, l'annonce de désinvestissement par le Fonds de solidarité FTQ qui était un des principaux actionnaires, n'a pas engendré une réaction négative du marché. Mais il faut dire que la veille, Gildan avait annoncé une nouvelle entreprise de filature et qu'une performance financière très positive allait être présentée aux actionnaires 3 semaines plus tard (le 4 décembre). Les initiés étaient probablement au courant des bonnes nouvelles qui allaient venir, ce qui pourrait expliquer la résilience du marché face à la nouvelle de désinvestissement.

Finalement, Gildan a réussi à obtenir une certification internationale reconnue (Fair Labor Association) le 10 décembre 2004. À cette nouvelle, le marché n'a pas vraiment réagi.

3.2 Analyse agrégée des événements

Nous avons ajouté un tableau (annexe 2) présentant les données agrées en deux groupes : les événements négatifs (10) et les événements positifs (2). Nous avons aussi construit un tableau éliminant les cas affectés par des événements confondants.

Nous établissons les constats suivants :

- En moyenne, les événements négatifs provoquent une réaction négative du marché. Le rendement annuel moyen passant de -2% après deux jours à -2,8% sur 10 jours. Cependant cette réaction n'est toutefois pas significative (avec 5% de marge d'erreur) dans le cas où on laisse les événements confondants.
- En éliminant les événements confondants on renforce la réaction qui passe à -5% après 5 jours (significatif avec 5% de marge d'erreur) et -8,5% sur 10 jours (significatif avec seulement 2% de marge d'erreur).
- Le faible nombre d'événements positifs (seulement 2) que nous avons étudiés nous empêche de tirer une conclusion sur ce type d'événement.

3.3 Constats en guise de conclusion

Globalement, nous remarquons les points suivants :

- Bien qu'il y ait des différences entre les pays et les entreprises, nos calculs nous amènent à penser que contrairement aux constats que faisaient les études couvrant la période d'avant les années 90, le marché financier pénalise maintenant les entreprises lorsqu'elles sont accusées d'avoir été de mauvais citoyens corporatifs. Il existe bel et bien un risque de réputation reliée aux questions de droits humains puisque les problèmes de droits humains des entreprises provoquent une réaction négative du marché à leur égard. Le rendement annuel moyen étant -5 % après 5 jours et -8,5% après 10 jours. Le marché prenant toutefois un certain temps avant de s'ajuster, ce qui pourrait démontrer une certaine incompréhension de la part des gestionnaires de portefeuilles.
- Bien que le marché semble moins pénaliser les entreprises du secteur pétrolier en cas d'allégations de violations des droits humains, certains cas démontrent tout de même une réaction. Ce fût le cas, lors du dépôt de la poursuite contre Total eu égard à son implication en Birmanie et dans le cas de Talisman, pour la période où elle a opéré au Soudan.
- Étant une plus petite entreprise et de surcroit, sur le marché canadien, Talisman était plus facilement évitable pour un gros investisseur institutionnel que des multinationales comme Shell, Chevron ou UNOCAL. Le niveau de syndicalisation des entreprises canadiennes étant plus élevé, il se peut que le gestionnaire de portefeuilles aient été plus sensibles au Canada à des questions de droits humains. En effet, comme les gestionnaires de portefeuilles rendent des comptes à des comités de retraite incluant des représentants syndicaux, ils sont sensibles aux préoccupations de leurs clients.
- Dans les deux cas d'allégations d'exploitation des travailleurs dans le secteur des vêtements que nous avons étudiés démontrent une réaction négative forte des marchés avec des rendements anormaux sur 10 jours de -10%. Il est intéressant que dans ces deux cas, il n'y a même pas de poursuites déposées. Il s'agit probablement de cas de gestion de réputation où les gestionnaires de portefeuilles craignent que les consommateurs ou les investisseurs pénalisent l'entreprise critiquée en plus de vouloir préserver leur propre réputation vis-à-vis des clients qui leur ont confié des actifs.

Bibliographie

Sur la Méthodologie « Event-Study »

Mackinlay, A.Craig, *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, mars 1997.

Michel, Jean-Sébastien, *Event Study, A New Parametric Sub-Sampling Methodology Used to Detect Events*, Université de Montréal (Projet de rapport).

Garcia, René, *An Overview of Event-Study Methods*, CIRANO, CIREQ et Université de Montréal.

Warner, Jerold, Brown, Stephen, *Event Study, Using Daily Stock Returns*, Working paper Series Number MERC 84-05, February 1983.

Event studies

Blackconiere W.G., Patten, Dennis M., *Environmental Disclosures, Regulatory Cost and Changes in Firms Value*, journal of Accounting & Economics, nov, Vol. 18, N.3, pp. 357-378.

Cohen, Mark A. "Theories of Punishment and Empirical Trends in Corporate Criminal Sanctions," *Managerial and Decision Economics*, 17: 399-411 (1996).

Cohen, Mark A. "Environmental Crime and Punishment: Legal/Economic Theory and Empirical Evidence on Enforcement of Federal Environmental Statutes," *Journal of Criminal Law and Criminology*, 82 (3): 1054-1108 (1992).

Dasgupta S, B Laplante and N Mamingi. 2001. Pollution and Capital Markets in Developing Countries. *Journal of Environmental Economics and Management*. 42(3): 310-335.

Foulon J, P Lanoie and B Laplante. 1999. *Incentives for Pollution Control: Regulation or Information*. Mimeo. The World Bank. Forthcoming in *Journal of Environmental Economics and Management*.

Gupta S, Goldar B. 2003. *Do Stock Markets Penalize Environment-Unfriendly Behaviour? Evidence From India*. *Ecological Economics*. 52: 81-94.

Hall, P. And Rieck R. "The Effect Of Positive Corporate Social Actions On Shareolder Wealth" *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, Volume 11 Number 2, Fall 1998. pp 83-89.

Lanoie P, B Laplante and M Roy. 1998. *Can Capital Markets Create Incentives for Pollution Control*. *Ecological Economics*. 26: 31-41.

Karpoff J., Lott J., Rankine G., *Environmental Violations, Legal Penalties, and Reputation Costs*, Institute (AEI) and Thunderbird, American Graduate School of International Management – octobre 2002.

Peltzman 1981, Dowdell et al 1992 Mitchell and Maloney 1989 qui calculent un coût de « réputation » (biblio Rubin)

Prince D., "*The Effects of Product Liability Litigation on the Value of Firms*," American Law and Economics Review, Vol. 4, 2002, 44-87.

Rao S., "*The Effect of Announcement of Bribery, Scandal, White Collar Crime, Illegal Payment and Employee Discrimination on Returns to Shareholders*", Journal of Business and Society, Volume 9, Numbers 1 and 2 Double Issue, 1996, pp. 40-50.1.

Rao S., "*The Effect of Announcement of Bribery, Scandal, White collar Crime, and Illegal Payment on Returns to Shareholders*" Journal of Financial and Strategic Decision Making Volume 10, Number 3, Fall 1997, pp. 55-62.

Rao S., "*Effect of Employee Discrimination on Stock Returns*," American Business Review, June 1996, pp. 89-94.

Rao S., "*The Effect of Published Reports of Environmental Pollution on Stock Prices*" Journal of Financial & Strategic Decision-Making, Spring 1996, pp. 25-32.

Rao S., "*The Effect of Published Reports of Unethical Conduct on Stock Prices*" co-authored with Brooke Hamilton, Journal of Business Ethics 15, pp. 1321 - 1330, 1996

Rubin P., "*The Effects of Product Liability Litigation on the Value of Firms*," American Law and Economics Review, Vol. 4, 2002, with David Prince, 44-87.

Rubin P., Jones K., "*Effects of Harmful Environmental Events on the Reputations of Firms*," *Advances in Financial Economics*, V. 6, edited by Mark Hirschey, Kose John and Anil K Makhija 161-182, 2001.

Peltzman 1981, Dowdell et al 1992 Mitchell and Maloney 1989 qui calculent un coûts de « réputation » (biblio Rubin)

Wallace N. Davidson III, Chun I lee, and Dan Worrell, "*The Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegalities*," Journal of Business Ethics 1994, 13-18.

Études sur la performance des fonds éthiques :

Amundson, Paul et Foerster Stephen, P., *Socially Responsible Investing: Better for your Soul or Your Bottom Line?*, Canadian Investment Review, hiver 2001.

Bauer, Rob; Koedjik, Kees; Otten Rogér; *International Evidence On Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, Journal of banking & finance, 29 (2005).

Hamilton, James T., *Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data*, Journal of Environmental Economics and Management, 1995, volume 28, pp. 98-113.

Heckman L., Mullin J., *The Impact of Socially Responsible Investment (SRI) Screens on International Equity Portfolios*. www.bearstearns.com, Asset management, April 2008, pp. 1-7.

Hong H., Kacperczyk M., *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, <http://ssrn.com/> , First draft June 2005, pp. 1-34.

Autres textes

Edmans, Alex, *Does The Stock Market Misvalue intangibles? Employee Satisfaction And Equity Prices**, MIT Sloan School of Management, March 2007 , pp. 1-15.

Friedman, M., *The Social Responsibility Is To Increase Its Profits*, The New York Times Magazine, 13 Septembre 1970.

Margolis, J., Elfenbein, H., and Walsh, J., *Does It Pay To Be Good? A Meta-Analysis And Redirection Of Research On The Relationship Between Corporate Social And Financial Performance*, November 2007, pp.1-57

Makower, J. *The E-Factor: The Bottom-Line Approach to Environmentally Responsible Business*. New Yoork. 1994

Peloza J., *Corporate Social Responsibility as Reputation Insurance*, Haskayne School Of Business, pp 1-36.

Roper Organization, *Environmental Behavior North America*, 1992.

Annexe 1- Synthèse

Enjeux	Compagnies	Événements	date	jour 1	2 jours	5 jours	10 jours
Nigéria	Chevron	Poursuite	2004-03-26	0,003825	-0,001434	-0,014055	0,0095800
				0,8710000	-0,012640	-1,200420	0,4634326
Nigéria	Royal Dutch	GVTS	1995-11-10	-0,0071408	-0,0050000	0,026000	0,0430000
				-0,9274963	-0,674891	1,313764	1,4853392
Birmanie	TOTAL	Désinv.	1996-07-19	-0,0198957	-0,0157262	-0,0074786	0,0220478
				-1,4394219	-0,653482	-0,221083	0,5883657
		Poursuite	1996-10-04	(0,007811)	-0,010853	-0,0043066	-0,0278548
				-0,5723800	-2,184001	-0,293038	-1,3631307
Birmanie	Unocal/Chevron	US GVT	1997-01-31	0,0100000	0,010000	0,070000	0,0400000
					1,07	1,71	0,62
		Poursuite c.	2002-09-02	-0,0230000	(0,015100)	(0,015700)	0,0560000
				0,88375	-0,470000	(0,146000)	0,88
Soudan	Talisman	GVTS	1998-10-26	-0,0147485	-0,1056737	-0,1268968	-0,0958810
				(2,845000)	-1,815000	-1,759000	-3,490000
		Coalition	1998-11-20	0,0227443	-0,0046310	-0,0700700	-0,1295770
				1,475082	-0,092399	-1,301218	-2,043607
Sweatshops	Nike	Coalition	1997-03-27	-0,0086200	-0,0190700	-0,0680000	-0,1431100
				-0,5326651	-10,400000	-1,965000	-1,554000
Sweatshops	Gildan	Reportage	2002-01-22	-0,0320000	-0,0288000	-0,0135026	(0,115700)
				-4,1784652	-0,778600	-0,318900	-1,715000
		Desinve FTQ	2003-11-12	0,002040	0,003165	0,075762	0,051860
				0,263569	0,058907	0,973951	0,622264

Positif

Enjeux	Compagnies	Événements	date	jour 1	2 jours	5 jours	10 jours
Sweatshops	Nike	Engagement	1998-05-12	0,03369	0,0336995	0,02214	0,1118703
				2,0820145	0,7608	0,46294	0,1872
Sweatshops	Gildan	Certification	2004-12-10	-0,01356	0,0041799	0,00565334	0,02244522
				-1,74896822	0,0133500	0,1966	0,06811

(les données en gras sont significatives, voir explications dans le texte)

Annexe 2- Événements "droits humains": résultats agrégés

Négatifs

Cie	Événement	Date	Jour 1	VarCAR	2 jours	VarCAR	5 jours	VarCAR	10 jours	VarCAR
Chevron	poursuite c.	2004-03-26	0,0038	1,92721E-05	-0,00143359	0,012840	-0,014054	0,000137083	0,009589	0,000428168
Royal Dutch	Gvts	1995-11-10	-0,0071408	1,92721E-05	-0,005	0,0000	0,0264662	0,000406	0,043	0,000864
Total	Désinv.	1996-07-19	-0,0198957	0,0003387	-0,0157262	0,000579	-0,0074786	0,001144	0,0220478	0,001404
Total	Poursuite	1996-10-04	-0,0079114	0,0003387	-0,010853	0,0000	-0,0043066	0,000215	-0,0278548	0,000417
Unocal	US Gvt	1997-01-31	0,009	0,000324	0,01763	0,00005	0,070758	0,000342	0,043866	0,000492
Unocal	Poursuite c.	2002-09-02	-0,023	0,000324	-0,0151	0,000485	-0,0157	0,000448	0,056	0,000559
Talisman	Gvts	1998-10-26	-0,0438	0,0002377	-0,1056	0,00339	-0,126896	0,005204	-0,09588	0,000871
Talisman	Coalition	1998-11-20	0,022	0,0002377	-0,004631	0,002512	-0,07007	0,0028998	-0,129577	0,00402
Nike	Coalition	2007-03-27	-0,008	0,00259	-0,01907	0,00000168	-0,068	0,00024	-0,14311	0,00848
Gildan	Reportage	2002-01-21	-0,0323	0,0000601	-0,02887642	0,000688	-0,01350261	0,000358	-0,11574661	0,000455
Gildan	Desinv. FTQ	2003-11-12	0,00204	0,0000601	0,0031652	0,00288711	0,07576158	0,00605095	0,05185964	0,0069456

				0,004549544		2,35E-02		1,74E-02		2,49E-02
CAAR			-0,01052079		-0,018549501		-0,014702203		-0,028580597	
Var CAAR				4,54954E-05		0,000234814		0,000174448		0,000249358
test			-1,56E+00		-1,21E+00		-1,11E+00		-1,81E+00	

Positifs

Nike	Engagements	1998-05-12	0,0336	0,00259	0,03369949	0,000973	0,02214913	0,000458	0,01118703	0,000357
Gildan	certification	2004-12-10	-0,01356	0,0000601	0,00417989	0,00049	0,00565334	0,000165	0,02244522	0,000109

				0,0026501		0,001463		0,000623		0,000466
CAAR			0,01002		0,01893969		0,013901235		0,016816125	
Var CAAR				0,000662525		0,00036575		0,00015575		0,0001165
test			3,89E-01		9,90E-01		1,11E+00		1,56E+00	

Annexe 2- Événements "droits humains": résultats agrégés, élimination des événements confondants

Négatifs

Cie	Événement	Date	Jour 1	VarCAR	2 jours	VarCAR	5 jours	VarCAR	10 jours	VarCAR
Chevron	poursuite c.	2004-03-26	0,0038	1,927E-05	-0,0014336	0,012840				
Royal Dutch	Gvts	1995-11-10	-0,0071408	1,927E-05	-0,005	0,0000				
Total	Désinv.	1996-07-19	-0,0198957	0,0003387	-0,0157262	0,000579				
Total	Poursuite	1996-10-04	-0,0079114	0,0003387	-0,010853	0,0000	-0,0043066	0,000215	-0,0278548	0,000417
Unocal	US Gvt	1997-01-31								
Unocal	Poursuite c.	2002-09-02	-0,023	0,000324	-0,0151	0,000485	-0,0157	0,000448		
Talisman	Gvts	1998-10-26	-0,0438	0,0002377	-0,1056	0,00339	-0,126896	0,005204	-0,09588	0,000871
Talisman	Coalition	1998-11-20	0,022	0,0002377	-0,004631	0,002512	-0,07007	0,0028998	-0,129577	0,00402
Nike	Coalition	2007-03-27	-0,008	0,00259	-0,01907	1,68E-06	-0,068	0,00024	-0,14311	0,00848
Gildan	Reportage	2002-01-21	-0,0323	0,0000601	-0,0288764	0,000688	-0,0135026	0,000358	-0,1157466	0,000455
Gildan	Desinv. FTQ	2003-11-12								

0,0041654 2,05E-02 9,36E-03 1,42E-02

CAAR	-0,0129164	-0,0229211	-0,0497459	-0,0853614
Var CAAR	5,143E-05	2,54E-04	2,60E-04	3,96E-04
test	-1,80E+00	-1,44E+00	-3,08E+00	-4,29E+00

Positifs

Nike	Engagements	1998-05-12	0,0336	0,00259	0,0336995	0,000973	0,0221491	0,000458	0,011187	0,000357
Gildan	certification	2004-12-10	-0,01356	0,0000601	0,0041799	0,00049	0,0056533	0,000165	0,0224452	0,000109

0,0026501 0,001463 0,000623 0,000466

CAAR	0,01002	0,0189397	0,0139012	0,0168161
Var CAAR	0,0006625	0,0003658	0,0001558	0,0001165
test	3,89E-01	9,90E-01	1,11E+00	1,56E+00