

UNIVERSITÉ D'AUVERGNE

École Universitaire de Management

École Doctorale des Sciences Économiques, Juridiques, Politiques et de Gestion N° 245

Centre de Recherche Clermontois en Gestion et Management (EA3849)

RSE ET PERFORMANCE FINANCIÈRE: QUEL RÔLE POUR L'ATTENTION DES INVESTISSEURS ?

RÉSUMÉ SUBSTANTIEL

THÈSE NOUVEAU RÉGIME

Présentée et soutenue publiquement par

AMAL AOUADI

Le 23 Novembre 2016

Pour l'obtention du titre de

DOCTEUR EN SCIENCES DE GESTION

Section CNU n° 06

JURY

Directeurs de recherche

Mohamed AROURI

Professeur des Universités, Université d'Auvergne

Sylvain MARSAT

Professeur des Universités, Université d'Auvergne

Rapporteurs

Pierre HOLLET

Professeur des Universités, Université de Montpellier I

Sadok EL GHOUL

Professeur des Universités, Université d'Alberta

Suffragants

Isabelle GIRERD-POTIN

Professeur des Universités, Université de Grenoble

Benjamin WILLIAMS

Professeur des Universités, Université d'Auvergne

Sommaire

Introduction Générale.....	3
Chapitre 1. Attention des investisseurs et conséquences financières de la RSE: Une synthèse de la littérature.....	7
Chapitre 2. Titres d'actualité ESG, rendements boursiers et attention des investisseurs.....	9
Chapitre 3. L'impact des controverses ESG sur la valeur d'entreprise: une étude internationale	10
Chapitre 4. Des Prix RSE à la performance financière: quel rôle pour l'attention des investisseurs?.....	11
Conclusion Générale	12

Introduction Générale

Notre thèse, intitulée « RSE et performance financière : Quel rôle pour l'attention des investisseurs ? » est composée de 4 chapitres : un chapitre préliminaire et trois essais empiriques. Le deuxième essai co-écrit avec le Professeur Sylvain MARSAT a été publié en 2016 dans *Journal of Business Ethics*. L'intérêt de notre travail de recherche est de mettre en évidence le rôle de l'attention des investisseurs dans la relation entre la performance sociale (PSE) et la performance financière de l'entreprise (PFE). A l'appui des travaux récents sur l'attention des investisseurs, nous souhaitons ainsi contribuer de manière originale à la littérature très controversée portant sur les conséquences financières des politiques de responsabilité sociale des entreprises (RSE).

En complément à l'attrait de l'attention des investisseurs sur les marchés financiers tel que suggéré par un bon nombre d'articles académiques (Yuan 2015; Drake et al. 2012; Da et al. 2011; Mondria et al. 2010), une littérature émergente mais conséquente a récemment souligné le rôle de la visibilité de l'entreprise (Luo et al. 2015) ainsi que celui de l'attention des différentes parties prenantes (Madsen and Rodgers 2015) comme étant des facteurs pertinents de la relation entre PSE et PFE. Par conséquent, notre travail de recherche va se situer à l'intersection de trois littératures distinctes à savoir, la RSE, la relation entre RSE et performance de l'entreprise, et l'attention des investisseurs.

Bien que la littérature financière concernant la RSE ait principalement été consacrée à l'étude de l'impact de la PSE sur la PFE, il apparaît clairement que la question de savoir si la relation est positive, négative ou bien neutre, demeure toujours non résolue. En raison des résultats empiriques contradictoires et afin de dépasser le questionnement classique autour de cette littérature, des auteurs se sont alors récemment attachés à expliquer les conséquences financières de la performance sociale des entreprises. Particulièrement, un courant de littérature très récent mais en forte croissance a mis en évidence l'effet de la visibilité de l'entreprise sur la quantité et la qualité de l'information financière et comptable et par conséquent sur la performance sociale de l'entreprise et ses répercussions financières (Kim and Statman 2012; Mishra and Modi 2016; Oh et al. 2016; Chiu and Sharfman 2009; Barnett 2014), en agissant par exemple sur l'asymétrie d'information (Becchetti et al. 2013; Harjoto et al. 2015; Cho et al. 2013) ou encore sur l'attention des parties prenantes (Madsen and Rodgers 2015).

En particulier, ces différents travaux témoignent d'un nouveau postulat - la forte cohésion entre l'entreprise socialement responsable et ses différentes parties prenantes telles que les consommateurs (Casadesus-Masanell et al. 2009; Fosfuri et al. 2015), les employés (Turban and Greening 1997), les fournisseurs (Hillman and Keim 2001), les investisseurs (Mackey et al. 2007; Cheng et al. 2014), les analystes financiers (Ioannou and Serafeim 2015; Luo et al. 2015) ainsi que les militants et activistes (Baron 2001; Baron and Diermeier 2007; Henisz et al. 2014) est d'autant plus développée que les

entreprises bénéficient d'une attention plus accrue de la part des différentes parties prenantes (Lev et al. 2010; Flammer 2013; Servaes and Tamayo 2013; Madsen and Rodgers 2015; Aouadi and Marsat 2016). Nous poursuivons dans une telle logique dans ce travail de recherche et plus particulièrement, nous mettons en œuvre une analyse plus fine de ce constat, à savoir, nous évaluons le rôle de l'attention des investisseurs, en tant que ressource cognitive rare et limitée (Kahneman 1973), dans la relation PSE-PFE.

Ainsi, la réflexion conduite dans le cadre de ce travail de recherche a pour objectif de répondre à la question suivante:

Quel est le rôle de l'attention des investisseurs dans la relation entre performance sociale et performance financière de l'entreprise ?

Cette problématique nous a amené à de multiples interrogations, que nous synthétisons sous la forme des questions de recherche suivantes :

Question de recherche 1: Dans quelle mesure l'attention des investisseurs est pertinente dans la relation entre les titres d'actualité ESG et les rendements boursiers?

Question de recherche 2: Quel est l'impact des controverses ESG sur la valeur financière de l'entreprise et quel rôle pour la visibilité de l'entreprise ?

Question de recherche 3: Quelle est la relation entre les Prix RSE et la performance financière? Quel rôle pour l'attention des investisseurs et sous quelles conditions?

Naturellement, les réponses à ces questions de recherche se sont articulées autour de trois essais empiriques, chacun d'entre eux portant sur l'étude du rôle de l'attention des investisseurs dans les conséquences financières de la PSE telle qu'approchée de trois manières différentes.

Dans un premier essai, nous menons une étude d'événements en utilisant un échantillon de plusieurs pays. En particulier, nous testons l'impact des titres de l'actualité portant sur les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sur les rendements boursiers de l'entreprise. Nous constatons que les investisseurs ne valorisent pas les titres d'actualité ESG positifs mais plutôt réagissent négativement à ceux à portée négative. Ce résultat est conforme à l'idée que la responsabilité et l'irresponsabilité sociale des entreprises ne représentent pas les deux faces d'une même médaille. En outre, les résultats empiriques révèlent que les investisseurs réagissent plus intensément aux titres d'actualité négative relatifs à la gouvernance d'entreprise. Cela suggère que les investisseurs accordent plus d'importance aux aspects RSE qui sont intimement liés à leurs propres intérêts tel que prouvé par Jones et al. (2007). Plus important encore, l'attention des investisseurs expliquerait en partie la réaction positive (négative) du marché aux titres d'actualité ESG, et ce, même

après avoir pris en compte le rôle supplémentaire des modérateurs internes de l'entreprise tels que sa taille ou encore ses dépenses publicitaires.

Dans le second essai, nous étudions l'influence des controverses ESG sur la valeur d'entreprise telle que mesurée par le Q de Tobin. Par controverses, nous faisons référence aux informations divulguées par les médias relatives à des faits mettant en doute la politique de l'entreprise en matière de RSE, ce qui peut éventuellement favoriser une attention plus accrue de la part des investisseurs et celle des parties prenantes de manière générale. Contre toute attente, nous avons trouvé que la relation directe entre les controverses ESG, à connotation négative, et la valeur marché de l'entreprise est significativement positive. Toutefois, l'interaction entre les controverses ESG et le score de PSE vient annuler toute relation directe entre les controverses ESG et le Q de Tobin, tandis que celle-ci a un impact positif et significatif sur la valeur d'entreprise. Plus précisément, un tel résultat n'est valable que pour les entreprises à forte attention, à savoir celles qui sont les plus grandes, les plus performantes, localisées dans des pays à forte liberté de presse, les plus recherchées sur internet, les plus suivies par les analystes et finalement celles ayant reçu un Prix RSE.

Quant au troisième essai, nous nous intéressons à la littérature récente suggérant une relation non linéaire entre la PSE et la PFE et nous étudions particulièrement la relation entre les Prix RSE et la performance financière. Dans un premier lieu, la régression par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) suggère qu'il n'y a aucune relation significative entre les Prix RSE et la PFE, même en contrôlant pour l'impact de l'attention des investisseurs. Dans un second lieu, la régression en panel avec effet de seuil fournit des constats plus intéressants dans la mesure où les répercussions financières des Prix RSE sont devenues positives et significatives à partir d'un certain seuil de l'attention des investisseurs. Par conséquent, nous pouvons prétendre d'une relation non linéaire entre les Prix RSE et la performance financière par le biais de l'attention des investisseurs. Plus précisément, les Prix RSE ont un impact positif sur la PFE pour des régimes à forte attention des investisseurs alors que l'impact apparaît négatif ou non significatif lorsqu'on se situe dans les régimes à faible attention. Ces résultats concernent uniquement les récompenses en matière de performance sociale alors que les récompenses environnementales semblent ne pas être suffisamment attractives pour les investisseurs, et ce quel que soit le régime attentionnel.

En définitive, l'ensemble de nos résultats empiriques fournissent un nouvel aperçu du rôle de la visibilité de l'entreprise qui profite à cette dernière en lui permettant d'exposer sa PSE aux différentes parties prenantes. En particulier, les trois études empiriques menées sur de larges échantillons internationaux distincts, s'accordent à introduire et appuyer le rôle de l'attention des investisseurs dans la transformation de la PSE en valeur financière. De plus, les résultats sont robustes à l'emploi de différents échantillons, différentes mesures et plusieurs méthodes d'estimation. Dans la suite de ce document, nous présentons un résumé substantiel de chacun des quatre chapitres composant notre

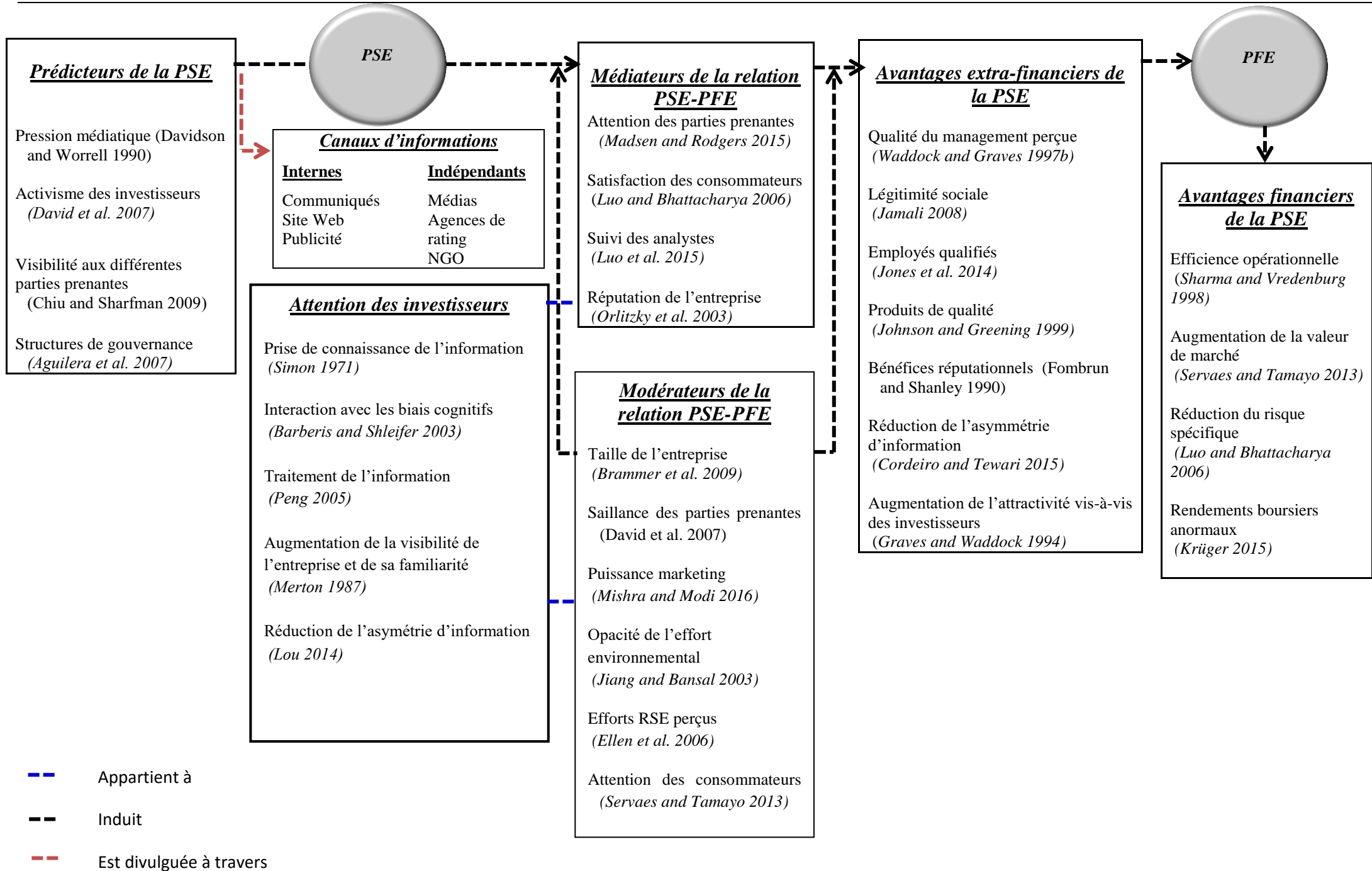
thèse. Nous exposons également dans une conclusion les différentes implications de notre recherche, mais aussi ses limites et les futures perspectives qu'elle semble pouvoir ouvrir.

Chapitre 1. Attention des investisseurs et conséquences financières de la RSE: Une synthèse de la littérature

Résumé

Étant donné les résultats contradictoires, la question de savoir si la performance sociale est valorisée par les marchés financiers n'est pas tranchée. Ce chapitre passe en revue la littérature existante sur la valeur marché de la performance sociale de l'entreprise (PSE). En particulier, nous identifions trois courants de recherche principaux portant sur cette question et discutons du rôle des mécanismes internes et externes qui affectent la réaction des marchés financiers à la performance sociale. Plus important encore, nous accordons une attention particulière à la littérature sur le rôle de la visibilité de l'entreprise pour traduire la PSE en performance financière (PFE). Ce dernier constat ouvre le débat sur la pertinence probable de l'attention de l'investisseur comme un déterminant clé de la relation entre la PSE et la PFE. Ainsi, dans une deuxième partie, nous portons un intérêt particulier à la littérature antérieure sur l'attention, le traitement de l'information et la prise de décision sur les marchés financiers. Puis, après avoir correctement défini l'attention et présenté son rôle sur les marchés financiers, nous essayons dans la dernière section de ce chapitre, d'établir le lien entre la littérature sur l'attention des investisseurs et celle sur l'impact financier de la PSE afin de déceler les perspectives de recherche futures. En dernier lieu, nous concluons et donnons le ton à la question de recherche complexe et stimulante que nous essayons d'élucider tout au long des trois essais de cette thèse à savoir, comment l'attention des investisseurs transforme la PSE en PFE.

Figure 1. Rôle de l'attention des investisseurs dans la relation PSE-PFE



Chapitre 2. Titres d'actualité ESG, rendements boursiers et attention des investisseurs

Résumé

Malgré tous les progrès dans l'évaluation des implications de la performance sociale des entreprises (PSE) sur leur valeur financière, ce débat demeure en suspens, donnant des résultats contradictoires. Cette étude remet en question la littérature précédente et examine le rôle de l'attention des investisseurs en tant que médiateur probable dans la relation entre la performance sociale et la valeur actionnariale. En se basant sur 2012 articles de presse sur l'environnement, le social et la gouvernance (ESG) concernant environ 197 entreprises dans 24 pays durant la période 2000-2015, nous constatons que les actionnaires réagissent exclusivement aux titres d'actualité négatifs et en particulier à ceux relatifs à la gouvernance d'entreprise. En effet, nous estimons que les problèmes liés à la gouvernance d'entreprise sont plus assujettis aux coûts d'agence (Jensen and Meckling 1976) étant donné qu'ils présentent un intérêt particulier pour les actionnaires. En outre, nous avons trouvé que l'impact des titres d'actualité ESG sur les rendements boursiers dépend fortement de l'attention anormale des investisseurs telle que mesurée par le volume de recherches sur Google. En particulier, nous suggérons que les entreprises qui connaissent une plus grande attention anormale sont plus punies (ou récompensées) par les actionnaires en réaction à une couverture médiatique négative (positive). Un tel effet est réduit grâce aux modérateurs internes à l'entreprise tels que sa taille et ses dépenses publicitaires. Dans l'ensemble, ces résultats révèlent un rôle de l'attention des investisseurs dans la connexion entre la PSE et la valeur actionnariale à travers l'amélioration de la visibilité de l'entreprise. Ces résultats sont robustes à l'emploi d'une série de tests de robustesse et validité.

Chapitre 3. L'impact des controverses ESG sur la valeur d'entreprise: une étude internationale

Résumé

L'objectif de cet essai est d'étudier la relation entre les controverses environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et la valeur financière de l'entreprise. Nous utilisons un échantillon unique de données de plus de 4000 entreprises dans 58 pays. Contre toute attente, l'analyse préliminaire montre paradoxalement que les controverses ESG, à connotation négative, sont associées à une plus grande valeur d'entreprise. Cependant, l'interaction avec le score de la performance sociale (PSE), souligne que les controverses ESG n'ont aucun effet direct sur la valeur de l'entreprise et que cette interaction est hautement et significativement positive. Forts de ce constat, nous essayons d'explorer les canaux à travers lesquels la PSE peut accroître la performance financière de l'entreprise (PFE). Une analyse plus fine indique qu'un score plus élevé n'a d'impact sur la valeur marché que pour les entreprises les plus visibles, celles qui sont les plus grandes, les plus performantes et localisées dans des pays avec une plus grande liberté de presse. Il s'agit également des entreprises qui sont les plus recherchées sur internet, les plus suivies par les analystes et ayant reçu des récompenses pour leur politique sociale. Ainsi, nos conclusions fournissent un nouvel aperçu du rôle de la visibilité de l'entreprise grâce à laquelle cette dernière pourrait tirer un meilleur profit de sa performance sociale.

Chapitre 4. Des Prix RSE à la performance financière: quel rôle pour l'attention des investisseurs?

Résumé

Le but de cet article est d'aborder les conditions ainsi que les mécanismes grâce auxquels les prix de performance sociale de l'entreprise (PSE) améliorent sa performance financière. Plus précisément, nous prévoyons que l'attention de l'investisseur, telle que mesurée par la popularité d'une entreprise sur internet, est pertinente pour la relation entre les prix de PSE et la performance financière (PFE). Utilisant un panel cylindré composé de 879 entreprises provenant de 25 pays entre 2005 et 2014, la régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) semble, tout d'abord, indiquer qu'il n'y a pas de relation significative entre les prix de RSE et la valeur marché de l'entreprise telle que mesurée par le Q de Tobin, et ce même après avoir contrôlé l'effet l'attention des investisseurs. Ensuite, souhaitant aller au-delà de ce constat, nous avons mis en place une régression en panel à effet de seuil pour tester l'existence d'un niveau d'attention minimum qui pourrait aboutir à une réponse asymétrique de la performance financière de l'entreprise aux prix de PSE. En effet, les résultats empiriques montrent qu'il y a un impact positif des prix de PSE sur la PFE, mais seulement au-dessus d'un certain seuil au niveau de l'attention des investisseurs, cette relation étant négative ou non significative au-dessous du seuil en question. Nos résultats demeurent robustes à l'utilisation de différentes mesures de nos variables, différentes méthodes d'estimation et différentes compositions de l'échantillon d'étude. Dans l'ensemble, cette étude indique que les prix de RSE améliorent indirectement la performance financière par l'intermédiaire d'une meilleure visibilité de l'entreprise, mais seulement à partir d'un niveau minimum de l'attention des investisseurs.

Conclusion Générale

Largement démontrée en finance, l'intervention de l'attention des investisseurs dans la dynamique des marchés financiers est indéniable. Inspirés des expériences psychologiques, les travaux académiques précédents ont cherché à analyser les subtilités entre l'attention limitée des investisseurs et les déterminants de l'activité boursière.

L'objectif de cette thèse a été d'apporter des éléments de réponse au rôle que pourrait jouer l'attention des investisseurs dans les répercussions financières de la performance sociale des entreprises (PSE). Nos trois essais empiriques s'accordent à montrer que l'attention des investisseurs est un déterminant significatif des différentes implications financières de la PSE, telle que reflétée par le nombre de controverses ESG, par les titres d'actualité ESG ou encore par les Prix RSE. En particulier, nous prouvons que les conséquences financières engendrées par les politiques RSE, quelles soient positives ou négatives, sont façonnées par les niveaux d'attention des investisseurs.

Ce travail de recherche nous a permis d'apporter des éléments de réponse à des questions structurant trois littérature distinctes, à savoir la RSE, la relation entre RSE et performance de l'entreprise, et l'attention des investisseurs. A travers notre thèse, nous avons particulièrement participé à compléter la littérature en faveur d'un rôle significatif de la visibilité de l'entreprise dans la fiabilité des politiques de RSE. Egalement, à notre connaissance, aucune étude existante n'a étudié en profondeur l'intervention de l'attention des investisseurs dans l'évaluation de la PSE par les marchés financiers. Ainsi, nous pensons que le travail de recherche que nous avons mené peut avoir des implications intéressantes aux différents niveaux théoriques, empiriques et managériaux.

Implications théoriques

Ce travail de recherche constitue une extension de Madsen et Rodgers (2015) qui introduisent l'hypothèse de l'attention des parties prenantes dans la littérature de la RSE. Cependant, bien que la théorie développée dans cet article puisse être généralisée, les auteurs limitent leur étude à un type d'incidents très particuliers comme mesure de la PSE. Ainsi, leurs résultats ne s'appliquent pas automatiquement aux différents piliers de la RSE.

En outre, notre travail s'interroge particulièrement sur la seule intervention de l'attention des investisseurs, ce qui constitue une implication immédiate pour l'hypothèse de l'attention des parties prenantes. Autrement, cette thèse répond aux appels récents pour identifier les mécanismes théoriques précis à travers lesquels la PSE influence la PFE (Lev et al. 2010). En particulier, l'attention des investisseurs pourrait partiellement réconcilier les résultats contradictoires de la littérature précédente et nous pourrions enfin prétendre que théoriquement, le fameux postulat du *doing good by doing well*

est possible, mais si et seulement si les politiques de RSE sont assez saillantes et attirent suffisamment l'attention des investisseurs.

Implications empiriques

Cette thèse se propose de faire le lien entre deux littératures distinctes, à savoir la littérature financière de la RSE ainsi que celle sur l'attention des investisseurs. En particulier, nos résultats suggèrent que les répercussions financières de la PSE peuvent être effectivement matérialisées lorsque les investisseurs prêtent suffisamment attention à l'entreprise. De plus, les entreprises bénéficiant d'une meilleure visibilité (p. ex., une plus grande couverture médiatique, un plus grand nombre d'analystes, etc.) semblent être encore plus sensibles à l'attention des parties prenantes puisqu'ils sont soumis à des exigences plus rigoureuses et à un niveau d'attentes plus élevé (Chiu and Sharfman 2009).

Ainsi, en guise de réponse aux différentes interrogations soulevées par McWilliams and Siegel (2000) l'introduction de l'attention des investisseurs pourrait expliquer les résultats contradictoires des travaux précédents. En effet, lorsque les politiques RSE de l'entreprise ne sont pas assez visibles et n'attirent pas l'attention des investisseurs, des répercussions neutres ou négatives de la PSE pourraient alors s'expliquer. Néanmoins, ce travail de recherche propose que le rôle de l'attention des investisseurs est assujéti à un bon nombre de déterminants internes et externes à l'entreprise telles que sa taille, sa localisation ou encore ses dépenses publicitaires. En effet, l'intervention de l'attention est favorisée pour les entreprises à forte visibilité, qui ont probablement plus de moyens de communications en situation de crise mais aussi un accès facilité aux ressources financières afin de pouvoir engager des dépenses de RSE.

Implications managériales

Comme vous pourrez le constater, ce travail de recherche contribue à la fois à la théorie ainsi qu'à la littérature empirique et nous pouvons ainsi en tirer plusieurs recommandations aux managers permettant d'augmenter les retours sur investissements de la PSE.

La mise en place de politiques de RSE est certes un moyen de résoudre les conflits au sein des entreprises, et donc d'améliorer l'efficacité de l'utilisation des ressources financières des entreprises, et *in fine*, la valeur de marché des entreprises. Par contre, la visibilité de ces politiques s'avère être une condition nécessaire pour que la PSE se transforme en valeur financière.

Premièrement, si la quantité d'attention des investisseurs est susceptible d'agir sur les répercussions financières de la PSE, les managers sont incités à augmenter la visibilité de l'entreprise et à contrôler de près la politique de communication et ainsi l'image reflétée au public. En particulier, il s'agira de choisir ce qu'il faudra communiquer (c'est-à-dire le contenu du message véhiculé), où communiquer (c'est-à-dire le canal d'information utilisé), quand communiquer et à quelle fréquence, tout en tenant

compte des facteurs susceptibles d'influencer l'attention des investisseurs qui s'avère être responsable de l'efficacité de la communication RSE.

L'application de nos résultats peut également permettre aux managers d'optimiser l'allocation de ressources, dans la mesure où les investisseurs se soucient particulièrement de certains piliers de RSE. Par exemple, notre analyse suggère que les entreprises ayant remporté des Prix RSE concernant le label social n'ont de valeur plus élevée que lorsque l'attention des investisseurs dépasse un certain seuil, ce qui implique alors la nécessité d'améliorer la visibilité de l'engagement social des entreprises. Une attention particulière devra également être prêtée aux problèmes de gouvernance, qui une fois réduits, pourraient servir à la fois les intérêts des investisseurs (réduction de l'asymétrie d'information et frais d'acquisition d'informations) et ceux des managers (bénéficier d'une plus grande visibilité de ses actions).

Limitations et perspectives de recherche

En l'absence d'un cadre théorique clair et précis sur le rôle de l'attention des investisseurs dans la relation PSE-PFE, nous sommes incités à prendre quelques précautions en ce qui concerne le degré de généralisation de nos résultats. Dans ce sens, bien que nous ayons essayé de contribuer de manière significative et originale à la littérature existante, cette thèse comporte évidemment certaines limites. En premier lieu, en ce qui concerne les scores de PSE, nous avons utilisé uniquement les notations sociales fournies par Asset4 Thomson Reuters. Ces mesures sont évidemment sujettes à caution, bien que leur usage soit très répandu dans la littérature. Il peut être intéressant dans le futur de vérifier que nos résultats ne sont pas contingents à notre méthodologie, et sont robustes à l'utilisation de différentes sources de notations. Par ailleurs, il est également possible de nous reprocher d'avoir utilisé le volume de recherche sur Google comme proxy de l'attention, ce qui nous a empêchés de pouvoir distinguer entre les différents types d'investisseurs. Le recours à d'autres proxys, fournis par exemples par des expérimentations menées en laboratoire, pourrait alors constituer une piste de recherche intéressante. Enfin, nous souhaitons dans un travail futur traiter en profondeur la question d'efficience des marchés financiers en présence d'attention limitée des investisseurs.

Bibliographie

- Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A., & Ganapathi, J. (2007). Putting the S back in corporate social responsibility: A multilevel theory of social change in organizations. *Academy of management review*, 32(3), 836-863.
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2016). Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data. *Journal of business ethics*, 1-21.
- Barberis, N., & Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of financial economics*, 68(2), 161-199.
- Barnett, M. L. (2014). Why Stakeholders Ignore Firm Misconduct A Cognitive View. *Journal of Management*, 40(3), 676-702.
- Baron, D. P. (2001). Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy. *Journal of Economics & Management Strategy*, 10(1), 7-45.
- Baron, D. P., & Diermeier, D. (2007). Introduction to the special issue on nonmarket strategy and social responsibility. *Journal of Economics and Management Strategy*, 16(3), 539.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Giovannelli, A. (2013). Corporate social responsibility and earnings forecasting unbiasedness. *Journal of Banking & Finance*, 37(9), 3654-3668.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2009). The stock performance of America's 100 best corporate citizens. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1065-1080.
- Casadesus-Masanell, R., Crooke, M., Reinhardt, F., & Vasissth, V. (2009). Households' willingness to pay for "green" goods: evidence from Patagonia's introduction of organic cotton sportswear. *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 203-233.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Chiu, S.-C., & Sharfman, M. (2009). Legitimacy, visibility, and the antecedents of corporate social performance: An investigation of the instrumental perspective. *Journal of Management*.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Cordeiro, J. J., & Tewari, M. (2015). Firm characteristics, industry context, and investor reactions to environmental CSR: a stakeholder theory approach. *Journal of business ethics*, 130(4), 833-849.
- Da, Z., Engelberg, J., & Gao, P. (2011). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461-1499.
- David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic management journal*, 28(1), 91-100.
- Davidson, W. N., & Worrell, D. L. (1990). A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance. *Akron Business and Economic Review*, 21(3), 7.
- Drake, M. S., Roulstone, D. T., & Thornock, J. R. (2012). Investor information demand: Evidence from Google searches around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 50(4), 1001-1040.
- Ellen, P. S., Webb, D. J., & Mohr, L. A. (2006). Building corporate associations: Consumer attributions for corporate socially responsible programs. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 147-157.
- Flammer, C. (2013). Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors. *Academy of management Journal*, 56(3), 758-781, doi:10.5465/amj.2011.0744.
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
- Fosfuri, A., Giarratana, M. S., & Roca, E. (2015). Walking a slippery line: Investments in social values and product longevity. *Strategic management journal*, 36(11), 1750-1760.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of management Journal*, 37(4), 1034-1046.
- Harjoto, M. A., Jo, H., & Kim, Y. (2015). Institutional Ownership and Corporate Social Responsibility: The Non-Linear Relation and its Implication for Stock Return Volatility. Available at SSRN 2664437.

- Henisz, W. J., Dorobantu, S., & Narthey, L. J. (2014). Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement. *Strategic management journal*, 35(12), 1727-1748.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic management journal*, 22(2), 125-139.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic management journal*, 36(7), 1053-1081.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, R. J., & Bansal, P. (2003). Seeing the need for ISO 14001. *Journal of management Studies*, 40(4), 1047-1067.
- Johnson, R. A., & Greening, D. W. (1999). The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 564-576.
- Jones, T. M., Felps, W., & Bigley, G. A. (2007). Ethical theory and stakeholder-related decisions: The role of stakeholder culture. *Academy of management review*, 32(1), 137-155.
- Kahneman, D. (1973). *Attention and Effort*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall (Journal of Financial Economics).
- Kim, Y., & Statman, M. (2012). Do corporations invest enough in environmental responsibility? *Journal of Business Ethics*, 105(1), 115-129.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic management journal*, 31(2), 182-200.
- Lou, D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *Review of Financial Studies*, 27, 1797-1829.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing*, 70(4), 1-18.
- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic management journal*, 36(1), 123-136.
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3), 817-835.
- Madsen, P. M., & Rodgers, Z. J. (2015). Looking good by doing good: The antecedents and consequences of stakeholder attention to corporate disaster relief. *Strategic management journal*, 36(5), 776-794.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic management journal*, 21(5), 603-609, doi:10.1002/(SICI)1097-0266(200005)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Mishra, S., & Modi, S. B. (2016). Corporate social responsibility and shareholder wealth: the role of marketing capability. *Journal of marketing*, 80(1), 26-46.
- Mondria, J., Wu, T., & Zhang, Y. (2010). The determinants of international investment and attention allocation: Using internet search query data. *Journal of International Economics*, 82(1), 85-95.
- Oh, H., Bae, J., Currim, I. S., Lim, J., Zhang, Y., Lee, N., et al. (2016). Marketing spending, firm visibility, and asymmetric stock returns of corporate social responsibility strengths and concerns. *European Journal of Marketing*, 50(5/6).
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Peng, L. (2005). Learning with information capacity constraints. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(2), 307-329.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061.

- Sharma, S., & Vredenburg, H. (1998). Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities. *Strategic Management Journal*, 729-753.
- Simon, H. A. (1971). Designing organizations for an information-rich world. *Computers, communications, and the public interest*, 72, 37.
- Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of management Journal*, 40(3), 658-672.
- Yuan, Y. (2015). Market-wide attention, trading, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 116(3), 548-564.