

Governance & CSR: Antecedents & Impacts

Eric BRAUNE^a and Jean-Michel SAHUT^b

^a INSEEC, Lyon, France; ^b IDRAC Business School, Lyon, France & HEG Fribourg, HES-SO//University of Applied Sciences Western Switzerland;

Résumé

Notre étude contribue à mieux comprendre les antécédents de l'engagement RSE des très grandes entreprises cotées et ses conséquences. En analysant l'engagement RSE des entreprises du S&P 500, nos résultats montrent tout d'abord que cet engagement présente un effet cumulatif; les entreprises engagées dans une démarche RSE ont tendance à enrichir celle-ci année après année. Ensuite, nous démontrons que la RSE ne résulte pas des pratiques de bonne gouvernance des entreprises. La RSE n'est donc pas un prolongement, un élargissement ou un approfondissement naturel des pratiques de gouvernance. Au contraire nous montrons que la RSE contribue à une meilleure gouvernance de l'entreprise en améliorant (1) la capacité de l'entreprise à mener au sein du conseil d'administration un échange critique de points de vue et (2) les processus de décisions dans l'entreprise. Toutefois, les effets de la RSE sur les indicateurs de la performance comptable ou financière apparaissent faiblement significatifs et positifs.

Mots clés : gouvernance, RSE, performance comptable, performance boursière, conseil d'administration

Introduction

De nombreuses études scientifiques et professionnelles tendent à montrer l'influence positive de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sur la performance des entreprises. En particulier, l'étude de McKinsey-BCCC (2008)¹ souligne que deux-tiers des managers et trois-quarts des professionnels de l'investissement interrogés aux USA pensent que la RSE crée de la valeur pour les actionnaires, dans un contexte économique stable. Mais ces résultats sont contestables et contestés par les études récentes dans le domaine (Flammer, 2015) car ils dépendent principalement de la nature des données collectées et de la méthodologie utilisée. De plus, le sens de la causalité entre la RSE et la performance financière fait également débat. Une meilleure performance environnementale, sociale et sociétale conduit-elle à une meilleure performance financière ou au contraire une bonne performance financière est-elle la condition préalable à l'adoption de pratiques de RSE ?

Un autre problème concerne l'impact de la gouvernance dans cette relation. En effet, les liens entre la RSE et la gouvernance sont abordés principalement dans la littérature scientifique au travers des conflits d'intérêts potentiels entre les différentes parties prenantes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Ntim et al., 2012).

C'est pourquoi nous cherchons à identifier dans cet article les antécédents de l'engagement RSE des très grandes entreprises cotées et ses conséquences en analysant l'engagement RSE des entreprises du S&P 500. Notre article est structuré de la manière suivante : après le développement de notre cadre théorique, nous présentons notre méthodologie, puis les résultats de nos estimations que nous discutons.

1/ Cadre théorique

1.1/ Antécédents de la RSE

La Commission Européenneⁱ définit dans son livre vert la responsabilité sociale des entreprises (RSE) à partir « des actions qui permettent à la firme, non seulement de satisfaire aux obligations juridiques applicables mais aussi aller au-delà et investir dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes ». Tandis qu'elle définit la gouvernance d'entreprise, en reprenant la définition de l'OCDEⁱⁱ, comme le système de direction et de contrôle des entreprises et comme un ensemble de relations entre la direction de l'entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et ses autres parties prenantes ». L'approche standard de la « bonne gouvernance » a été fondée initialement sur l'objectif de la maximisation de la valeur de la firme, c'est-à-dire sur l'alignement des intérêts des actionnaires et des managers au coût le plus faible (Turnbull, 2015). Pour ces deux concepts, la notion de partie prenante est centrale (même si la composition des parties prenantes diffère et cette notion est plus restrictive dans le cas de la

¹ McKinsey-BCCC, 2008, "Measuring the business value of social impact", survey, September.

gouvernance), ce qui explique que les liens entre la RSE et la gouvernance sont abordés principalement dans la littérature scientifique au travers des conflits d'intérêts potentiels entre les différentes parties prenantes (Aguilera et Cuervo-Cazurra, 2009; Ntim et al., 2012). Waddock et Graves (1997) défendent ainsi l'idée que la gouvernance a installé un équilibre entre les objectifs économiques et sociaux, aussi bien qu'entre objectifs individuels et ceux de la communauté. En fait, c'est en élargissant la problématique de la gouvernance à l'ensemble des parties prenantes, au lieu de prendre en compte uniquement l'intérêt des actionnaires comme dans la théorie originale de l'agence de Jensen et Meckling (1976), que de nombreux chercheurs en gouvernance se sont alors intéressés aux problématiques de la RSE. En particulier, en s'appuyant sur la *resource dependence theory* (Pfeffer et Salancik 1978), ces chercheurs ont analysés le lien entre différents attributs des conseils d'administration et la performance RSE des firmes (Hillman et Dalziel, 2003 ; Jo et Harjoto, 2012). Tsoutsoura (2004) a montré, à partir de firmes composant l'indice S&P 500, que quand les membres du conseil possèdent beaucoup d'actions, les firmes sont plus sensibles aux pratiques en matière de RSE. Pour Barnea et Rubin (2010), c'est plutôt les dirigeants et les cadres supérieurs qui tendent à surinvestir dans des activités de RSE afin d'établir leur propre réputation personnelle en tant que bons citoyens, ce qui peut engendrer des conflits avec les autres parties prenantes. Dans la même perspective, Ntim et Soobaroyen (2013) mettent en évidence que dans les firmes bien gouvernées, les dirigeants développent davantage de pratique en matière de RSE. Leurs résultats prouvent que la taille du conseil d'administration, sa diversité, et le nombre d'administrateurs indépendants affectent de manière significative l'adoption de pratiques en matière de RSE.

Globalement, la littérature a montré que certaines caractéristiques dans la composition ou le fonctionnement des conseils d'administration, dont les administrateurs externes, jouent un rôle de supervision visant à garantir un équilibre entre les intérêts des différentes parties prenantes et permettent d'expliquer les pratiques de RSE (Hillman et Dalziel, 2003 ; Mallin et al., 2013). Mais cette littérature comprend deux limites importantes. Premièrement, elle considère que les attributs des conseils d'administration sont exogènes (Rodrigue et al., 2013). Deuxièmement, elle est conceptuellement incomplète car elle ne permet pas d'identifier clairement les domaines de la gouvernance qui contribuent à une meilleure performance en matière de RSE. Or le renforcement des mécanismes de gouvernance depuis les différents scandales financiers, via notamment des lois ou codes de bonne gouvernance (Boulerne et Sahut, 2010), montre que c'est l'ensemble des différentes instances de supervision (conseil d'administration, comité d'audit, comité des rémunérations, etc.) qui est le garant d'une bonne gouvernance. C'est pourquoi, nous nous intéressons à l'ensemble des mécanismes de gouvernance (y compris le respect des droits des actionnaires, la transparence, et le contrôle effectué notamment par l'audit), et pas seulement au conseil d'administration dans cette étude. Nous supposons que tous ces mécanismes déterminent le niveau de « bonne gouvernance » des firmes et les incitent à développer leurs pratiques de RSE. Autrement dit, nous posons l'hypothèse suivante.

Hypothèse 1 : Plus les entreprises ont un score de gouvernance élevé, plus elles mettent en œuvre des pratiques de RSE.

De plus, l'engagement RSE de l'entreprise conduit à modifier significativement la structure et les fonctions du board. L'engagement RSE améliore la capacité de l'entreprise (1) à mener au sein du board un échange critique de point de vues (2) à conduire un processus de décision indépendant s'appuyant sur un board expérimenté, diversifié et indépendant.

L'engagement RSE améliore la capacité de l'entreprise à disposer d'un board efficace composé de comités dont les tâches et les responsabilités sont clairement définies.

Pour les déterminants financiers, la recherche s'est principalement basée sur la *slack resource theory* qui suggère qu'une meilleure performance financière se traduit par plus de ressources disponibles qui peuvent être allouées aux activités de RSE (Waddock et Graves, 1997). La disponibilité de ces ressources dépend de plusieurs facteurs dont la taille de l'entreprise, ainsi que l'intangibilité de ses actifs.

En se concentrant sur l'impact de la taille sur l'orientation en matière de RSE des firmes, Tsoutsoura (2004) prouve que les grandes sociétés sont plus aptes à adopter des stratégies de RSE que les PME. En fait, le rôle important des grandes sociétés dans l'économie les mène à rechercher une plus grande visibilité auprès des consommateurs, être plus transparente, ainsi qu'attractive pour des investisseurs. Ainsi, elles doivent intégrer un certain degré de RSE dans leurs activités pour améliorer leur réputation sur le marché. Utilisant différentes approches méthodologiques, Adams et al. (1998), Neu et al. (1998), Brammer et de Pavelin (2004), de Haniffa et de Cooke (2005), et de Cormier et al. (2005) montrent que la divulgation d'informations de RSE est liée à la taille des firmes. Ainsi, on s'attend à ce que les plus grandes firmes, lesquelles ont le risque systématique le plus élevé, accordent une plus grande importance aux conséquences à long terme de leurs décisions que les firmes plus petites qui se débattent pour survivre à court terme. Par conséquent, ces firmes s'engagent et communiquent davantage dans des activités de RSE pour réduire leur risque et rassurer leurs investisseurs. De plus, Luo et Bhattacharya (2006) argumentent que la taille de la société a un effet significatif et positif sur le rapport entre la RSE et la performance financière. Ils établissent que les grandes firmes s'engagent davantage dans des stratégies de RSE que les PME, ce qui leur permet d'avoir une performance financière supérieure.

Les investissements en actifs incorporels influencent également l'adoption de stratégie de RSE. Pour Surroca et al. (2010), ces actifs modèrent la relation entre les pratiques de RSE et la performance financière, et vice versa. Les actifs intangibles tels que la réputation, la confiance, et la capacité d'innover, qui ont été largement identifiées dans la littérature comme des déterminants de la performance financière, figurent à l'agenda de la RSE (Brondoni, 2010). Ainsi, un lien intime existe entre les actifs intangibles et la RSE, et nous pouvons supposer que les

investissements dans les actifs intangibles des firmes augmentent avec leur niveau de pratique en matière de RSE.

Parmi les études qui se sont intéressées à l'impact de la structure financière sur l'adoption des pratiques de RSE, Purushothaman et al. (2000) ont montré que plus les firmes sont endettées plus elles révèlent des informations financières et non financières, notamment en matière de RSE, pour rassurer leurs créanciers et investisseurs. Brammer et Millington (2008) avancent qu'un niveau élevé de dette affecte négativement la réputation de firme. Par conséquent, cette dernière devrait afficher de hauts standards en matière de RSE afin d'améliorer son image, et de diminuer ses risques et de rassurer les marchés boursiers. Mais, Zweibel (1996) soutient la proposition inverse. Un niveau de dette excessif augmenterait les charges d'intérêt, ce qui découragerait les investissements en matière de RSE du fait du manque de moyen. Ainsi, pour la firme, répondre aux exigences de rentabilité des actionnaires est souvent en conflit avec les coûts de mise en œuvre d'une stratégie de RSE. Pour cette raison, la capacité d'investir dans des actions de RSE d'une société dépendra de sa performance économique. Ainsi, les ressources financières allouées aux activités de RSE proviendraient simplement des opérations courantes, qui peuvent être mesurées par le résultat d'exploitation. L'avantage principal de cet indicateur financier est qu'il ne tient pas compte de la structure financière et des impôts (Ernst & Young, Corporate Responsibility Report, 2012).

Compte tenu des arguments développés ci-dessous, nous en déduisons les quatre hypothèses suivantes sur les déterminants des pratiques en matière de RSE.

Hypothèse 2a. La taille de la firme influence positivement la mise en œuvre de pratiques en matière de RSE.

Hypothèse 2b. Les investissements en actifs intangibles augmentent avec le niveau de ses pratiques en matière de RSE.

Hypothèse 2c. Le niveau d'endettement de la firme affecte positivement la mise en œuvre de pratiques en matière de RSE.

Hypothèse 2d. Le résultat d'exploitation d'une entreprise influence positivement son niveau de pratiques en matière de RSE.

1.2/ Conséquences de la RSE

Outre les études sur les déterminants de la RSE, le problème principal abordé par la littérature est l'impact de ces pratiques sur la performance financière.

La littérature a donné lieu à deux courants. Le premier qui domine la littérature a essayé d'examiner l'impact de la RSE sur la performance comptable. Tandis qu'un autre ensemble d'études s'est concentré sur la performance boursière. Même si les études fondées sur des mesures

comptables de la performance conduisent généralement à mettre en évidence une relation positive contrairement à celles utilisant des mesures boursières, aucun consensus clair n'apparaît dans la littérature, d'autant plus que ces deux approches sont empreintes de nombreuses faiblesses méthodologiques (Margolis et al., 2009 ; Flammer, 2015).

Le problème majeur des études avec des mesures comptables de la performance est la taille de l'échantillon, car il est limité aux observations annuelles, et elles sont très rarement réalisées sur de longues périodes (plus de 10 ans). Pour les études avec des mesures boursières, l'approche typique utilisée est l'étude d'événement. Le modèle simple et très critiqué du CAPM est de plus en plus abandonné en faveur des modèles à facteurs multiples tels que celui de Fama et French, ou encore du modèle de Carhart (Pasquini-Descomps et Sahut, 2015). Les régressions dans de tels modèles à facteurs multiples mènent généralement à des résultats légèrement positifs significatifs, tandis que les modèles basés sur le CAPM aboutissent à des résultats mixtes, et pas significatifs pour toutes les composantes de la RSE (Margolis et al., 2009). De plus, d'autres problèmes méthodologiques, comme le choix de la fenêtre d'événement, la paramétrisation du modèle de marché, et la présence d'événements créant du bruit, peuvent modifier les résultats empiriques et limiter considérablement l'intérêt de ce type d'étude (Flammer, 2015).

Plusieurs chercheurs ont trouvé une relation négative entre la RSE et la performance financière (McGuire et al., 1988; Preston et O' Bannon, 1997). Ces auteurs arguent du fait que les compagnies qui se sont engagées dans des actions de RSE supportent des coûts additionnels affectant négativement leur performance. Par conséquent, ils affirment que la RSE est coûteuse et diminue la performance des firmes. Ce raisonnement est basé sur le point de vue de Friedman (1970) et d'autres économistes néoclassiques, qui affirment que la mise en œuvre d'actions de RSE détourne la firme de son objectif qui est de faire des profits. Ce courant de recherche stipule que les pratiques de RSE sont associées à des coûts élevés qui réduisent la richesse des actionnaires, d'une part, et que les pratiques de responsabilité sociales devraient être approuvées en tant qu'élément de la stratégie globale de la firme uniquement quand elles sont susceptibles d'augmenter le rendement pour les actionnaires.

Un autre courant de recherche a constaté que la RSE n'affecte pas la performance financière (Aragón-Correa et Rubio-López, 2007; Mahoney et Roberts, 2007; McWilliams et Siegel, 2000). Fondé sur différents types d'échantillons de firmes, ces études soutiennent qu'il y a aucun rapport particulier entre la RSE et la performance financière des firmes. Cette *neutrality hypothesis* explique que les éventuelles corrélations entre ces deux facteurs résulteraient de variables intermédiaires intervenant de manière fortuite (Chand et Fraser, 2006).

Un troisième groupe de chercheurs, largement, le plus nombreux, a trouvé un rapport positif entre les activités de RSE et la performance financière (aussi bien pour des mesures comptables que boursières). Ils arguent du fait que les coûts des actions de RSE sont compensés par les avantages qu'ils procurent. Orlitzky et al. (2003) trouvent un rapport positif entre la RSE et la performance financière, du fait que notamment que la RSE augmente la réputation des firmes. En outre, ils

suggèrent que la RSE accroît les qualifications des gestionnaires et améliore l'efficacité organisationnelle des firmes. Margolis et al. (2009) ont élaboré une méta-analyse de 251 études sur la période 1972-2007 qui analysent la relation entre la RSE et la performance financière. Ils prouvent que la majorité des études mettent en évidence un rapport légèrement positif et significatif entre la mise en œuvre d'actions de RSE et la performance financière. En particulier, Tsoutoura (2004) trouve un impact significatif et positif entre les stratégies de RSE et la performance comptable mesurée par le ROE et le ROA. Cet auteur soutient que la performance socialement responsable peut être associée à une série d'avantages. Ces résultats corroborent les résultats des études précédentes entreprises dans différents pays, tels que Russo et Fouts (1997), Nakao et al. (2007), Scholtens (2008), Brammer et Millington (2008), Okamoto (2009), et Yang et al. (2010). La *slack resource theory* suggère que cette relation est réversible et peut créer un cercle vertueux. En effet, une cause déterminante principale de la mise en œuvre d'actions de RSE est la disponibilité des ressources financières, et les sociétés qui peuvent investir dans la RSE ont de meilleures performances (Waddock et Graves, 1997). Cependant, différentes études ont établi que la capacité des sociétés à investir dans la RSE dépend davantage de la taille, de l'endettement, et des investissements dans les intangibles plutôt que de la performance financière (Surroca et al., 2010). Ainsi, ces ressources, financières sont nécessaires et un préalable à la mise en œuvre d'actions de RSE lesquelles améliorent ensuite la performance financière. Ce problème est exploré dans nos hypothèses précédentes.

Etant donné les résultats empiriques contradictoires sur la relation entre la RSE et performance financière, nous proposons dans cet article de considérer cette relation dans un cadre flexible. Nous considérons tout d'abord que la performance comptable est une variable latente mesurée simultanément par deux variables ; le ROE et le ROA. Puis, nous mesurons dans quelle mesure la mise en œuvre d'activités de RSE par la firme affecte sa performance comptable. Par conséquent, notre troisième hypothèse est :

Hypothèse 3. Les pratiques en matière de RSE affectent positivement la performance comptable de la firme.

L'autre courant de la littérature sur la performance boursière a montré globalement une relation mixte entre la RSE et cette mesure de la performance financière, qui dépend de la méthodologie utilisée (Revelli et Viviani, 2013). Les études empiriques se répartissent en deux catégories : les études d'événements sur l'impact financier à court terme de la divulgation d'une information liée à la politique RSE des firmes, et les analyses sur la relation entre un indicateur de RSE d'une firme et sa performance boursière. Dans ce contexte, Navarro (1988) et Webb (1996) établissent que les pratiques en matière de RSE des firmes augmentent le volume de transaction et le prix de leur actions jusqu'à un certain seuil. Dowell et al. (2000), dans une étude de l'impact de la RSE, prouvent qu'un niveau élevé de divulgation d'information de RSE affecte positivement la performance boursière mesurée par le Q de Tobin. Se focalisant sur les sociétés grecques, Karagiorgos (2010) montre une corrélation positive entre le rendement des actions et les pratiques en matière de RSE. Il conclut que ses résultats devraient inciter les dirigeants

d'entreprises à mettre en œuvre des actions de RSE dans une large mesure afin d'améliorer l'efficacité du marché boursier. En dépit des coûts qui peuvent surgir en adoptant des pratiques de RSE, les compagnies pourraient ainsi atteindre des rendements boursiers plus élevés par l'amélioration de leur réputation sur le marché et une maximisation plus forte de leur valeur. Dans cette perspective, plusieurs études ont utilisé la mesure du Q du Tobin pour évaluer la performance boursière des firmes (King et Lenox, 2002; Ziegler et al., 2007). Kempf et Osthoff (2007) constatent notamment que la stratégie d'investissement consistant à acheter des actions avec un score de RSE élevé et vendre celles avec un score faible dégage des rendements anormaux élevés. En fait, ils soutiennent qu'adopter des principes de RSE accroît la réputation de la société sur le marché, et devient un facteur important pour attirer de nouveaux investisseurs. Compte tenu de cette discussion, nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 4 : La mise en œuvre de pratiques de RSE influence positivement la performance boursière des firmes.

Enfin, suite à des résultats non significatifs sur l'impact financier de la RSE considérée dans sa globalité, plusieurs chercheurs ont analysé une composante de la RSE afin de mieux isoler son impact réel. En particulier, Pasquini-Descomps et Sahut (2015) ont montré que les nouvelles en matière de RSE d'une compagnie n'avaient pas d'impact globalement sur les rendements de ses actions, mais que certains facteurs, comme l'environnement, ou encore la gestion des ressources humaines, pouvaient avoir un impact positif ou négatif selon les périodes considérées. En fait, les politiques ou actions de RSE peuvent se décomposer en trois grandes catégories (Dyer et Whetten, 2006) ; environnement, social (concerne les ressources humaines et donc des éléments internes à la firme), et sociétal (s'intéresse aux impacts des activités la firme sur la société).

Au niveau du facteur environnemental, la méta-analyse de Horvathova (2010) sur l'effet de la performance environnementale sur la performance financière des firmes met en lumière les effets suivants dans les études empiriques : positif pour 55%, neutre pour 30% et négatif pour 15%. De plus, les résultats de cette méta-analyse, tout comme les études sous-jacentes sur lesquelles elle repose, varient au fil du temps. Dans des travaux récents, Lioui et Sharma (2012) examinent cet effet en utilisant des données de 17 000 sociétés au cours de la période 1993-2007. Ils trouvent un impact négatif de cette composante de la RSE sur le rendement des actifs (ROA) et le Q de Tobin. Ils justifient cette relation négative par le fait que les investisseurs perçoivent principalement les initiatives en matière environnementale comme des coûts potentiels additionnels.

En ce qui concerne le facteur social, le lien est plus évident. De nombreuses études suggèrent que la manière dont une firme gère ses employés a une incidence sur sa performance financière (Berman et al., 1999). Au-delà des éléments salariaux, une plus grande satisfaction et reconnaissance au travail ont été également identifiés comme des éléments influant la motivation et la productivité des employés, de même que leurs perceptions concernant la RSE (Rupp et al., 2006). En fait, la réalisation d'actions de RSE à destination des employés nécessite davantage de

dépenses de coût de la main-d'œuvre, ce qui peut nuire à la performance financière, mais d'autre part, les employés seront encouragés à consacrer davantage d'efforts à leurs emplois, ce qui aura un effet positif sur la performance financière. A l'opposé, certains auteurs comme Pasquini-Descomps et Sahut (2015) ont également identifié une relation négative entre cette composante de la RSE et la performance boursière pendant des périodes particulière comme la crise financière de 2008, compte tenu du fait que les investisseurs s'intéressent alors uniquement aux réductions de coûts pour contrebalancer la baisse du chiffre d'affaires de leur firme.

Pour l'impact sociétal, la littérature s'est surtout intéressée aux grandes entreprises étant donné l'importance de leurs activités. Conformément à la théorie de la légitimité, cette composante de la RSE pourrait être utilisée par les firmes pour réduire le «fossé» de légitimité entre la façon dont elles souhaitent être perçues et la manière dont elles sont perçues (Campbell et al., 2003). Compte tenu des menaces liées à cette légitimité, qui peuvent provenir des médias, de l'évolution des normes sociales et des pressions institutionnelles, les sociétés vont développer des actions dans ce domaine de la RSE pour montrer qu'elles prennent leurs responsabilités dans la société. Les effets attendus sont une amélioration de leur réputation, et par conséquent de leurs ventes ainsi que de leur performance financière (Chalmers et Godfrey, 2004). Par conséquent, nous posons l'hypothèse suivante :

Hypothèse 5 : Les trois composantes de la RSE ont des impacts différents sur la performance financière des firmes.

2/ Méthodologie

L'identification des antécédents et des conséquences de la mise en œuvre d'une politique de responsabilité sociale dans l'entreprise nécessite de mettre en évidence la dynamique liant différents proxys de la RSE aux variables de l'étude susceptibles d'expliquer l'évolution des valeurs prises par ceux-ci. Toutefois, quel que soit la variable considérée la valeur courante de celle-ci peut dépendre, pour une part, de sa valeur durant les années passées. Par exemple, le niveau de l'engagement social d'une entreprise peut être lié aux efforts déjà entrepris dans ce domaine les années passées. De la même façon il est difficile d'hypostasier que les principales caractéristiques de la gouvernance sont redéfinies, depuis une feuille blanche chaque année. Enfin les ratios financiers sont animés par une dynamique qui ne s'épuise pas à la fin de chaque exercice comptable et les valeurs de ceux-ci peuvent montrer des corrélations temporelles significatives. D'autre part, les études passées indiquent que les dynamiques à l'œuvre sont propres à chaque entreprise (Black et al. 2006, Boncori et al. 2016). Ce qui signifie que les effets fixes individuels sont importants et que les dynamiques d'ordre microéconomiques peuvent être

obscurcies par des biais d'agrégation. Enfin, et comme un bon nombre des modèles de gestion, nous ne pouvons exclure toute rétroaction des chocs actuels ou passés sur la valeur courante des variables explicatives. Ces dernières ne sont donc pas strictement exogènes et ceci interdit d'utiliser des modèles de régressions de panel basés sur les moindres carrés ordinaires ou les doubles moindres carrés.

Pour toutes ces raisons nous avons choisi d'utiliser dans notre étude la méthode des moments généralisés en système (GMM-SYS) en deux étapes proposée par Blundell et Bond (1998). Cette méthode est conçue pour l'étude dynamique d'échantillons caractérisés par des séries temporelles courtes, généralement inférieures à dix ans, et un grand nombre d'observations. Le modèle est traité comme un système d'équations, une par année et Roodman (2006) montre que la méthode des moments généralisés en système autorise une grande hétérogénéité entre les individus ainsi que la présence d'erreurs idiosyncrasiques, hétéroscédastiques et corrélées pour un même individu. Notre panel n'étant pas cylindré nous traitons les instruments suivant les recommandations de Holtz-Eakin et al. (1988) : Un ensemble d'instruments est construit à partir de la variable dépendante retardée. Cet ensemble d'instruments est ensuite transformé en un vecteur dans le but de générer une condition de moment qui fait sens. Enfin nous appliquons la correction proposée par Windjmeijer (2005) sans laquelle les variances des paramètres estimés tendraient à être biaisées vers le bas.

La validité du modèle économétrique nécessite de tester : (1) les auto-corrélations sérielles d'ordre un et deux des résidus grâce au test d'Arellano et Bond ; (2) la pertinence des variables retardées utilisées comme instrument à l'aide du test de sur-indentification proposé par Hansen. De plus Roodman (2009) montre qu'un très grand nombre d'instruments peuvent être collectivement invalides parce qu'ils conduisent à un sur-ajustement des variables endogènes. Pour cette raison nous limitons l'intervalle temporel des instruments à deux années.

Si ces conditions sont remplies Blundell and Bond (1998) montrent que les estimateurs de la méthode des moments généralisés en système sont convergents.

Nous présentons ici les bases de données utilisées pour constituer notre échantillon ainsi que les variables de notre étude.

2.1/ Echantillon

Notre échantillon est composé des 404 entreprises industrielles listées au Standard & Poor's 500 durant la période 2007-2014. Les variables de gouvernance et celles évaluant la responsabilité sociale de ces entreprises ont été tirées de la base Asset4 proposée par Thomson Reuters, les variables financières sont extraites de la Base Orbis du Bureau van Dijk.

La base de données Asset4 propose une information objective, pertinente et systématique concernant la responsabilité sociale ou les pratiques de gouvernance de 3200 entreprises globales. Ainsi, 750 données collectées au moins annuellement sont utilisées pour calculer 250 indicateurs clés de performance (ICP). Ces ICP sont organisés en 15 catégories servant à établir le score de chaque entreprise sur les 3 scores piliers : environnement (3 catégories : réduction des émissions, réduction des ressources et innovation produit) ; social (7 catégories : qualité de l'emploi, santé et sécurité, formation et développement, diversité, droits de l'homme, communauté, produit responsable) et gouvernance (5 catégories : structure du conseil d'administration, fonctions du conseil d'administration, politique de rétribution, droits des actionnaires, vision et stratégie). Les sources primaires de données utilisées par Asset4 pour établir les différents scores incluent toutes l'information fournie par l'entreprise aux autorités des marchés financiers, les rapports annuels et les rapports de RSE, l'information disponible sur les sites des organisations non-gouvernementales ou celle fournie par la presse généraliste ou économique. A l'instar de Shaukat et al. (2016) nous utilisons les scores des piliers environnement et société ainsi que les scores catégoriels relatifs à l'engagement sociétal et à l'engagement RSE pour cerner les différentes dimensions de la responsabilité sociale des entreprises de notre échantillon. Les pratiques de gouvernance de ces entreprises sont évaluées au travers des caractéristiques et des fonctions du conseil d'administration. Nous prenons également en compte le pourcentage des membres indépendants du conseil d'administration grâce à une variable indicatrice. Shaukat et al. indiquent qu'un nombre croissant d'analyse de l'engagement social et environnemental des entreprises américaines utilisent la base Asset4 (Cheng et al., 2014 ; Ionno et Serafeim, 2012 ; Kocmanova et al., 2011). Comparée à sa rivale KLD, les scores fournis par Asset4 s'appuieraient sur une méthode de calcul plus compréhensible et entraînant moins de biais que le système de notation binaire utilisé par KLD.

Nous avons complété l'information tirées d'Asset4 par un large ensemble de variables financières issues de la base de données Orbis. Cette base permet d'accéder à l'ensemble de l'information

comptable et financière collectée par les organismes réglementaires auprès de plus de 170 millions d'entreprises à travers le monde. L'OCDE utilise régulièrement cette base de données pour ses analyses micro-économiques (Ribeiro et al., 2010).

2.2/ Variables d'étude

Deux types de variables ont été utilisés dans notre étude. Premièrement, nous avons extrait de la base Asset4 des informations concernant l'engagement environnemental et social des entreprises du Standard & Poor's 500. Asset4 nous a également permis d'accéder à une évaluation des pratiques de gouvernance de ces entreprises. Deuxièmement nous avons tirés de la base Orbis les variables financières utiles à notre étude. Nous distinguons parmi ces variables celles faisant l'objet de notre analyse de celles utilisées comme variables de contrôle.

Variables reflétant l'engagement social et environnemental des entreprises

Stratégie RSE de l'entreprise (SRSE)

Peu d'études ont à ce jour identifié des variables susceptibles de capturer la position stratégique de la direction de l'entreprise vis-à-vis de ses responsabilités sociales et environnementales. Asset4 propose une variable catégorielle, dénommée « Intégration, vision et stratégie » permettant d'évaluer le degré d'engagement de l'entreprise et l'efficacité de ses décisions quant à ces responsabilités. Le glossaire d'Asset4 donne la définition suivante de cette variable : « la variable intégration / vision et stratégie mesure l'engagement et l'efficacité de la direction de la société en vue de la création d'une vision globale et d'une stratégie intégrant les aspects financiers et extra-financiers. Il reflète la capacité d'une entreprise à démontrer et à communiquer de manière convaincante qu'elle intègre les dimensions économique (financière), sociale et environnementale dans ses processus décisionnels au jour le jour. » La valeur prise par cette variable synthétise les scores de l'entreprise pour (1) la décision d'établir un comité RSE, (2) la décision de se conformer aux directives du Global Reporting Initiative (GRI)², (3) la décision de

² Le GRI est un organisme international indépendant qui aide les entreprises, les gouvernements et d'autres organisations à comprendre et à communiquer l'impact des affaires sur les questions critiques de développement durable telles que le changement climatique, les droits de l'homme, la corruption et bien d'autres. Les normes GRI sont les premières normes mondiales en matière de rapports sur le développement durable. Elles présentent une structure modulaire et inter reliée et représentent les meilleures pratiques mondiales pour rendre compte de toute une série d'impacts économiques, environnementaux et sociaux.

créer et de maintenir une audit externe des rapports RSE, (4) la décision d'intégrer les rapports financiers et extra-financiers de l'entreprise, (5) la décision d'établir un rapport des activités RSE de l'entreprise.

A la suite de Shaukat et al. (2016) nous pensons que ces décisions reflètent le comportement proactif de l'entreprise et l'étendue de ses engagements vis-à-vis de la RSE. Nous adoptons donc comme proxy de la stratégie RSE (SRSE) de l'entreprise la variable Intégration, vision et stratégie proposée par Asset4.

Engagement environnemental de l'entreprise (PE)

Le pilier environnement d'Asset4 synthétise les scores obtenus par l'entreprise quant à la réduction de ses émissions, la réduction des ressources qu'elle utilise et l'innovation éco-efficiente incluse dans produit. Le glossaire d'Asset4 atteste que le pilier environnement « mesure l'impact d'une entreprise sur les systèmes naturels vivants et non vivants, y compris l'air, la terre et l'eau, ainsi que sur les écosystèmes complets. Il reflète la façon dont une entreprise utilise les meilleures pratiques de gestion pour éviter les risques environnementaux et capitaliser sur les possibilités environnementales afin de générer une valeur à long terme pour les actionnaires. » Pour établir ce score les évaluateurs d'Asset4 utilisent des informations concernant l'énergie utilisée par l'entreprise, ses émissions de CO₂, l'eau et les déchets qu'elle recycle. Toutes les controverses concernant les déversements ou la pollution engendrée par l'activité de l'entreprise sont également prises en compte dans la notation.

Nous utilisons donc le pilier environnement (PE) comme proxy de la performance environnementale de l'entreprise.

Engagement social de l'entreprise (PS)

Le pilier social d'Asset4 mesure la capacité de l'entreprise d'acquérir la confiance et la fidélité de son personnel, de ses clients et de la société, grâce à l'utilisation des meilleures pratiques de gestion. Il reflète la réputation de l'entreprise et la santé de son exploitation, qui sont des facteurs clés pour déterminer sa capacité à générer une valeur actionnariale à long terme.

Cette variable synthétise les scores de l'entreprise sur les items suivants : (1) le taux de rotation de l'emploi, (2) le nombre d'accidents du travail, (3) le nombre d'heures de formation, (4) les controverses sur la santé et la sécurité au travail.

Nous utilisons donc le pilier social (PS) comme proxy de la performance sociale de l'entreprise.

Engagement sociétal de l'entreprise (ES)

La structure d'Asset4 montre que la performance sociétale de l'entreprise est ici considérée comme une dimension de sa performance sociale qui l'englobe.

Pour les besoins de notre étude nous avons tout de même extrait les scores obtenus par les entreprises de notre échantillon sur la variable catégorielle « Société / Communauté » qui apparaît être un bon proxy de la performance sociétale. En effet, le glossaire de la base définit cette variable comme suit : « La catégorie société / communauté mesure l'engagement et l'efficacité d'une entreprise en matière de gestion de sa réputation au sein de la collectivité (locale, nationale et mondiale). Elle reflète la capacité d'une entreprise à gérer son exploitation en étant un bon citoyen (dons de liquidités, de biens ou de temps du personnel, etc.), en protégeant la santé publique (éviter les accidents du travail, etc.) et en respectant l'éthique commerciale (Corruption, etc.).

Variables reflétant la qualité des pratiques de gouvernance des entreprises

Structure du conseil d'administration (BS)

La variable catégorielle « structure du conseil d'administration » mesure l'engagement et l'efficacité de la direction de la société en ce qui concerne le respect des principes de bonne gouvernance d'entreprise liés à une composition équilibrée du conseil d'administration. Il reflète la capacité d'une entreprise à assurer un échange critique d'idées et un processus décisionnel indépendant par l'intermédiaire d'un conseil d'administration expérimenté, diversifié et indépendant.

Notre objet d'étude nous conduit à porter une attention particulière à l'indépendance des membres du conseil d'administration. Nous avons donc extrait de la variable catégorielle BS le score obtenu par les entreprises de notre échantillon sur la variable suivante.

Membres indépendants du conseil d'administration (BI)

Cet indicateur est calculé à partir du pourcentage des administrateurs indépendants déclarés par l'entreprise.

Fonction du conseil d'administration (BF)

La variable catégorielle « fonctions du conseil d'administration » mesure l'engagement et l'efficacité de la direction de la société en matière de respect des meilleures pratiques des

principes de gouvernance liés aux activités et aux fonctions du conseil d'administration. Elle reflète la capacité d'une entreprise à avoir un conseil d'administration efficace en mettant en place les comités essentiels dont les tâches et les responsabilités sont clairement définies.

Variables financières faisant l'objet de l'analyse

Q de Tobin (TQ)

Le Q de Tobin a été approximé de la façon suivante :

$TQ = \frac{\text{Valeur de marché des actions ordinaires} + \text{valeur comptable des actions privilégiées} + \text{valeur comptable des dettes de long terme} + \text{valeur comptable du passif circulant} - (\text{valeur comptable de l'actif courant} - \text{valeur comptable des stocks})}{\text{valeur comptable du total de l'actif}}$

Rentabilité des actifs (ROA)

Le ROA a été calculé de façon classique comme le rapport entre le résultat net et le total des actifs.

Rentabilité des capitaux propres (ROE)

Le ROE a été calculé comme le rapport entre le résultat net et les capitaux propres de l'entreprise.

Taux d'endettement (G)

Il est calculé de la façon suivante :

$G = \frac{\text{passif non courant} + \text{dette}}{\text{capitaux propres}}$

Variables financières de contrôle

Deux variables ont été utilisées comme proxys de la taille de l'entreprise :

- *L'actif total (TA)*
- *Le chiffre d'affaires (CA)*

Les ressources financières disponibles ont été approximée par le slack (SL) calculé de la façon suivante :

$(SL) = \frac{[(\text{trésorerie} + \text{placements à court terme} + \text{total des créances})]}{\text{valeur comptable du total des actifs}}$

3/ Analyse Empirique

3.1/ Statistiques descriptives et corrélations

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives des variables utilisées pour notre étude. Les moyennes et les médianes des variables associées aux engagements extra-financiers des entreprises du S&P 500 sont beaucoup plus faibles que celles des variables relatives aux bonnes pratiques de la gouvernance actionnariale. Les écart-types et les écarts interquartiles des variables liées aux engagements extra-financiers sont de leur côté plus importants que ceux des variables de la gouvernance actionnariale. Ainsi, si les bonnes pratiques de la gouvernance actionnariale semblent faire consensus et sont très largement mises en œuvre par les entreprises du S&P 500, l'engagement de celles-ci vis-à-vis de leurs engagements environnementaux, sociaux et environnementaux apparait très divers. Les maximums associés à ces variables indiquent que certaines entreprises du S&P500 adhèrent à ces enjeux et démontrent leur volonté d'action face à ceux-ci. Les minimums ainsi que les valeurs associées au premier quartile (Q1) de ces variables signalent qu'un quart au moins de ces très grandes entreprises prennent peu en compte ces nouvelles exigences. Les variables financières (TQ, ROA, ROE, G, TA, CA, SL) montrent des profils de distribution similaires. En effet la comparaison des médianes et des moyennes de ces variables indiquent que la distribution de ce celles-ci est fortement dissymétrique à droite. Les importantes différences de dispersion des variables et l'asymétrie de distribution des variables financières nous conduit à normaliser les variables de notre étude. Dans le restant de l'article nous faisons précéder d'un Z l'abréviation de chacune des variables pour indiquer qu'il s'agit de la variable transformée.

Tableau 1. Statistiques descriptives des variables d'étude

Variabes	Médiane	Moyenne	Ecart-type	Q1	Q3	Ecart interquartile	Min	Max	Nombre d'observations
SRSE	56.1	53.84	32.98	16.6	88.1	71.5	8.57	94.56	2204
PE	70.5	59.7	31.13	27.7	88.5	60.8	8.68	95.06	2267
PS	67.14	61.05	27.81	38.8	85.6	46.8	3.75	96.96	2268
ES	67.82	63.36	23.63	46.7	83.1	36.4	13.49	99.9	2239
BS	85.35	80.27	13.46	76.2	89.2	13	2.54	92.94	2212
BI	83.4	79.66	12.39	75	88.4	13.4	1.7	94.8	2164
BF	82.28	79	11.92	79.4	85	5.6	2.62	92.37	2211
TQ	1.17	1.55	1.36	.68	1.94	1.26	.3	15.19	3150
ROA	6.68	6.9	8.41	3.4	10.5	7.1	-20.07	26.69	3307
ROE	14.97	18.74	46.17	8.92	23.1	14.18	-14.8	125.34	3212
G	89.05	131.43	139.24	46.8	168	121.2	.98	750.6	3147
TA (M\$)	12 600	27 600	53 400	5 467	30 000	24 533	334.36	233 000	3307
CA (M\$)	8 306	20 600	41 100	4061	18600	14 539	72	48 600	3292
SL	.1855	.2223	.1742	.09	.31	.22	0	3.04	3295

Le tableau 2 présente les corrélations 2 à 2 des variables de notre étude. Pour mémoire nous indiquons les résultats des tests de corrélation de Pearson. Toutefois la nature de nos variables (indices et ratios) incite à interpréter avec beaucoup de prudence les résultats de ces tests (Aldrich, 1995). Les corrélations entre les variables reflétant les engagements extra-financiers (ZRSE, ZPS, ZES) des entreprises du S&P 500 apparaissent très élevées. De la même façon les variables reflétant les bonnes pratiques de la gouvernance actionnariale (ZBS, ZBI, ZBS) sont également importantes. Le niveau d'engagement environnemental, social et sociétal des entreprises de notre échantillon apparaît modérément corrélé aux pratiques de la gouvernance actionnariale. Enfin, les corrélations négatives, bien que d'ampleurs modérées, entre les variables ZRSE, ZPE, ZPS et ZES d'une part et les Q de Tobin ou les ROA des entreprises de l'autre, sont également notables.

Tableau 2. Corrélations 2 à 2 des variables normalisées de l'étude
La significativité des tests de corrélation de Pearson est indiquée entre parenthèses.

	ZRSE	ZPE	ZPS	ZES	ZBS	ZBI	ZBF	ZTQ	ZROA	ZROE	ZG	ZTA	ZCA	ZSL
ZRSE	1													
ZPE	.815 (.000)	1												
ZPS	.5371 (.000)	.524 (.000)	1											
ZES	.6061 (.000)	.589 (.000)	.489 (.000)	1										
ZBS	.1017 (.000)	.12 (.000)	.135 (.000)	.127 (.000)	1									
ZBI	.293 (.000)	.256 (.000)	.243 (.000)	.249 (.000)	.322 (.000)	1								
ZBF	.1989 (.000)	.211 (.000)	.134 (.000)	.225 (.000)	.409 (.000)	.305 (.000)	1							
ZTQ	-.296 (.000)	-.247 (.000)	-.137 (.000)	-.22 (.000)	-.008 (.714)	-.093 (.000)	-.192 (.000)	1						
ZROA	-.095 (.000)	-.034 (.115)	-.065 (.001)	-.062 (.005)	.015 (.512)	-.071 (.002)	-.091 (.000)	.429 (.000)	1					
ZROE	-.018 (.000)	.019 (.397)	.035 (.089)	.017 (.451)	-.013 (.558)	-.012 (.6023)	-.019 (.412)	.137 (.000)	.456 (.000)	1				
ZG	.139 (.000)	.093 (.000)	.056 (.007)	.128 (.000)	.005 (.822)	.128 (.000)	.087 (.000)	-.278 (.000)	-.236 (.000)	.109 (.000)	1			
ZTA	.302 (.000)	.277 (.000)	.214 (.000)	.082 (.000)	.005 (.825)	.106 (.000)	.058 (.01)	-.18 (.000)	-.053 (.002)	-.018 (.299)	.16 (.000)	1		
ZCA	.257 (.000)	.245 (.000)	.21 (.000)	.064 (.004)	.009 (.700)	.046 (.041)	.052 (.019)	-.127 (.000)	.007 (.690)	.013 (.472)	.04 (.027)	.665 (.000)	1	
ZSL	-.162 (.000)	-.054 (.014)	-.044 (.029)	-.091 (.000)	.012 (.596)	-.099 (.000)	-.117 (.000)	.436 (.000)	.275 (.000)	.095 (.000)	-.275 (.000)	-.114 (.000)	-.089 (.000)	1

Enfin, Orlitzky et Benjamin (2001) lient l'engagement socialement responsable des entreprises à leur profil de risque. Par conséquent, et plutôt que de catégoriser les entreprises de notre

échantillon par secteur d'activité nous avons utilisé une nomenclature en 5 profils de risque directement issue des travaux de Fama et French (1997). Le tableau 3 rend compte de la répartition de notre échantillon suivant cette nomenclature. La répartition par profil de risque semble relativement bien équilibrée même si la distribution et les biens manufacturés autres que les biens de consommation courante dominant dans notre échantillon.

Table 3. Répartition des entreprises de notre échantillon par profil de risque

	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Biens de consommation courante, distribution de gros et de détail	909	25%	25%
Autres biens manufacturés et Energie	1044	28.71%	53.71%
Equipement de haute technologie à usage professionnel	639	17.57%	71.29%
Services informatiques	486	13.37%	84.65%
Santé, équipements médicaux, pharmacie	558	15.35%	100%

3.2/ Résultats économétriques

Nous présentons ici les résultats des modèles GMM-SYS en deux étapes avec correction d'échantillon fini et estimateur robuste des écart-types (White, 1980).

Premièrement, nous évaluons la validité de notre spécification. Pour chaque modèle GMM-SYS, nous calculons le test J de Hansen concernant les restrictions de sur-identification ainsi que le test d'Arellano et Bond (1991) relatif aux autocorrélations sérielles de premier et de second ordre. Le test Hansen J valide l'adéquation des instruments utilisés dans les modèles GMM-SYS. Le test d'Arellano et Bond d'autocorrélation sérielle de premier ordre doit être significatif et négatif, tandis que le test d'autocorrélation de second ordre doit être rejeté. Si ces conditions sont remplies la convergence des estimateurs GMM-SYS est assurée.

Le tableau 4 présente les résultats de notre recherche des antécédents financiers d'un renforcement des engagements extra-financiers des entreprises du S&P 500. Il apparaît tout d'abord que l'engagement RSE passé influence fortement, positivement et très significativement l'engagement RSE actuel de l'entreprise (Modèle I, Modèle II et Modèle III). Par conséquent les firmes qui ont engagé une démarche de RSE ont tendance à approfondir celle-ci année après année. Par ailleurs et comme attendu le taux d'endettement passé a un impact positif mais modérément significatif (Modèle I) sur l'engagement actuel de l'entreprise en matière de RSE. Le rendement passé des actifs influence également mais dans une moindre mesure la politique RSE de l'entreprise (Modèle II). Enfin, celle-ci ne semble pas liée aux disponibilités financières des entreprises du S&P 500 (Modèle III).

Table 4. Effets de l'endettement, de la rentabilité des actifs et des disponibilités financières antérieurs sur l'engagement RSE des entreprises du S&P 500

	Modèle I GMM-SYS	Modèle II GMM-SYS	Modèle III GMM-SYS
ZSRSE _(t-1)	.539*** (.000)	.304*** (.000)	.217*** (.000)
ZG _(t-1)	.153** (.022)		
ZROA _(t-1)		.07** (.042)	
ZSL _(t-1)			.019 (.135)
ZCA _(t-1)	-.0433 (.589)		
ZTA _(t-1)		.08 (.112)	-.062 (.153)
Constante	-.375	.225	.210
Profil de risque (dummies)	Inclus	Inclus	Inclus
Test de Hansen test χ^2 (p-value)	.179	.223	.246
Test d'Arellano-Bond pour AR(1)	-2.81***	-5.97***	-5.53***
Test d'Arellano-Bond pour AR(2)	-1.2	-2.08	-1.88
Nombre d'instruments	27	31	23
Nombre d'observations	1572	1667	1655
Nombre de groupes	350	359	357

*p < 0.1; **p < 0.05; ***p < 0.01

Par ailleurs, nous avons testé des modèles incluant les pratiques de la gouvernance actionnariale comme antécédents de l'engagement RSE des entreprises. Cependant nous n'avons pas réussi à construire un seul modèle valide incluant les variables BS, BI, BF comme antécédent d'un renforcement des engagements RSE. Nous en déduisons qu'on ne peut rejeter l'hypothèse que le perfectionnement des bonnes pratiques de la gouvernance actionnariale sont sans incidence sur l'engagement RSE des entreprises du S&P 500.

Heureusement pour notre article, l'inverse n'est pas vrai et nous présentons dans le tableau 5 les effets d'un engagement RSE sur les pratiques de gouvernance des entreprises de notre échantillon. L'engagement passé de RSE a des impacts positifs sur la qualité de la gouvernance actionnariale. D'un côté la RSE fait progresser très significativement le fonctionnement du conseil d'administration (Modèle IV). Ensuite elle améliore la structure de ce conseil (Modèle V), Enfin, et même si l'effet apparaît plus modéré, les engagements passés de RSE entraînent une augmentation du nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration des entreprises du S&P500 (Modèle VI).

Table 5. Effets de l'engagement passé de RSE des entreprises du S&P 500 sur la structure, les fonctions du conseil d'administration ainsi que sur le pourcentage d'administrateurs indépendants.

	Modèle IV GMM-SYS	Modèle V GMM-SYS	Modèle VI GMM-SYS
ZBF _(t-1)	.297*** (0.001)		
ZBS _(t-1)		.307*** (.000)	
ZBI _(t-1)			.844*** (0.000)
ZSRSE _(t-1)	.222*** (0.001)	.162** (.048)	.057* (0.052)
ZCA _(t-1)	-.045 (.528)	-.121 (.877)	.141 (.678)
Constante	.174 (.528)	.042 (0.1)	.544 (.562)
Profil de risque (dummies)	Inclus	Inclus	Inclus
Test de Hansen test χ^2 (p-value)	.327	.156	.168
Test d'Arellano-Bond pour AR(1)	-4.71***	-6.98***	-5.94***
Test d'Arellano-Bond pour AR(2)	-.98	-1.6	-.07
Nombre d'instruments	37	37	21
Nombre d'observations	1627	1634	1571
Nombre de groupes	350	349	353

Nous avons également étudié les effets de la RSE sur les indicateurs comptables et financiers des entreprises de notre échantillon. Les résultats sont présentés dans le tableau 6. Il apparaît que l'engagement RSE des entreprises du S&P500 n'affectent pas significativement leur ROA (modèle VII) ni leur ROE (modèle VIII). Le modèle IX met en évidence l'impact négatif et significatif au seuil de 5% d'un approfondissement de l'engagement RSE sur le Q de Tobin de l'entreprise l'année suivante. Toutefois cet effet s'estompe rapidement et le modèle X montre que l'approfondissement de l'engagement RSE est sans conséquence sur le Q de Tobin de l'entreprise deux ans plus tard. Par conséquent, il est possible que l'annonce de l'approfondissement de l'engagement RSE soit tout d'abord sanctionné par les marchés avant que ceux-ci admettent qu'un tel engagement est sans conséquence sur les opportunités de création de valeur de l'entreprise.

Table 6. Effets de l'engagement passé de RSE sur les rentabilités des actifs et des capitaux propres des entreprises du S&P 500.

	Modèle VII GMM-SYS	Modèle VIII GMM-SYS	Modèle IX GMM-SYS	Modèle X GMM-SYS
ZROA _(t-1)	.313*** (.000)			
ZROE _(t-1)		.231** (.033)		

ZTQ _(t-1)			.776*** (.000)	.757*** (.000)
ZSRSE _(t-1)	.19 (.88)	-.178 (.657)	-.139** (.025)	
ZSRSE _(t-2)				-.003 (.998)
ZCA _(t-1)	-.069 (.0708)		.	
ZTA(t-1)		-.210 (0.533)	.0112 (.599)	.368 (.119)
Constante	-.299 (.539)	-.48	.22 (.825)	.115 (.902)
Profil de risque (dummies)	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus
Test de Hansen test χ^2 (p-value)	.273	.229	.180	.482
Test d'Arellano-Bond pour AR(1)	-4.3***	-2.2***	-2.78***	-3.61***
Test d'Arellano-Bond pour AR(2)	-1.15	-1.95	-1.27	-1.74
Nombre d'instruments	31	26	35	31
Nombre d'observations	2000	1951	1870	1622
Nombre de groupes	361	359	348	348

Dans le but d'approfondir cette hypothèse nous avons étudié les effets, à un et deux ans, des engagements sociaux, sociétaux et environnementaux des entreprises du S&P 500 sur le Q de Tobin de celles-ci. Les résultats des tests sont présentés dans le tableau 7. Ces résultats indiquent que les engagements sociaux, sociétaux et environnementaux des entreprises de notre échantillon influence de façon négative leurs Q de Tobin l'année suivante. Toutefois les impacts des engagements sociaux environnementaux et sociaux sur le Q de Tobin sont d'une ampleur limitée et faiblement significative. A l'inverse l'approfondissement de l'engagement environnemental de l'entreprise apparait fortement et très significativement sanctionné par les marchés l'année suivante. A l'horizon de deux ans, nous notons que les effets de ces engagements sur le Q de Tobin des entreprises du S&P 500 s'estompent rapidement et sont insignifiants.

Table 7. Effets des engagements sociaux, sociétaux et environnements des entreprises du S&P 500 sur le Q de Tobin des ces entreprises.

	Modèle XI GMM-SYS	Modèle XII GMM-SYS	Modèle XIII GMM-SYS	Modèle XIV GMM-SYS	Modèle XV GMM-SYS	Modèle XVI GMM-SYS
ZTQ _(t-1)	.2616*** (.000)	.597*** (.000)	.844*** (.000)	.793*** (.000)	.885*** (.000)	.735*** (.000)
ZPS _(t-1)	-.059* (.079)					
ZPS _(t-2)		.0182* (.098)				
ZES _(t-1)			-.074** (.033)			
ZES _(t-2)				.012 (.684)		

ZPE _(t-1)					-.253*** (.002)	
ZPE _(t-2)						.022 (.782)
ZROE _(t-1)	-.015 (.119)	.003 (.706)	.01 (.351)	.281** (.015)	.0156 (.154)	.346** (.01)
Constante	.287 (115)	-.049 (.894)	.144 (.720)	-.053 (.857)	.568 (.260)	-.204 (.707)
Profil de risque (dummies)	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus	Inclus
Test de Hansen test χ^2 (p-value)	196	.129	.360	.386	.436	.354
Test d'Arellano-Bond pour AR(1)	-2.35***	-4.76***	-3.78***	-4.29***	-3.75***	-4.14***
Test d'Arellano-Bond pour AR(2)	-1.29	-1.52	-1.21	-1.64	-1.21	-1.24
Nombre d'instruments	37	37	35	31	35	31
Nombre d'observations	2272	2035	1929	1673	1928	1673
Nombre de groupes	323	320	359	357	359	357

Conclusion

Notre étude contribue à mieux cerner les intérêts liés l'engagement RSE des très grandes entreprises cotées. Tout d'abord les modèles autorégressifs mis en œuvre montrent que cet engagement présente un effet cumulatif : les entreprises engagées dans une démarche RSE ont tendance à approfondir celle-ci année après année. Ce point éclaire le caractère pérenne de l'engagement RSE des grandes entreprises qui s'inscrit donc dans une politique de long terme. Seules les baisses du ROA ou du taux d'endettement de l'entreprise semblent en mesure de ralentir la dynamique à l'œuvre.

Ensuite, les résultats des tests indiquent que la RSE ne tire pas ses origines des pratiques de bonne gouvernance des entreprises. La RSE n'est donc pas un prolongement, un élargissement ou un approfondissement naturel des pratiques de gouvernance. Elle n'est pas non plus une étape supplémentaire à franchir lorsque les intérêts des actionnaires sont satisfaits. Au contraire nous montrons que la RSE en améliorant (1) la capacité de l'entreprise à mener au sein du conseil d'administration un échange critique de points de vue et (2) les processus de décisions dans l'entreprise contribue à une meilleure gouvernance de l'entreprise.

Toutefois les effets de la RSE sur les indicateurs de la performance comptable ou financière de l'entreprise apparaissent diffus, faiblement significatifs et d'une ampleur réduite. Par conséquent si les politiques RSE des entreprises ne s'opposent pas à la maximisation des indicateurs de

performance de l'entreprise il semble difficile de justifier de telles politiques par la recherche d'une optimisation de critères économiques traditionnels.

Finalement, les données à notre disposition ainsi que les règles restrictives du FASB concernant l'activation des dépenses effectuées en vue de la constitution d'actifs intangibles ne nous a pas permis d'apprécier si la RSE contribuait à la construction d'un capital-réputation (Bebbington et al. 2008) susceptible de sécuriser les flux de revenus de l'entreprise. Cependant, à l'issue de ce travail nous pensons les politiques RSE des grandes entreprises pourraient être reliées à la constitution d'actifs intangibles et nous espérons explorer prochainement cette voie de recherche.

Références

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations." *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Bebbington, J., Larrinaga, C., & Moneva, J. M. (2008). "Corporate social reporting and reputation risk management." *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 337-361.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea." *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models." *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boncori, A. L., Braune, E., & Mahieux, X. (2016). "Corporate Commitments to Stakeholders over Time and Across Countries: A European Comparative Study (2000-2010)." *Management International/International Management/Gestión Internacional*, 20.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). "Corporate social responsibility and access to finance." *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). "Industry costs of equity." *Journal of financial economics*, 43(2), 153-193.
- Holtz-Eakin, D., Newey, W., & Rosen, H. S. (1988). "Estimating vector autoregressions with panel data." *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1371-1395.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). "What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions." *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834-864.
- Kocmanová, A., Hrebicek, J., & Docekalova, M. (2011). "Corporate governance and sustainability." *Economics & Management*, 16, 543-550.

Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). "Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review." *Business & Society*, 40(4), 369-396.

Ribeiro, S. P., Menghinello, S., & De Backer, K. (2010). "The OECD ORBIS database: Responding to the need for firm-level micro-data in the OECD." *OECD Statistics, Working Papers*, 2010(1), 1.

Roodman, D. (2006). "How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata." *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.

Roodman, D. (2009). "A Note on the Theme of Too Many Instruments," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Department of Economics, University of Oxford*, 71(1), 135-158.

Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). "Board attributes, corporate social responsibility strategy, and corporate environmental and social performance." *Journal of Business Ethics*, 135(3), 569-585.

White, H. (1980). "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity." *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838.

Windmeijer, F. (2005). "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators." *Journal of econometrics*, 126(1), 25-51.

ⁱ Commission Européenne, Livre vert, "Promoting an European Framework for Corporate Social Responsibility", 2001.

ⁱⁱ Commission Européenne, Livre vert, « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », COM (2011), 164. Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2004, p. 11, disponible sur: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>.