

Du Signal Financier à l'Empreinte Systémique : Reconfiguration de la Communication des Sociétés Cotées à l'Ere de la CSRD et de la Double Matérialité

From Financial Signalling to Systemic Imprint: Reconfiguring Listed Companies' Disclosure in the Era Of CSRD and Double Materiality

MOUSSAFIR Hasna

Docteur en Sciences de Gestion

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Settat

Université Hassan Premier à Settat

Laboratoire de Recherche en Finance, Audit et Gouvernance d'Organisation (LARFAGO)

Maroc

Date de soumission : 15/07/2026

Date d'acceptation : 27/08/2026

Pour citer cet article :

MOUSSAFIR. H. (2026) «Du Signal Financier à l'Empreinte Systémique : Reconfiguration de la Communication des Sociétés Cotées à l'Ere de la CSRD et de la Double Matérialité», Revue Internationale du chercheur « Volume 7 : Numéro 3 » pp : 1048-1070

Résumé

L'avènement de la directive européenne sur le reporting de durabilité des entreprises (CSRD) et des normes ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) marque une rupture fondamentale dans la communication des sociétés cotées. Cet article propose un cadre conceptuel unifié visant à modéliser la reconfiguration du réseau d'information financière et extra-financière sous l'effet du principe de double matérialité. En mobilisant et en articulant la théorie des signaux, la théorie de l'agence, la théorie de la légitimité et la théorie des parties prenantes, notre recherche formalise quatre propositions théoriques majeures. Nous suggérons d'abord que la convergence structurelle entre données comptables et métriques ESRS atténue l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux de manière plus significative qu'un reporting univarié et volontaire. Ensuite, nous analysons comment l'intégration potentielle des données ESG dans les modèles de valorisation par les analystes financiers est susceptible de modifier l'évaluation du risque systématique, entraînant une réduction théorique du coût moyen pondéré du capital (WACC), toutes choses égales par ailleurs. Nous modélisons également la boucle de rétroaction conditionnelle déclenchée par le marché (dégradation des ratings, désinvestissement, décote boursière) en cas de découplage opportuniste ou de *greenwashing*. Enfin, l'étude postule le passage d'une communication transactionnelle centrée sur l'actionnaire à une gouvernance partenariale de la valeur. Cet article offre un cadre de référence pour les instances de gouvernance et pose un agenda structuré pour de futures recherches empiriques.

Mots clés : Communication financière intégrée, CSRD, normes ESRS, double matérialité, reporting ESG, *greenwashing*, gouvernance d'entreprise.

Abstract

The implementation of the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) and the European Sustainability Reporting Standards (ESRS) represents a structural paradigm shift in corporate disclosure for listed companies. This paper develops a unified conceptual framework modeling the reconfiguration of financial and non-financial information flows driven by the double materiality principle. Drawing upon signalling theory, agency theory, legitimacy theory, and stakeholder theory, we formalize four core theoretical propositions. First, we propose that the structural convergence between financial accounting metrics and ESRS disclosures mitigates information asymmetry in capital markets more effectively than isolated financial and voluntary financial reporting. Second, we explain how the potential integration of ESG data into valuation models by financial analysts may alter systematic risk parameters, leading to a theoretical reduction in the weighted average cost of capital (WACC), *ceteris paribus*. Third, we model the market-driven conditional feedback loop (rating downgrades, divestment, market penalty) triggered when opportunistic disclosure or *greenwashing* creates a decoupling between corporate rhetoric and operational reality. Finally, the paper postulates a transition from a transactional, shareholder-centric disclosure model toward a stakeholder-oriented governance of value. This study provides actionable insights for corporate boards and establishes a structured agenda for future empirical research.

Keywords : Integrated Financial Communication, CSRD, ESRS standards, double materiality, ESG reporting, greenwashing, corporate governance.

Introduction

Le paysage informationnel des marchés de capitaux traverse une mutation structurelle majeure. Historiquement cantonnée à la diffusion métrique de données comptables et macroéconomiques, la communication financière des sociétés cotées fait face à une extension multidimensionnelle de ses frontières (Chekkar, 2007). L'accélération des flux technologiques, l'élargissement de l'audience des marchés boursiers et l'urgence climatique systémique ont rendu obsolète la vision purement actionnariale de la transparence (Busch et al., 2021). L'évaluation de la performance d'une firme ne repose plus exclusivement sur sa capacité à maximiser le profit à court terme, mais intègre sa trajectoire de durabilité et son impact sur l'écosystème planétaire et social (Friede et al., 2015).

Cette transition donne naissance à ce que nous conceptualisons dans cet article sous le terme d'« empreinte systémique » de l'entreprise : la marque durable et multidimensionnelle qu'une organisation laisse sur son écosystème économique, social et environnemental, évaluée non plus par ses seuls extrants financiers, mais par sa contribution globale aux risques et opportunités systémiques.

Au sein des marchés financiers, l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs génère des défaillances de marché majeures, formalisées par la théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976) et la théorie des signaux (Spence, 1973 ; Connelly et al., 2011). Une disparité informationnelle non résolue expose les sociétés à des phénomènes d'antisélection, conduisant inévitablement à une sous-évaluation ou une surévaluation déconnectée des fondamentaux économiques (Connelly et al., 2011).

Si la communication financière traditionnelle visait à combler ce fossé par des signaux comptables, l'émergence des risques extra-financiers y ajoute une couche de complexité. Les investisseurs exigent désormais des signaux qualitatifs, quantifiables et vérifiables relatifs aux critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) (Christensen et al., 2021).

Cette transition, longtemps portée par des initiatives volontaires, est devenue contraignante en Europe. L'introduction de la directive européenne *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) et des normes ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) agit comme un catalyseur systémique (Commission Européenne, 2021).

La littérature récente souligne d'ailleurs que le passage d'un reporting volontaire à un cadre obligatoire fondé sur la double matérialité (Baumüller & Sopp, 2022 ; Miettinen, 2024)

soulève de nouveaux défis en matière de qualité de l'information et d'assurance (Boiral et al., 2019 ; Farooq & de Villiers, 2017). En imposant le concept de double matérialité, la réglementation oblige les firmes à divulguer non seulement l'effet des enjeux de durabilité sur leur performance financière (matérialité financière) mais aussi les impacts de leurs propres activités sur l'environnement et la société (*matérialité d'impact*) (Jørgensen et al., 2022 ; Mezzanotte, 2024). Les données extra-financières acquièrent de ce fait un niveau exigé de rigueur et d'auditabilité similaire à celui des états financiers conventionnels.

Dès lors, la question fondamentale se pose : *Comment la CSRD et le principe de double matérialité reconfigurent-ils les mécanismes informationnels reliant les sociétés cotées aux marchés de capitaux et aux parties prenantes ?*

Cet article propose une synthèse théorique et conceptuelle avancée. Il vise à modéliser l'imbrication des signaux financiers et extra-financiers, à analyser les mécanismes théoriques de réduction du coût du capital par la transparence responsable (Dhaliwal et al., 2011 ; Velte, 2017 ; 2022), et à dresser un cadre conceptuel unifié pour la communication financière.

1. Méthodologie : cadre synthétique et d'intégration théorique

Suivant la méthodologie de synthèse conceptuelle formalisée par MacInnis (2011), nous construisons une matrice théorique interdisciplinaire. Ce cadre croise les micro-mécanismes de marché avec les comportements organisationnels à travers quatre prismes fondamentaux (Tableau N°1) : la théorie des signaux, la théorie de l'agence, la théorie des parties prenantes et la théorie de la légitimité.

L'articulation de ces quatre corpus théoriques n'est pas une simple juxtaposition, mais répond à une nécessité de complémentarité conceptuelle. La théorie de l'agence et la théorie des signaux expliquent les mécanismes internes au marché (réduction des coûts de surveillance et de sélection adverse grâce à un signal ESG standardisé et auditable, imposé par la CSRD, qui aligne les intérêts des dirigeants et des investisseurs). En complément, la théorie des parties prenantes et la théorie de la légitimité permettent de dépasser la stricte relation bilatérale dirigeant-actionnaire pour modéliser la manière dont l'entreprise sécurise sa licence sociale d'exploiter auprès de l'écosystème global.

Tableau N°1 : Grilles de lecture théoriques de la communication financière ESG

Théorie fondamentale	Auteurs de référence	Application à la communication financière ESG
Théorie des Signaux	Spence (1973), Connelly et al. (2011)	La divulgation ESG agit comme un signal envoyé au marché pour réduire l'asymétrie informationnelle.
Théorie de l'Agence	Jensen & Meckling (1976), Christensen et al. (2021)	Réduction des coûts d'agence en alignant les intérêts des dirigeants sur ceux des investisseurs à long terme, facilitée par l'obligation de certification des données sous la CSRD.
Théorie des Parties Prenantes	Freeman (1984), Donaldson & Preston (1995)	Extension de l'audience de la communication au-delà des seuls actionnaires pour englober les parties prenantes légitimes.
Théorie de la Légitimité	Suchman (1995), Deegan (2019)	Utilisation du reporting extra-financier comme mécanisme d'obtention ou de maintien de la licence sociétale d'exploiter.

Le protocole analytique est déployé en trois phases, fondé sur une revue intégrative de la littérature. Les données bibliographiques ont été extraites des bases Web of Science et Scopus sur la période 2015-2023, en utilisant une combinaison de mots-clés (CSRD, Double Materiality, ESG Reporting, Greenwashing, Integrated Financial Communication, Corporate governance). Après application de critères de sélection (articles évalués par les pairs, focus sur les marchés de capitaux réglementés), un corpus de textes fondamentaux a été analysé pour déduire nos propositions:

- 1.1. Déconstruction sémantique et redéfinition des frontières :** il est question d'analyser la trajectoire par laquelle la divulgation financière réglementée classique mute vers un espace intégré d'information sur la durabilité (Chekkar, 2007 ; El Ouazzani, 2015).
- 1.2. Cartographie granulaire des flux informationnels :** il s'agit de formaliser les canaux spécifiques par lesquels les intermédiaires de marché (analystes, agences de notation ESG, auditeurs) captent et décodent les signaux (Biraud et Le Fur, 1999 ; Matoussi et al., 2006).
- 1.3. Modélisation propositionnelle structurelle :** dans cette phase nous établissons une synthèse des tensions théoriques en propositions de recherche déductives articulant les mécanismes de création de valeur (Friede et al., 2015 ; Velte, 2017).

2. Résultats et modélisation conceptuelle

2.1. Reconfiguration sémantique : le passage paradigmatique d'une divulgation transactionnelle à un espace dialogique partenarial

L'analyse conceptuelle des pratiques de communication des sociétés cotées met en évidence une évolution profonde par rapport au strict légalisme de conformité. La communication financière ne se limite plus à la transmission unilatérale et ponctuelle d'états comptables historiques (Chekkar, 2007 ; El Ouazzani, 2015). Elle s'est transformée en un espace stratégique hybride, c'est-à-dire un signal combinant simultanément la rigueur des agrégats monétaires rétrospectifs et la projection qualitative et quantitative d'indicateurs de durabilité, articulant ainsi métriques financières quantitatives et narratifs prospectifs axés sur la durabilité (Busch et al., 2021).

Sous l'effet des exigences de durabilité des marchés de capitaux, la divulgation d'entreprise opère une double mutation structurelle indissociable (Baumüller & Sopp, 2022 ; Commission Européenne, 2021 ; Jørgensen et al., 2022) :

- **La financiarisation de l'ESG** : ce concept désigne le processus par lequel les engagements environnementaux, sociaux et de gouvernance subissent un processus de quantification et de standardisation. Les enjeux extra-financiers sont convertis en métriques quantifiables, comparables et standardisées (ex. indicateurs éthiques, métriques carbone, ratios d'équité, etc.). Ces métriques ont vocation à être intégrées directement dans les modèles d'évaluation financière classiques (comme les modèles d'actualisation des flux de trésorerie ou les calculs de prime de risque du WACC).
- **La matérialité financière des facteurs de durabilité** : Complémentaire à la mesure ESG, la matérialité financière explicite la manière dont les risques et opportunités ESG (ex. risques climatiques physiques, coût du carbone, risques de transition) affectent directement les flux de trésorerie, la valorisation des actifs et le coût du capital de la firme (Baumüller et Sopp, 2022 ; Jørgensen et al., 2022). D'un point de vue communicationnel, elle légitime la trajectoire stratégique auprès des investisseurs traditionnels et prémunit l'émetteur contre le risque de *greenwashing* (Liang & Renneboog, 2017).

Si la financiarisation de l'ESG offre à la communication d'entreprise un langage standardisé et mesurable indispensable pour être décodée par l'infrastructure de marché, la matérialité financière des facteurs de durabilité en constitue la preuve économique de résilience

financière, indispensable pour convaincre les marchés de capitaux de la pérennité du modèle d'affaires.

Par conséquent, la frontière historique entre informations financières et extra-financières tend à s'atténuer au profit d'un reporting unifié (Busch et al., 2021). Dans ce contexte reconfiguré, la transparence ne constitue plus une simple exigence de conformité génératrice de coûts, mais devient un actif stratégique créateur de valeur partenariale, et un vecteur de différenciation et de légitimité auprès des investisseurs (Busch et al., 2021). En émettant un signal audité et difficilement imitable par des concurrents moins vertueux (Connelly et al., 2011 ; Spence, 1973), la firme réduit l'incertitude du marché, protège sa licence sociale d'exploiter (Cadet, 2010 ; Deegan, 2019 ; Suchman, 1995) et consolide sa création de valeur à long terme (Friede et al., 2015).

De ce fait, la communication financière opère un basculement d'un modèle transactionnel centré sur l'actionnaire vers un espace dialogique et partenarial, caractérisé par un dialogue continu avec l'ensemble des parties prenantes légitimes (Freeman, 1984 ; Persais, 2013).

2.2. Cartographie systémique des intermédiaires de marché et des flux informationnels ESG

L'intégration des dimensions ESG au sein des sociétés cotées et l'application des normes de double matérialité modifient en profondeur la structure des réseaux de communication financière sur les marchés de capitaux (Matoussi et al., 2006 ; Miettinen, 2024).

La relation historique bilatérale et séquentielle historique entre le dirigeant émetteur et l'analyste financier traditionnel cède la place à un écosystème réseau interconnecté où l'information circule à travers des nœuds de captage, de décodage, de vérification et d'amplification (Biraud et Le Fur, 1999).

Pour appréhender la complexité de ces flux, la cartographie systémique du réseau d'information (Figure 1) peut être décomposée en quatre sous-systèmes fonctionnels régulés par des boucles de rétroaction (Connelly et al., 2011 ; Deegan, 2019). Il convient de préciser que les flèches de ce modèle représentent des chaînes de mécanismes théoriques postulés et non des causalités empiriquement figées :

2.2.1. L'émetteur : la co-construction interne du signal hybride :

Au niveau de l'émetteur, la première mutation réside dans la fin du silo organisationnel entre la Direction Financière et la Direction de la Durabilité (Chekkar, 2007). La production du

signal d'entreprise nécessite désormais une gouvernance de l'information unifiée. L'émetteur ne produit plus deux rapports séparés (le rapport annuel financier d'un côté, le rapport RSE de l'autre), mais émet un signal hybride unique au sein du rapport de gestion, articulant performance financière historique et engagements de durabilité mesurables (Commission Européenne, 2021 ; Union Européenne, 2022).

2.2.2. Le dispositif d'assurance et d'audit : L'institutionnalisation du tiers de confiance

Le principal goulot d'étranglement historique de l'information ESG résidait dans son manque de fiabilité, favorisant le bruit informationnel et la suspicion de *greenwashing* (Liang & Renneboog, 2017). La cartographie systémique moderne introduit une couche d'assurance obligatoire située immédiatement en aval de l'émetteur (Boiral et al., 2019). Les Commissaires aux Comptes et les Organismes Tiers Indépendants (OTI) agissent comme des filtres réducteurs d'asymétrie (Christensen et al., 2021). En formulant une opinion d'assurance (assurance modérée évoluant vers une assurance raisonnable sous la CSRD), cette couche d'audit atteste de la conformité méthodologique de la double matérialité et de la traçabilité des données, transformant un discours déclaratif en un signal audité à haute crédibilité (Farooq & de Villiers, 2017 ; Jørgensen et al., 2022 ; Union Européenne, 2022).

2.2.3. L'infrastructure de décodage et d'analyse :

Une fois audité, le signal traverse l'infrastructure de marché où il subit un double traitement (Biraud & Le Fur, 1999 ; Matoussi et al., 2006) :

- **Le décodage extra-financier** : les agences de notation ESG et les fournisseurs de données (MSCI, Refinitiv, Morningstar/Sustainalytics) retraitent les données ESG brutes pour attribuer des scores synthétiques et des profils de risque.
- **L'intégration potentielle de données ESG dans les modèles de valorisation**: cette étape marque la transition entre l'existence de l'information ESG et sa prise en compte par les analystes financiers. Théoriquement, les données de durabilité ne sont plus traitées comme des notes annexes, mais viennent influencer les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires, les marges opérationnelles et le taux d'actualisation dans les modèles DCF (Friede et al., 2015).

2.2.4. Les destinataires finaux et les boucles de rétroaction du système

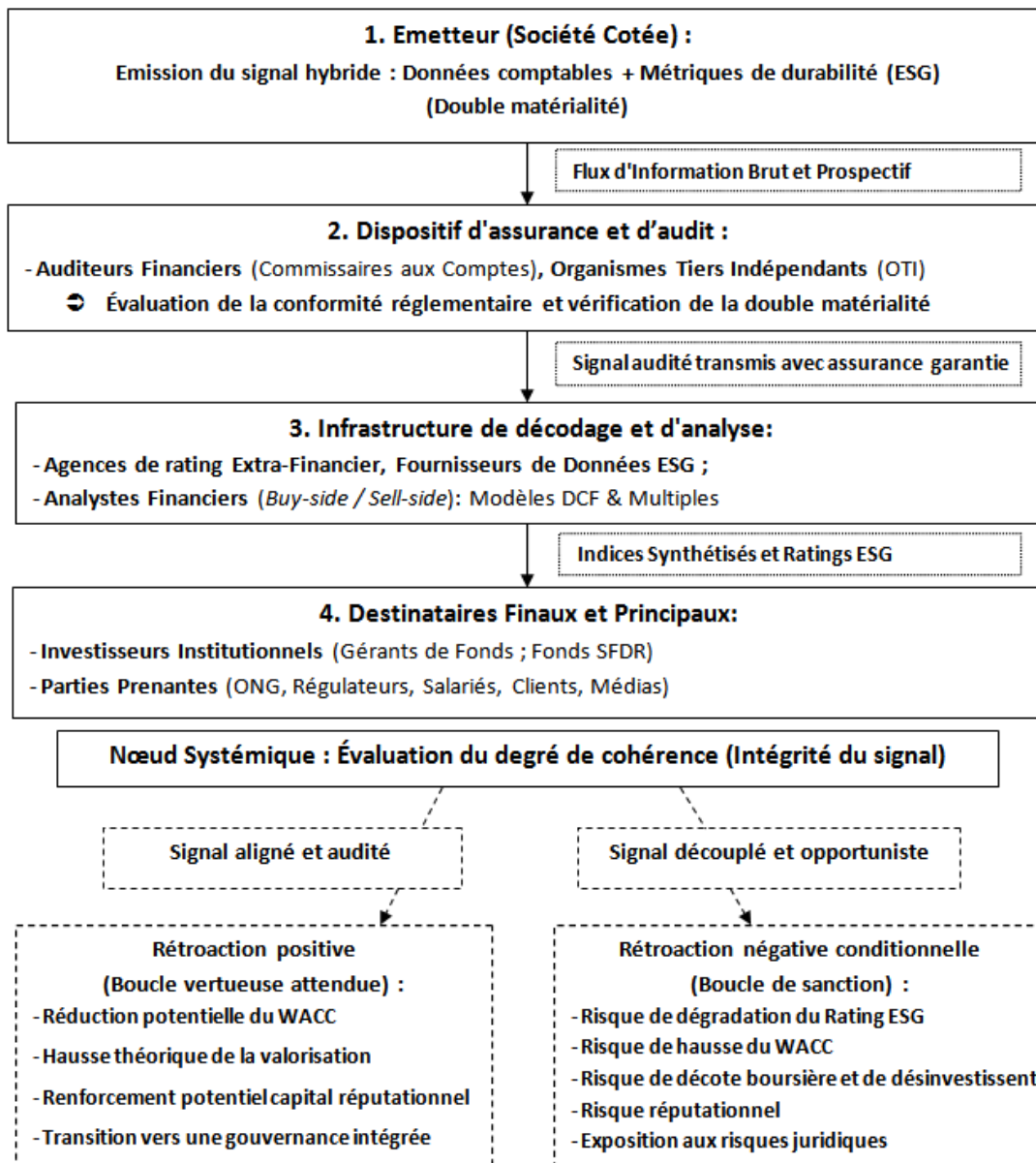
Le système boucle sa trajectoire en atteignant deux catégories distinctes de destinataires :

- **Les allocataires de capital** : les investisseurs institutionnels (notamment les gérants de fonds soumis au règlement SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) en Europe) utilisent ces signaux décodés pour orienter leurs portefeuilles (Busch et al., 2021). Un signal de durabilité robuste est supposé abaisser potentiellement le coût des capitaux propres et le coût moyen pondéré du capital (WACC) de l'émetteur en réduisant l'asymétrie d'information (Dhaliwal et al., 2011 ; Lambert et al., 2007 ; Velte, 2017). Cette réduction du coût du capital a par ailleurs été mise en évidence dans les travaux récents de Wilberg et al. (2025) étudiant l'intégration de la performance ESG au sein des marchés boursiers
- **Les parties prenantes sociétales** : Les ONG, régulateurs, salariés et consommateurs analysent la matérialité d'impact. Leur perception alimente la légitimité organisationnelle de la firme et sa licence sociale d'exploiter (Deegan, 2019 ; Mezzanotte, 2024 ; Suchman, 1995).

La chaîne causale théorique postulée par notre modèle se déploie de manière séquentielle : la standardisation imposée par la CSRD engendre une crédibilité accrue du signal hybride, ce qui favorise une meilleure interprétation par les intermédiaires de marché. Cette clarté informationnelle contribue à réduire l'incertitude et à modifier la perception du risque, avec pour ultime conséquence un effet potentiel et conditionnel sur l'abaissement du coût du capital et l'amélioration de la valorisation.

Si le marché détecte un écart entre le signal émis par la firme et sa réalité opérationnelle (découplage ou *greenwashing*), la boucle de rétroaction systémique est susceptible de s'activer de manière conditionnelle: révision à la baisse des notations ESG, désengagement des investisseurs, hausse de la prime de risque et dégradation de la valeur boursière (Liang & Renneboog, 2017). Inversement, un signal cohérent et audité tend à stabiliser l'écosystème et pourrait favoriser la création de valeur partenariale à long terme (Busch et al., 2021 ; Persais, 2013).

Figure 1 : Modélisation théorique des flux informationnels ESG et des boucles de rétroaction conditionnelles



2.3. Formalisation des propositions de recherche

2.3.1. L'architecture de convergence informationnelle (Proposition 1) :

L'asymétrie d'information entre les dirigeants et les allocataires de capital ne réside plus uniquement dans l'accès aux agrégats comptables historiques, mais s'étend désormais à l'opacité des passifs environnementaux et sociaux hors bilan (Jensen & Meckling, 1976 ; Christensen et al., 2021). Historiquement, la fragmentation entre le rapport financier annuel et le reporting RSE volontaire laissait subsister un bruit informationnel substantiel, propice à la sélection adverse.

L'opérationnalisation du cadre de la CSRD et de la double matérialité résout cette imperméabilité en imposant une architecture informationnelle unifiée (Baumüller & Sopp, 2022 ; Jørgensen et al., 2022). En combinant la matérialité financière et la matérialité d'impact au sein du rapport de gestion, l'émetteur transmet au marché un signal audité par un tiers (Commission Européenne, 2021 ; Jørgensen et al., 2022). Conformément à la théorie des signaux (Spence, 1973), cette transparence intégrée dissipe l'incertitude quant aux trajectoires de transition de la firme et réduit la prime d'opacité appliquée par les investisseurs. D'où la proposition suivante:

- **Proposition 1** : *La convergence structurelle entre les métriques financières traditionnelles et les divulgations de double matérialité (exigées sous par la CSRD) atténue de manière plus significative l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux qu'un reporting financier isolé ou qu'un reporting volontaire fragmenté.*
- **Ancrage théorique** : Théorie des signaux (Spence, 1973) et Théorie de l'agence (Jensen & Meckling, 1976).

2.3.2. Le nexus efficience de l'information et coût du capital (Proposition 2)

L'évaluation du risque par les marchés financiers repose sur la modélisation du taux d'actualisation appliqué aux flux de trésorerie futurs (modèle DCF). Lorsqu'une société cotée évolue dans un environnement réglementaire strict mais ne fournit que des signaux extra-financiers parcellaires, le marché est susceptible de réagir en majorant le risque systématique et la prime de risque d'équité, ce qui tendrait à renchérir son coût du capital (Connelly et al., 2011).

À l'inverse, si la littérature a largement documenté la corrélation positive globale entre la performance ESG et la performance financière (Friede et al., 2015), la qualité de la divulgation (disclosure quality) joue un rôle causal direct. L'adoption d'un modèle de communication ESG intégré et vérifié modifie théoriquement les paramètres de risque et l'évaluation des analystes et des gérants de portefeuille. En apportant la preuve de la résilience opérationnelle et de la maîtrise des risques de transition (ex. coût du carbone, stress hydrique, conformité sociale), la firme émet un signal perçu par le marché comme un indicateur de bonne gouvernance et de capacité de gestion des risques. Ce signal, renforcé par l'assurance d'un tiers, élargit la base d'investisseurs institutionnels, accroît la liquidité des titres et abaisse potentiellement le Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC) de l'entreprise (Dhaliwal et al., 2011 ; Plumlee et al., 2015 ; Velte, 2017 ; Wilberg et al., 2025).

Toutefois, cette relation ne saurait être automatique, car le WACC dépend d'une multitude de facteurs macroéconomiques et structurels, posant par ailleurs un défi d'endogénéité (les entreprises performantes économiquement tendant à mieux reporter sur l'ESG). Nous formulons donc la proposition suivante :

- **Proposition 2 :** *La qualité et l'intégration du reporting ESG, aligné sur la stratégie globale et audité, sont susceptibles d'être associées à une diminution du Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC) et à une flexibilité financière accrue, toutes choses égales par ailleurs.*
- **Ancrage théorique :** Théorie des signaux (Spence, 1973).

2.3.3. L'effet pervers du *market-timing* ESG et la sanction du *greenwashing* (Proposition 3)

La théorie des signaux postule qu'un signal n'est efficace que s'il est coûteux à imiter pour un émetteur de faible qualité (Spence, 1973 ; Connelly et al., 2011). Dans le domaine extra-financier, l'absence historique de régulation stricte a favorisé des comportements d'opportunisme et de *market-timing* ESG. Il convient toutefois de distinguer ce *market-timing* ESG (l'alignement tactique des publications sur l'engouement temporaire du marché pour capter une prime de valorisation sans transformation sous-jacente), du *découplage organisationnel* (la séparation volontaire entre le discours formel et les pratiques réelles) et du *greenwashing* strict (la tromperie délibérée sur les bénéfices environnementaux) (Pope & Wæraas, 2016).

Cependant, la densification de l'infrastructure de décodage (alimentée par les agences de notation ESG, les audits d'OTI et l'analyse de données d'ONG) accroît la capacité du marché à détecter les incohérences entre le discours émis et la réalité opérationnelle (Liang & Renneboog, 2017). Si le marché détecte un tel écart, la boucle de rétroaction systémique est susceptible de s'activer de manière conditionnelle : révision à la baisse des notations, désinvestissement, hausse potentielle de la prime de risque (Liang & Renneboog, 2017).

Bien que son intensité dépende de la visibilité de l'information et de la crédibilité de la source, cette réaction tend à pénaliser la rupture de confiance (Deegan, 2019 ; Suchman, 1995). Nous énonçons ainsi :

- **Proposition 3 :** *Une divulgation ESG opportuniste et découplée, déployée sans alignement avec des indicateurs opérationnels vérifiés, augmente le risque d'une*

sanction conditionnelle et hétérogène du marché (risque de décote boursière) en raison d'une perception de greenwashing.

- **Ancrage théorique** : Théorie des signaux et Théorie de la légitimité (Suchman, 1995 ; Deegan, 2019).

2.3.4. L'institutionnalisation de la gouvernance partenariale de la valeur (Proposition 4)

La conception traditionnelle de la communication financière reposait sur la primauté actionnariale (*Shareholder Primacy*), cantonnant l'entreprise à un modèle d'information unidirectionnel et transactionnel (Chekkar, 2007 ; El Ouazzani, 2015). Par construction, ce paradigme historique se révèle structurellement inadapté pour intégrer les externalités négatives et les attentes complexes des parties prenantes non financières (Freeman, 1984).

L'institutionnalisation des normes ESRS et l'obligation d'analyser la matérialité d'impact contraignent la firme à étendre le périmètre de sa responsabilité communicationnelle (Cadet, 2010 ; Commission Européenne, 2021 ; Jørgensen et al., 2022). Nous définissons ici la « gouvernance partenariale de la valeur » comme un système de pilotage stratégique où la création de valeur n'est plus évaluée uniquement par le rendement pour l'actionnaire, mais par l'optimisation des impacts croisés entre l'entreprise et ses parties prenantes (capital naturel, humain et social). En instaurant un dialogue continu avec l'ensemble des parties prenantes légitimes (salariés, communautés, ONG, régulateurs), la communication financière bascule vers un espace dialogique et partenarial (Donaldson & Preston, 1995 ; Persais, 2007, 2013). Ce passage favorise potentiellement le maintien de la « licence sociale d'exploiter » (Suchman, 1995) et protège la firme contre le risque réputationnel, institutionnalisant ainsi une création de valeur globale et pérenne à long terme. Nous posons donc la proposition finale suivante :

- **Proposition 4** : *L'obligation réglementaire de reporting de durabilité amorce une transition conceptuelle d'un modèle transactionnel centré sur l'actionnaire vers un modèle de gouvernance partenariale, susceptible d'optimiser la valeur à long terme pour l'ensemble des parties prenantes.*
- **Ancrage théorique** : Théorie des parties prenantes (Freeman, 1984) et Théorie de la légitimité (Suchman, 1995).

Afin de consolider l'ensemble de ces apports conceptuels et de mettre en lumière la trajectoire transformative de la communication des sociétés cotées, le Tableau N°2 synthétise les quatre

propositions de recherche formalisées. Il met en regard le modèle traditionnel de divulgation avec le modèle intégré reconfiguré sous le cadre de la CSRD, en précisant pour chaque dimension pivot le mécanisme théorique moteur et les effets de marché postulés.

Tableau N°2 : Synthèse comparative des propositions de recherche, ancrages théoriques et effets attendus de marché

Dimension Pivot	Communication Financière Traditionnelle	Communication ESG Intégrée et reconfigurée	Mécanisme Théorique Moteur
Paradigme Primaire	Transactionnel et Actionnarial	Dialogique, Partenarial et Stakeholder	Théorie des parties prenantes (Freeman, 1984 ; Persais, 2013)
Focalisation de l'Information	Métriques comptables historiques	Concurrence des flux financiers et des données de double matérialité	Théorie des signaux (Commission Européenne, 2021 ; Spence, 1973)
Résolution d'Asymétrie	Réduction du bruit financier à court terme et de l'antisélection	Prise en compte des risques ESG et des passifs extra-financiers	Théorie de l'agence (Christensen et al., 2021 ; Jensen & Meckling, 1976)
Effets attendus / Mécanismes proposés	Alignement du cours sur les bénéfices comptables	Potentielle réduction du WACC, prévention des risques de <i>greenwashing</i>	Efficiences du portefeuille & Crédibilité du signal (Liang & Renneboog, 2017 ; Velte, 2017)

3. Discussion

La formalisation des propositions de recherche et la modélisation du réseau d'information financière et extra-financière permettent d'interroger en profondeur la mutation du rôle de la communication des sociétés cotées. L'analyse dépasse le simple constat de la contrainte réglementaire imposée par la directive CSRD pour appréhender la reconfiguration systémique de l'efficience des marchés et du dialogue avec les parties prenantes.

3.1. Apports théoriques et dépassement du cadre classique de la communication financière

Le premier apport théorique de cette recherche réside dans le dépassement du paradigme historique de la communication financière transactionnelle (Healy & Palepu, 2001). Traditionnellement, la littérature financière appréhendait le reporting RSE/ESG comme un ensemble de divulgations volontaires (*voluntary disclosure*), déconnecté du cœur de la mesure comptable et principalement motivé par la gestion de l'image ou la légitimation symbolique (Cho et al., 2010 ; Oxibar, 2003). En mettant en évidence comment la CSRD et les normes ESRS fusionnent la matérialité financière et la matérialité d'impact dans un cadre unique

(Jørgensen et al., 2022), notre modèle conceptuel postule que la durabilité n'est plus une variable périphérique, mais une dimension endogène de la valeur financière de la firme.

En second lieu, cette étude réconcilie la théorie des signaux (Spence, 1973) et la théorie de la légitimité (Deegan, 2019 ; Suchman, 1995) au sein du réseau d'information financière. Historiquement, ces deux cadres théoriques étaient souvent mobilisés de façon disjointe : la théorie des signaux servait à expliquer la baisse de l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux, tandis que la théorie de la légitimité traitait de l'acceptabilité sociétale de la firme auprès des parties prenantes non financières. Notre cadre unifié postule que dans une architecture de double matérialité auditée, la légitimité opérationnelle devient le *contenu même* du signal financier. Dès lors que l'infrastructure de décodage (agences ESG, auditeurs, analystes) détecte une incohérence entre le discours émis et la réalité opérationnelle, la perte de légitimité sociétale est susceptible de se traduire immédiatement par une dégradation du signal financier, déclenchant potentiellement la boucle de sanction de marché (risque de hausse du WACC, risque de décote boursière).

Enfin, notre travail enrichit la théorie des parties prenantes (Donaldson & Preston, 1995 ; Freeman, 1984) en proposant le concept de *gouvernance partenariale de la valeur*. En contraignant l'émetteur à rendre des comptes sur ses impacts externes, le reporting de durabilité vise à faire basculer la communication financière d'un modèle transactionnel centré sur l'actionnaire à un modèle dialogique où la pérennité du rendement financier dépend de la préservation du capital naturel et social (Persais, 2007, 2013).

Cependant, ce cadre conceptuel doit être confronté aux limites et effets paradoxaux de la standardisation réglementaire (Christensen et al., 2021). L'exigence de la CSRD engendre d'importants coûts de conformité qui pourraient désavantager certaines entreprises selon leur taille ou leurs capacités technologiques ; d'ailleurs, les études empiriques les plus récentes (Miettinen, 2024) soulignent d'ailleurs que les pratiques de détermination de la matérialité restent complexes et hétérogènes lors des premières implémentations. De plus, la massification des métriques ESRS soulève le risque d'une surcharge informationnelle pour les analystes financiers, complexifiant le décodage au lieu de le simplifier. La difficulté intrinsèque de mesurer objectivement certains impacts sociaux ou environnementaux, conjuguée aux divergences persistantes entre les méthodologies des agences de notation ESG, peut également limiter la réduction effective de l'asymétrie d'information et favoriser des

comportements de conformité de façade purement administrative au détriment d'une transformation réelle de la gouvernance.

3.2. Implications pratiques, managériales et gouvernance des entreprises

Sur le plan pratique et managérial, cette modélisation suggère une feuille de route stratégique pour les dirigeants de sociétés cotées, les instances de gouvernance et les professionnels des marchés.

Au niveau des directions générales, financières et de la durabilité, les entreprises ne peuvent plus traiter la Direction Financière et la Direction RSE/Durabilité comme des entités étanches. La mise en œuvre de la double matérialité exige une interopérabilité totale des systèmes d'information (ERP comptables et indicateurs ESG). De plus, le risque de détection rapide du *greenwashing* ou du découplage organisationnel par les analystes financiers et les OTI (*Organismes Tiers Indépendants*) rend désormais périlleuse toute tentative d'opportunisme temporel (*market-timing*). La communication ESG doit être rigoureusement alignée sur des données de terrain auditables.

Quant aux conseils d'administration, ils pourraient appréhender les investissements de durabilité comme des dépenses visant potentiellement à protéger l'entreprise contre une hausse préjudiciable de son coût du capital.

De même, les comités d'audit doivent intégrer la vérification des données de durabilité au même niveau de rigueur que les états financiers consolidés. En fait, la responsabilité juridique des administrateurs est directement engagée sur la véracité de la trajectoire de transition émise sous forme de signal.

De leur part, les auditeurs et les Organismes Tiers Indépendants assument la responsabilité d'éliminer le bruit informationnel et de garantir l'intégrité du signal avant sa diffusion sur les marchés.

En ce qui concerne les analystes financiers *sell-side* et *buy-side*, l'intégration des données ESG dans les modèles de valorisation les contraint à ajuster systématiquement leurs modèles de flux de trésorerie actualisés (DCF) et leurs multiples boursiers en fonction du degré de conformité aux standards ESRS.

3.3. Limites du modèle conceptuel et perspectives de recherches empiriques

Bien que cette recherche apporte une contribution théorique structurante, elle présente certaines limites inhérentes à sa nature conceptuelle, qui ouvrent autant de perspectives prometteuses pour de futurs travaux empiriques.

En premier lieu, l'analyse repose sur le cadre normatif de la CSRD et des ESRS dont le déploiement opérationnel complet s'étale sur plusieurs exercices, alors que l'apprentissage organisationnel des firmes et des auditeurs peut induire des biais d'adaptation à court terme. En outre, le présent modèle prend pour référence principale les marchés de capitaux hautement régulés (Union Européenne) ; l'efficacité des boucles de rétroaction est donc susceptible de varier dans d'autres juridictions présentant des exigences de divulgation extra-financière moins contraignantes.

Par ailleurs, l'évaluation de la relation entre le reporting ESG et le coût du capital se heurte à un problème majeur d'endogénéité (biais de causalité inverse ou variables omises), ainsi qu'à la difficulté d'isoler économétriquement l'effet propre de l'implémentation de la CSRD par rapport aux dynamiques sectorielles. Ces défis méthodologiques ouvrent la voie à de futures recherches empiriques qui devront s'appuyer sur des données longitudinales post-CSRD pour tester la validité des boucles de rétroaction modélisées dans cette étude.

Afin de surmonter ces défis méthodologiques et tester empiriquement les propositions de notre modèle, nous identifions trois voies de recherche prioritaires :

- **Validation empirique des Propositions 1 et 2 relatives à l'impact sur l'asymétrie d'information et le WACC** : il s'agit de réaliser des études économétriques sur données de panel (par exemple sur un échantillon de firmes du STOXX Europe 600 ou du SBF 120) pour mesurer l'effet causal de la publication des premiers rapports ESRS sur l'écart d'offre-demande (*bid-ask spread*), le volume de transaction et la variation réelle du coût moyen pondéré du capital (WACC).
- **Analyse événementielle de la sanction du découplage (Proposition 3)** : il est question de mener des études d'événements (*event studies*) analysant la réaction des cours de bourse et la révision des notations ESG lors de la mise au jour publique (par des ONG, médias ou régulateurs) d'un écart significatif entre le reporting ESG d'une entreprise et sa réalité opérationnelle.

- **Etudes qualitatives sur l'intégration organisationnelle (Proposition 4) :** Celles-ci reposeraient sur des études de cas multiples ou des entretiens semi-directifs auprès de directeurs financiers, de directeurs de la durabilité/RSE et d'administrateurs. L'objectif serait d'analyser la manière dont les processus de décision internes se reconfigurent sous la pression de cette nouvelle gouvernance partenariale de la valeur.

Conclusion

À l'ère où la transition écologique et sociétale s'impose comme une condition *sine qua non* de la résilience économique, la communication des sociétés cotées traverse une mutation sans précédent. L'avènement du cadre normatif européen de la directive CSRD et des normes ESRS marque la fin de l'ère du reporting RSE purement volontaire, périphérique et segmenté, au profit d'un modèle d'information intégré et multidimensionnel. Cet article s'est donné pour objectif de modéliser les fondements et la dynamique de ce nouveau réseau d'information financière et extra-financière, en articulant les exigences de la double matérialité avec les mécanismes de valorisation sur les marchés de capitaux.

La contribution principale de ce travail réside dans la modélisation systémique des flux informationnels et dans la formalisation de quatre propositions de recherche théoriques.

Nous avons suggéré que la convergence structurelle entre les agrégats comptables traditionnels et les métriques de durabilité (double matérialité) transmet un signal hybride susceptible de dissiper le bruit financier et de réduire significativement la sélection adverse. Ainsi, en permettant une intégration directe des données ESG dans les modèles de valorisation, la communication ESG audité pourrait modifier la perception du risque par les investisseurs, entraînant théoriquement une baisse du Coût Moyen Pondéré du Capital et une surcote potentielle de valorisation.

De surcroît, l'analyse met en lumière l'effet pervers du *market-timing*. Dès lors que l'infrastructure de décodage (agences ESG, auditeurs, ONG) détecte un découplage entre le signal émis et la réalité opérationnelle, le marché peut déclencher une boucle de rétroaction négative (risque de dégradation des ratings, risque de désinvestissement, hausse potentielle de la prime de risque et risque de décote boursière).

Enfin, la recherche postule le basculement du paradigme de la communication financière des sociétés cotées d'un modèle transactionnel centré sur l'actionnaire (*Shareholder*) vers un

modèle dialogique et partenarial orienté vers l'ensemble des parties prenantes (*Stakeholders*), visant à garantir la préservation de la licence sociale d'exploiter.

Sur le plan opérationnel, cette étude met en évidence pour les instances de gouvernance (conseils d'administration, directions générales et financières) que les dépenses d'investissement dans la durabilité ne doivent plus être appréhendées comme des coûts d'exploitation passifs, mais comme des leviers stratégiques d'optimisation de la structure du capital. Pour les auditeurs, la modélisation souligne la responsabilité critique de la couche d'assurance dans la fiabilisation du signal et le maintien de la confiance au sein des marchés de capitaux.

L'analyse offre des perspectives stimulantes pour la recherche académique future. Alors que le déploiement opérationnel des normes ESRS s'étale sur la décennie, la priorité des travaux ultérieurs résidera dans l'inférence statistique et l'expérimentation empirique visant à tester les relations théoriques ici formulées.

En érigeant la transparence de durabilité au rang de pilier d'efficience financière, cette recherche conceptuelle suggère que la communication des sociétés cotées tend à devenir un vecteur stratégique clé.

BIBLIOGRAPHIE

- Baumüller, J., & Sopp, K. (2022). Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: Review, outlook and implications. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 8–28. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>
- Biraud, O., & Le Fur, Y. (1999). Les vecteurs de communication financière. *Analyse Financière*, 120, 32–33.
- Boiral, O., Heras-Saizarbitoria, I., & Brotherton, M. C. (2019). Professionalizing the assurance of sustainability reports: The auditors' perspective. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(2), 309–334.
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Pappas, K., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(2), 33. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Cadet, I. (2010). La norme ISO 26000 relative à la responsabilité sociétale: Une nouvelle source d'usages internationaux. *Revue Internationale de Droit Économique*, 24(4), 401–439. <https://doi.org/10.3917/ride.244.0401>
- Chekkar, R. (2007). *L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées* (Thèse de doctorat, Université d'Orléans).
- Cho, C. H., Roberts, R. W., & Patten, D. M. (2010). The language of US corporate environmental reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 431–443. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Deegan, C. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a review. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2307–2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>

- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- El Ouazzani, A. (2015). Quels périmètres pour la communication financière des entreprises ?. *Economia*, 366(3212), 1–5.
- Farooq, M. B., & de Villiers, C. (2017). The market for sustainability assurance services: A comprehensive literature review and future avenues for research. *Pacific Accounting Review*, 29(1), 79-106.
- Commission Européenne. (2021). *Directive du Parlement Européen et du Conseil modifiant les directives 2013/34/UE, 2004/109/CE et 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n° 537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises* (COM(2021) 189 final). European Publications Office.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jørgensen S, Mjøs A, Pedersen LJT (2022), "Sustainability reporting and approaches to materiality: tensions and potential resolutions". *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 13 No. 2 pp. 341–361, doi: <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2021-0009>

- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853–910. <https://doi.org/10.1111/jofi.12487>
- MacInnis, D. J. (2011). A framework for conceptual contributions in marketing. *Journal of Marketing*, 75(4), 136–154. <https://doi.org/10.1509/jmkg.75.4.136>
- Matoussi, H., Paturel, R., & Jouini, S. (2006). *Les déterminants de la communication financière des entreprises françaises à travers le Web*. Actes du 27e Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Tunis.
- Mezzanotte, F. (2024). Examining the Reasons for Impact Materiality in EU Corporate Sustainability Reporting. *European Business Law Review*, 35(7), 925-946.
- Miettinen M (2024), "Are materiality determination practices evolving in the wake of increasing legislation on sustainability reporting? Findings from EU pharmaceutical companies' reports". *International Journal of Law and Management*, Vol. 66 No. 3 pp. 363–392, doi: <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2023-0221>
- Oxibar, B. (2003). *La diffusion d'informations sociétales par les entreprises françaises cotées*. (Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Paris-Dauphine).
- Persais, É. (2007). Les rapports sociétaux : enjeux et limites. *Revue Française de Gestion*, 33(175), 167–181. <https://doi.org/10.3166/rfg.175.167-182>
- Persais, É. (2013). RSE et gouvernance partenariale. *Gestion 2000*, 30(1), 69–86. <https://doi.org/10.3917/g2000.301.0069>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361.
- Pope, S., & Wæraas, A. (2016). CSR-washing is rare: A critical review of the empirical evidence. **Journal of Business Ethics**, 137(1), 173–193. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2546-z>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Union Européenne. (2022). *Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises* Official Journal of the European Union, L 322, 15–80.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Velte, P. (2022). Does sustainable corporate governance have an impact on materiality disclosure quality in integrated reporting? International evidence. *Sustainable Development*, 30(6), 1655–1670. <https://doi.org/10.1002/sd.2333>
- Wilberg, S., Kjellevoll, V., Holz, F., & Neumann, A. (2025). Impact of ESG performance on the cost of capital in the energy, utilities, and basic materials sectors. *Utilities Policy*, 97, Article 102016. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2025.102016>