

**INSTITUT
DE RECHERCHES
ÉCONOMIQUES ET SOCIALES**

AGENCE D'OBJECTIFS

LA RESPONSABILITÉ SOCIALE ET LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES



LA RESPONSABILITÉ SOCIALE ET LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES

Sandra CAVACO

Université Panthéon Assas – LEMMA – sandra.cavaco@u-paris2.fr

Patricia CRIFO

Université Paris Ouest-Economix, École Polytechnique et CIRANO (Montréal)
patricia.crifo@polytechnique.edu.

Rapport d'étude pour CFE-CGC

Septembre 2015

Nous remercions Vigeo pour la mise à disposition de leurs données.

Recherche effectuée dans le Cadre d'une convention conclue
entre l'Institut de Recherches Économiques et Sociales (IRES) et la CFE-CGC

RÉSUMÉ

Ce rapport étudie les liens entre responsabilité sociale des entreprises (RSE) et performance sur la période 2004-2012 dans les grands pays de l'OCDE. Nos résultats montrent que quatre grands facteurs permettent d'expliquer le lien entre RSE et performance. Premièrement, le contexte macroéconomique et la conjoncture, et notamment la crise de 2007-2008, ont modifié en profondeur le sens du lien RSE performance quel que soit le critère de responsabilité considéré (environnement, social, droits de l'homme, clients et fournisseurs). Deuxièmement, les caractéristiques propres des entreprises telles que le secteur d'activité et la réglementation nationale en matière de RSE sont essentielles : le lien RSE performance n'est pas le même pour les entreprises industrielles et les entreprises non industrielles, et pour les entreprises soumises à des régimes contraignants ou non en matière de reporting RSE. Troisièmement, la typologie des stratégies déployées compte : le lien RSE-performance s'appuie principalement sur la gestion des compétences, des carrières et des conditions de travail en matière sociale ; sur l'intégrité des affaires et la sécurité des produits en matière de comportements sur les marchés, et sur le respect des droits de l'homme ou du travail.

Enfin, la nature des synergies (complémentarités) et des arbitrages (substituabilités) entre les différentes dimensions de la RSE est un facteur décisif pour comprendre leur impact sur la performance financière. Trois couples de dimensions de la RSE apparaissent comme complémentaires : la responsabilité sociale est complémentaire avec la responsabilité en matière environnementale d'une part et avec la responsabilité en matière de droits de l'homme d'autre part ; en outre, la responsabilité environnementale est complémentaire à la responsabilité vis-à-vis des clients et des fournisseurs. À l'inverse, un couple de dimensions de la RSE apparaît comme substituable : la responsabilité sociale et la responsabilité vis-à-vis des clients et des fournisseurs. Tout se passe comme si les entreprises trouvent rentable de répondre aux attentes de parties prenantes dont les intérêts ne rentrent pas directement en concurrence pour l'entreprise et sont relativement moins proches par exemple que les salariés et les clients et fournisseurs, deux catégories de parties prenantes face auxquelles les entreprises ont tendance à répondre alternativement ou isolément.



SOMMAIRE

LISTE DES TABLEAUX	6
LISTE DES FIGURES	6
INTRODUCTION GÉNÉRALE	7
PREMIÈRE PARTIE – L’ESSOR DE LA RSE CES DEUX DERNIÈRES DÉCENNIES : CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE ET LITTÉRATURE EXISTANTE	9
1. Les réglementations sur la RSE dans les principaux pays de l’OCDE	9
2. Revue de littérature sur le lien RSE-performance	14
DEUXIÈME PARTIE – HYPOTHÈSES DE RECHERCHE	19
1. Les pratiques RSE qui sont des vecteurs de performance économique et financière	19
2. Données et variables	20
TROISIÈME PARTIE – MÉTHODOLOGIE ET RÉSULTATS	27
1. Les estimations économétriques : modèles à effets fixes	27
2. La crise économique et financière de 2007 a-t-elle eu un impact ?	30
3. La réglementation RSE influence-t-elle le lien RSE performance ?	32
4. Le secteur d’activité influence-t-il le lien RSE performance ?	34
5. La contribution des sous-scores à la performance RSE	37
6. La prise en compte des effets dynamiques	43
DISCUSSION ET CONCLUSION	45
BIBLIOGRAPHIE	48

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Régimes RSE/gouvernance en Europe du Nord	11
Tableau 2 : Régimes RSE/gouvernance en Europe continentale	12
Tableau 3 : Régimes RSE/gouvernance en Europe du Sud	12
Tableau 4 : Régimes RSE/gouvernance dans les pays anglo-saxons	13
Tableau 5 : Les critères d'évaluation de Vigeo	21
Tableau 6 : Distribution des entreprises par année	24
Tableau 7 : Distribution des entreprises par secteur	24
Tableau 8 : Distribution des firmes par pays	25
Tableau 9 : Statistiques descriptives (2 804 observations)	26
Tableau 10 : Correlations entre les scores de RSE	26
Tableau 11 : Scores RSE et performance (Modèles à effets fixes)	29
Tableau 12 : Scores RSE et performance (Modèles à effets fixes) : interactions	30
Tableau 13 : Évolution de la performance des scores RSE	31
Tableau 14 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et crise	32
Tableau 15 : Distribution des scores RSE par pays	33
Tableau 16 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et réglementation RSE	34
Tableau 17 : Scores RSE par secteur	36
Tableau 18 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et secteur	36
Tableau 19 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et secteurs énergie et finance	37
Tableau 20 : Corrélations entre les sous-scores RSE	38
Tableau 21 : Sous-scores RSE et performance (interactions intra-domaine)	39
Tableau 22 : Valeurs propres et part expliquée de la variance	41
Tableau 23 : Valeurs propres pour les deux premiers facteurs	41
Tableau 24 : Sous-scores RSE et performance (interactions inter-domaine)	43
Tableau 25 : Scores RSE (ajustés au secteur) et performance – approche dynamique	45

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Les parties prenantes de l'entreprise	10
Figure 2 : Typologie des régimes Gouvernance/RSE dans les pays Européens et Anglo-Saxons	14
Figure 3 : Exemple illustratif de notation sur la dimension environnementale par Vigeo (les chiffres sont fictifs)	22
Figure 4 : Projection des sous-scores de RSE sur le plan factoriel (Comp1, Comp2) ...	42
Figure 5 : Effets de synergies / arbitrages entre les différentes parties prenantes dans le lien RSE-performance	47

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Notre étude a pour objectif d'analyser les liens entre Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) et performance économique et financière de l'entreprise. La RSE a été définie par la Commission européenne (2011) comme le fait, « non seulement de satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi d'aller au-delà et d'investir davantage dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes ». Cette définition cache en pratique un large éventail de dimensions que l'on regroupe habituellement sous trois grands piliers : Environnement, Social et Gouvernance (facteurs ESG). Le volet environnemental de la RSE recouvre un grand nombre de pratiques depuis la prévention et le contrôle des pollutions jusqu'à la protection des ressources naturelles et inclue en particulier la réduction de l'empreinte carbone et des émissions de gaz à effets de serre de l'entreprise. La dimension sociale renvoie aux pratiques innovantes de gestion des ressources humaines (formation et gestion des carrières, participation des salariés, qualité des conditions de travail) et peut inclure également les contributions aux causes d'intérêt général et local ; le respect des droits de l'homme ou encore l'élimination du travail des enfants. Enfin, la dimension gouvernance renvoie aux pratiques des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires (respect du droit des actionnaires, promotion de l'indépendance et la compétence des administrateurs, transparence de la rémunération des cadres dirigeants) et peut être étendue aux comportements sur les marchés et vis-à-vis des clients et des fournisseurs (prévention des conflits d'intérêt et des pratiques de corruption ou anticoncurrentielles ; sécurité des produits ; information donnée aux consommateurs sur les produits ; ou encore diffusion des bonnes pratiques dans l'ensemble de la chaîne de valeur en amont et en aval de la production.

D'une pratique à l'autre, la motivation de l'entreprise peut être très variée. Une question clé pour les chercheurs et les praticiens depuis les années 1990 est d'identifier pourquoi les entreprises ont intérêt à s'engager volontairement à aller au-delà de la réglementation en déployant des stratégies de performance ESG. L'intuition qui guide notre analyse est que les différents critères de RSE et les synergies entre ces critères sont des déterminants essentiels de la performance des entreprises.

Un nombre croissant d'études pointent en tout cas en ce sens. Dès lors, quel lien les stratégies de RSE entretiennent-elles avec la performance des entreprises ? Une attention considérable a été consacrée dans la littérature aux déterminants des stratégies de RSE et à leur impact sur la performance des entreprises.

Dans un rapport spécial de janvier 2008, l'hebdomadaire *The Economist* notait que la question n'était plus de savoir si les entreprises devaient s'engager dans la RSE mais comment elles devaient le faire. Cet argument mérite d'autant plus d'être noté que trois ans auparavant ce même hebdomadaire reflétait plutôt la position exprimée par Milton Friedman en 1970 dans les colonnes du *New York Times Magazine* : « la responsabilité de l'homme d'affaires est d'augmenter les profits » ; elles n'ont pas à se substituer à des gouvernements élus pour fournir des biens publics ou corriger des externalités car elles n'en ont pas la légitimité politique. Pourtant, comme le soulignent Bénabou et Tirole (2010), la RSE peut représenter une réponse à des imperfections non seulement de marché mais aussi de gouvernements.

L'analyse économique de la RSE montre qu'elle peut être une source de compétitivité sur les marchés (produits, capital, travail) face à une pression sociale croissante. Mais quelle est la nature réelle de la relation RSE-performance ? Est-elle dépendante de la conjoncture et des caractéristiques de l'entreprise ? Dans un contexte de récurrence des crises et face à l'importance croissante des enjeux de durabilité pour les firmes, les entreprises développent-elles des stratégies RSE cohérentes et ciblées ?

La crise de 2007-2008 a-t-elle ralenti ou au contraire accéléré les préoccupations des entreprises en matière ESG (critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance) ? Comment la réglementation nationale en matière de RSE influence-t-elle le lien RSE-performance ? Certains secteurs sont-ils plus exposés à ces enjeux ? Existe-t-il une composition optimale des pratiques RSE permettant d'optimiser la performance économique, et financière ? Autrement dit, à quelle logique répondent les choix stratégiques des entreprises en matière de RSE : quels arbitrages ou synergies sont privilégiés entre les différentes dimensions de la RSE, c'est-à-dire entre les attentes des différentes parties prenantes ?

Nous cherchons ici à répondre à ces questions à travers différents angles. Nous analysons dans la première partie de ce rapport le contexte réglementaire en Europe et dans les pays anglo-saxons destiné à inciter les entreprises si ce n'est à mettre en œuvre, au minimum à communiquer sur la manière dont elles intègrent les enjeux RSE dans leurs décisions stratégiques et opérationnelles. Nous effectuons également une revue de littérature des travaux académiques publiés ces deux dernières décennies en économie et en management sur la question des liens RSE-performance. Par ailleurs, nous réalisons une étude économétrique sur données de panel en mobilisant les notations (scores) extra-financières proposées par l'agence Vigeo, leader européen en matière de notation ESG des entreprises. Pour cela, la deuxième partie du rapport détaille les enjeux de notre recherche et précise les hypothèses que nous testerons. La troisième partie présente l'analyse économétrique, cherchant à mettre en relation RSE et performance sur un échantillon des 900 plus grandes entreprises cotées dans les pays de l'OCDE sur la période 2004-2012.



PARTIE 1

L'ESSOR DE LA RSE CES DEUX DERNIÈRES DÉCENNIES : CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE ET LITTÉRATURE EXISTANTE

1. LES RÉGLEMENTATIONS SUR LA RSE DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE L'OCDE

L'Europe est souvent considérée comme pionnière en matière de responsabilité environnementale et sociale, avec les standards les plus élevés en la matière. Par exemple, dans l'indice de performance environnementale calculé par les universités Yale et Columbia 18 des 20 premiers pays sont européens en 2012.

Le reporting est central car il est la condition nécessaire au développement de la RSE. En effet, il fournit aux parties prenantes les informations nécessaires pour pouvoir récompenser les entreprises de leurs efforts en matière de RSE. Les parties prenantes (stakeholders) sont l'ensemble des catégories d'acteurs avec lesquelles l'entreprise est en relation. Elles sont internes (salariés, actionnaires) ou externes (clients, fournisseurs, concurrents, pouvoirs publics, investisseurs, associations, citoyens). Comme l'illustre la figure 1, Clarkson (1995), précise cette définition en distinguant les parties prenantes primaires c'est-à-dire celles dont la survie de l'entreprise dépend (employés, fournisseurs, clients, financiers, communautés) des parties prenantes secondaires qui ne sont pas essentielles au fonctionnement de l'entreprise (médias, groupes d'intérêt, gouvernement, concurrents, organisations de consommateurs).

Les entreprises font de fait beaucoup d'efforts pour être ou apparaître comme responsables sur le plan environnemental et social. En 2013, 93 % (contre 64 % en 2005) des 250 plus grandes entreprises américaines et 71 % (contre 41 % en 2005) des 100 plus grandes entreprises dans les pays industrialisés communiquent sur leur responsabilité sociale et environnementale (RSE) *via* un rapport RSE dédié ou dans les rapports annuels d'activité (KPMG, 2013, 2005).

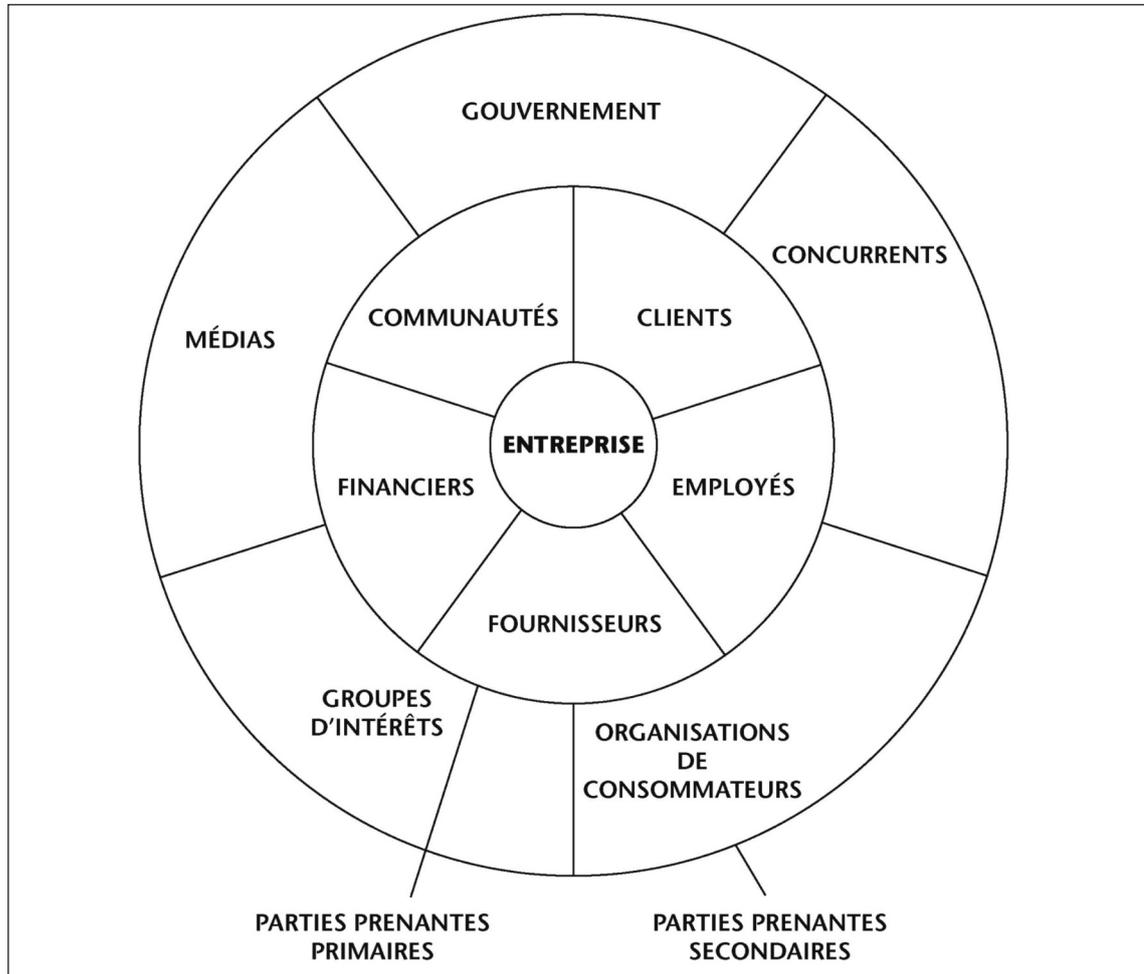
Le mouvement d'adhésion des entreprises à ce concept de RSE a été clairement documenté dans la littérature (voir par exemple Rubinstein, 2006). Il a été défini par la Commission Européenne (2011) comme le fait, « non seulement de satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables, mais aussi d'aller au-delà et d'investir davantage dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes ».

De ce point de vue, la montée en puissance des réglementations nationales sur la communication environnementale et sociale ces deux dernières décennies, particulièrement sous l'impulsion de la Commission Européenne, a été un moteur puissant de diffusion de la RSE. En France par exemple, les lois NRE (Nouvelles Régulations Économiques, 2001) puis Grenelle II (2010) ont progressivement étendu les obligations de reporting RSE des seules entreprises cotées en bourse vers l'ensemble des entreprises de plus de 500 salariés et 100 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Le développement de la RSE en France s'est appuyé sur un contexte réglementaire particulier depuis la création du Fonds de réserve des retraites en 1999 doté d'une politique d'investissement socialement responsable (ISR) dédiée ; ou la création en 2001 du Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES), fournissant un label ISR sur un ensemble de plans d'épargne salariale ; en passant par les lois NRE 2001 et Grenelle II 2010 sur la communication RSE des entreprises cotées et non cotées ; et plus récemment avec le projet de label ISR national en 2015. Mais depuis la fin des années 1990, la plupart des pays de l'OCDE se sont eux aussi dotés de lois visant à encourager ou imposer un reporting sur les pratiques RSE des entreprises. Le parlement européen a également publié le 22 octobre 2014 une directive imposant aux grandes entreprises de publier dans leur rapport de gestion des informations sur leurs politiques, les risques liés et les résultats obtenus en ce qui concerne les questions sociales, d'environnement, de personnel, de respect des

droits de l'homme et de lutte contre la corruption, ainsi que de diversité dans la composition de leurs conseils d'administration ou de surveillance (directive 2014/95/UE).

Figure 1 : Les parties prenantes de l'entreprise



Source : Bonnafous-Boucher et Dahl Rendtorff (2014).

Dans les tableaux 1 à 4, nous décrivons les régimes réglementaires en matière de RSE dans les principaux pays de l'OCDE sur les critères suivants : nature de la loi adoptée c'est-à-dire thèmes (environnement, social ou gouvernance – ESG), caractère obligatoire ou non (règle dite du « comply or explain », c'est-à-dire se conformer ou s'expliquer) ; périmètre ; règles détaillées sur les différents critères ESG ; vérification externe ; sanctions en cas de non-respect ; évaluation/bilan d'application.

Ces différents critères permettent d'établir si le régime réglementaire RSE est contraignant ou non. Les caractéristiques réglementaires sont de nature à influencer le lien RSE performance car comme le soulignent Becchetti *et al.* (2013), des pays de cultures institutionnelles très différentes (notamment les pays dans la tradition anglo-saxonne de « common law » et les pays dans la tradition européenne de droit civil ou « civil law ») se traduisent par des modèles d'affaires et de performances économiques très différents. Les pays historiquement de « common law » offrent en général une protection plus élevée aux actionnaires et créiteurs et s'appuient sur des marchés financiers plus actifs que les pays historiquement de droit civil, ces derniers se caractérisant par un actionnariat étatique et une réglementation souvent plus contraignante en particulier en termes de protection des intérêts des parties prenantes c'est-à-dire en matière sociale et environnementale (Botero, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, et Shleifer, 2004).

La dernière ligne des tableaux 1 à 4 décrit ainsi la nature du modèle de gouvernance c'est-à-dire la manière dont les réglementations nationales gèrent les conflits potentiels

entre actionnaires et dirigeants mais également entre actionnaires majoritaires et minoritaires. Un régime plutôt actionnarial protège les intérêts des actionnaires minoritaires et un régime plutôt partenarial vise à une meilleure prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes dans la gouvernance de l'entreprise.

Pour Becchetti *et al.* (2013), ces différences institutionnelles affectent les stratégies RSE, les entreprises ayant tendance à privilégier la dimension sociale dans les pays de droit civil (comme la France par exemple), et la dimension gouvernance et sociétale dans des pays de « common law » (comme le Royaume-Uni par exemple).

Nous examinons spécifiquement l'impact du contexte réglementaire en matière de RSE sur le lien RSE performance dans la troisième partie de cette étude.

Tableau 1 : Régimes RSE/gouvernance en Europe du Nord

	Danemark	Pays Bas	Norvège	Suède
Loi la plus récente (nom et date)	« Social responsibility for large businesses », 2008	« Statement of international RSE », 2008	« Sustainability reporting » law, 2013	« Sustainability report », 2007
Thèmes	ESG	ESG	ESG	ES + Éthique
Obligatoire Volontaire	Obligatoire	Volontaire	Obligatoire Se conformer ou s'expliquer	Obligatoire Se conformer ou s'expliquer
Périmètre	Grandes entreprises actifs > 20M€et/ou revenu net > 20M€et/ou > 250 employés + entreprises cotées et publiques	Entreprises multinationales	Grandes entreprises	Entreprises publiques
Règles détaillées	Oui	Oui	Oui (GRI)	Oui (GRI)
Vérification	Non	Non	Non	Oui
Amendes	Non	Non	Non	Oui
Évaluation	Oui	Oui	Oui	Oui
Régime RSE	Contraignant	Non Contraignant	Mixte	Mixte
Gouvernance	Partenarial	Hybride	Hybride	Hybride

Avec ESG = Environnement, Social, Gouvernance.
GRI = Global Reporting Initiative.

Source : Crifo et Rebérioux (2015).

Tableau 2 : Régimes RSE/gouvernance en Europe continentale

	France	Belgique	Allemagne	Luxembourg
Loi la plus récente (nom et date)	« Grenelle II » 2010	« Long term view on SD » 2013	« German Sustainability Code » 2011	« Charter and Label on Sustainable development » 2003
Thèmes	ESG	ESG	ESG	ESG
Obligatoire Volontaire	Obligatoire Se conformer ou s'expliquer	Volontaire	Volontaire	Volontaire
Périmètre	Entreprises > 500 employés et chiffre d'affaire > 100 M€	Toutes les entreprises et l'État	Toutes les entreprises et organisations	Toutes les entreprises
Règles détaillées	Oui (GRI, ISO26000)	Oui	Oui (GRI, EFFAS)	Oui
Vérification extérieure	Oui	Non	Non	Auto-évaluation
Amendes	Non	Non	Non	Non
Évaluation	Oui	Oui	Oui	Oui
Régime RSE	Contraignant	Non Contraignant	Non Contraignant	Non Contraignant
Gouvernance	Partenarial	Hybride	Partenarial	Partenarial

Avec EFFAS = European Federation of Financial Analysts Societies (Fédération Européenne des Associations d'Analystes Financiers), GRI= Global reporting initiative.

Source : Crifo et Rebérioux (2015).

Tableau 3 : Régimes RSE/gouvernance en Europe du Sud

	Portugal	Espagne	Italie
Loi la plus récente (nom et date)	Sustainability reporting law 2007	« Sustainable Economy Law » 2011	Accounts modernization decree 2007
Thèmes	ESG	ESG	ESG
Obligatoire Volontaire	Volontaire et Obligatoire pour certaines firmes (publiques)	Obligatoire	Volontaire
Périmètre	Toutes les entreprises privées et les entreprises publiques du secteur eau, déchets, transports, poste et ports	Entreprises publiques et entreprises avec plus de 1 000 employés	Toutes les entreprises
Règles détaillées	Oui	Oui (GRI)	Non
Vérification extérieure	Non	Auto évaluation	Non
Amendes	Non	Non	Non
Évaluation		Oui	Non
Régime RSE	Non Contraignant	Contraignant	Non Contraignant
Gouvernance	Hybride	Hybride	Hybride

Avec GRI = Global reporting initiative.

Source : Crifo et Rebérioux (2015).

Tableau 4 : Régimes RSE/gouvernance dans les pays anglo-saxons

	États-Unis	Royaume Uni	Australie
Loi la plus récente (nom et date)	GHG reporting rule 2010 Sarbanes-Oxley act 2002	Carbon reduction commitment 2010 Companies Act 2006	Financial Services Reform Act 2010 Disclosure of codes of conducts
Thèmes	GHG RR : E SOA : G	CRC : E CA : ESG	FSRA : ES DCC : E
Obligatoire Volontaire	Obligatoire	Obligatoire	Obligatoire
Périmètre	GHG RR : secteur énergie, chimie, automobile, + gros émetteurs de GES > 25,000 metric tons par an SOA : entreprises cotées	CRC : entreprises > 6,000MWh par an CA : entreprises cotées	FSRA : Entreprises financières DCC : entreprises cotées
Règles détaillées	Oui	Oui	Non
Vérification extérieure	Non	Non	Non
Amendes	Non	Non	Non
Évaluation	Oui	Oui	Oui
RSE régime	Non Contraignant	Non Contraignant	Non Contraignant
Modèle de gouvernance	Actionnarial	Actionnarial / hybride	Actionnarial

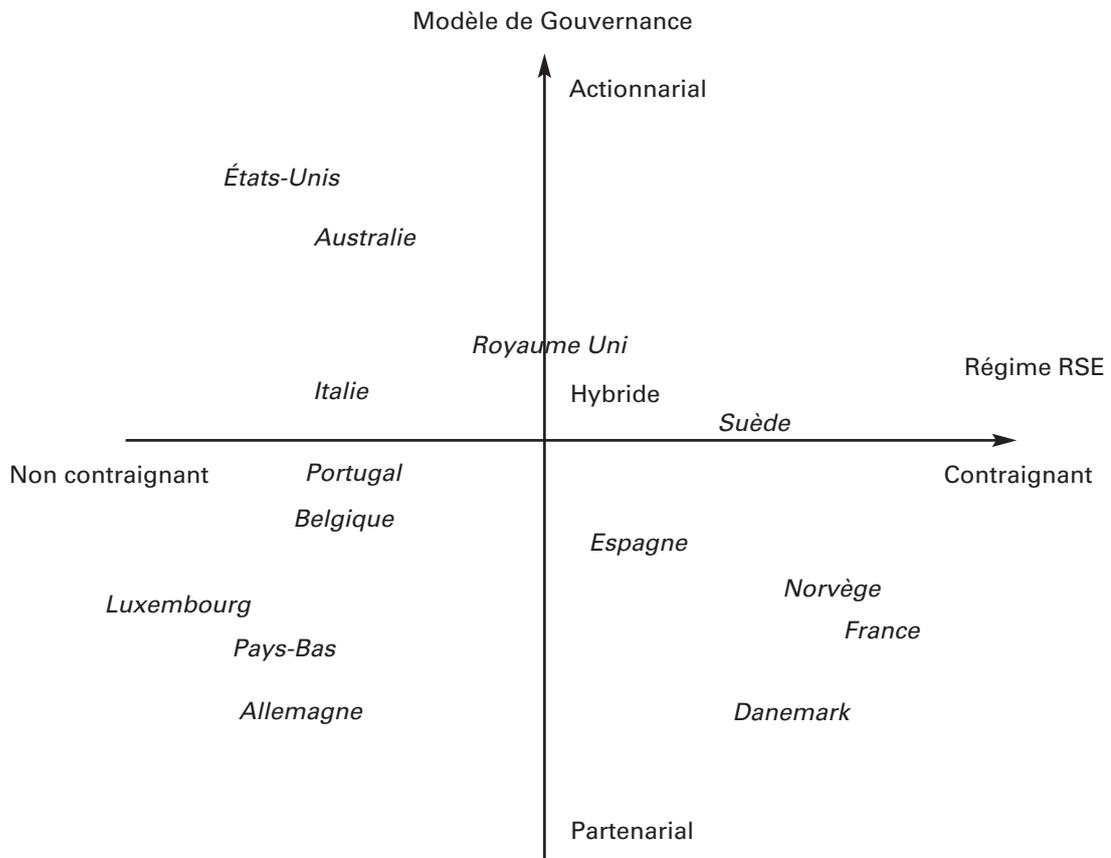
Avec GHG RR = *Green House Gas Reporting Rule*, Lois sur la divulgation des émissions de gaz à effet de serre.
 SOA = *Sarbanes-Oxley Act*, Loi Sarbanes-Oxley.
 CRC = *Carbon Reduction Commitment Act*, Lois sur l'engagement à la réduction des émissions de carbone.
 CA = *Companies Act*, Lois sur les entreprises.
 FSRA = *Financial Services Reform Act*, Loi de réforme des services financiers.
 DCC = *Disclosure of Codes of Conducts*, Divulgation des codes de conduite.

Source : Crifo et Rebérioux (2015).

Ces différents régimes RSE permettent de distinguer quatre groupes de pays, décrits par les caractéristiques des économies principales s'y rattachant et illustré dans la figure 2 ci-après (Crifo et Rebérioux, 2015) :

- États-Unis : l'orientation en matière de gouvernance est dans une très large mesure actionnariale, tandis que l'inclusion de critère ESG dans la gestion relève strictement d'une logique non-contraignante ;
- Grande-Bretagne : en matière de gouvernance et de droit des sociétés, le modèle de la valeur actionnariale éclairée donne davantage de poids à l'intérêt des parties prenantes non-actionnariales, relativement aux États-Unis (Deakin et Rebérioux, 2009). En outre, en matière de RSE, la dimension sociale est beaucoup plus présente ;
- Allemagne : l'orientation en matière de gouvernance est résolument partenariale, avec une influence nette des représentants des salariés (cogestion). En revanche, la RSE ressort avant tout d'une logique non-contraignante. L'Allemagne privilégie donc les intérêts des parties prenantes les plus directement investies dans l'entreprise (actionnaires et salariés) ;
- France : le modèle de gouvernance est plus hybride qu'en Allemagne (avec un poids moindre des salariés) mais l'approche adoptée en matière de RSE est beaucoup plus contraignante. Le régime français favorise donc les parties prenantes les plus éloignées de l'entreprise (environnement, communautés locales, etc.).

Figure 2 : Typologie des régimes Gouvernance/RSE dans les pays Européens et Anglo-Saxons



Source : Crifo et Rebérioux (2015).

2. REVUE DE LITTÉRATURE SUR LE LIEN RSE-PERFORMANCE

Depuis ces deux dernières décennies, l'analyse des liens RSE-performance a fait l'objet de nombreux travaux de recherche en économie et en gestion comme en témoignent les nombreuses revues de littérature consacrées à ce sujet depuis plusieurs décennies (voir par exemple Griffin et Mahon, 1997 ; Margolis et Walsh, 2003 ; Orlitzky *et al.*, 2003 ; Portney, 2008 ; Scholtens, 2008 ; Van Beurden et Gössling, 2008). Toutefois, la réponse est loin d'être établie. On distingue globalement trois grandes familles (ou méthodologies) de travaux.

La première méthodologie repose sur des études d'événements analysant l'impact d'un événement majeur sur le cours boursier. Depuis un article de James Hamilton en 1995 montrant que la publication de l'inventaire des émissions toxiques des entreprises américaines avait eu un effet négatif sur leur cours boursier à la fin des années 1980, de nombreuses études ont cherché à quantifier l'impact de mauvaises nouvelles sur le cours en bourse des entreprises. Ces approches montrent globalement que l'annonce d'une mauvaise nouvelle (type pollution) a un impact négatif sur le cours de bourse. Frooman (1997) montre de même que les pratiques irresponsables tendent à être pénalisées sur les marchés financiers, comme on a pu le constater récemment avec BP qui, depuis la marée noire d'avril 2010, a vu le cours de son action en bourse s'effondrer de manière spectaculaire. La catastrophe, qui a coûté la vie à plus d'une dizaine de personnes et occasionné l'écoulement de centaines de milliers de tonnes de brut dans le golfe du Mexique, a aussi coûté plus d'un milliard de dollars au pétrolier.

Mais pour que la responsabilité des entreprises puisse être considérée comme une source effective de compétitivité, il faut qu'elle soit valorisée positivement. Autrement dit,

il ne s'agit pas seulement d'évaluer en négatif les coûts associés à une défaillance ; il est nécessaire de quantifier également les bénéfices économiques de la responsabilité environnementale et sociale des entreprises. Or, les analyses existantes sur ce sujet sont moins consensuelles que les études d'événements négatifs.

Renneboog *et al.* (2008) proposent une synthèse des principaux résultats de la littérature sur l'impact de chaque composante de RSE sur la valeur boursière mettant en évidence les effets suivants :

- une bonne gouvernance, un respect des standards environnementaux et une moindre prise en compte des relations avec les parties prenantes seraient associés à des valeurs actionnariales plus élevées ;
- cependant, la performance environnementale n'est pas systématiquement associée à un accroissement du cours de l'action.

Plusieurs explications sont avancées dans la littérature pour comprendre ces résultats. Pour Cellier, Chollet et Gajewski (2011), une réaction positive à la performance environnementale peut simplement traduire l'anticipation des risques et des coûts futurs que pourraient induire, par exemple, la réglementation environnementale ou les litiges.

Pour Derwall *et al.* (2005), les meilleures performances de portefeuilles investis dans des titres à fort score environnemental d'entreprise pourrait refléter une sous-évaluation de l'information. Cette hypothèse de mauvaise évaluation de l'information ESG a été développée notamment par Manescu (2011). Et signifie que même si l'annonce d'une bonne nouvelle ESG est pertinente pour les marchés financiers, elle est souvent insuffisamment quantifiée (l'information ESG est par nature plus qualitative que l'information financière, et elle ne se reflète donc pas efficacement dans les cours boursiers).

La seconde méthodologie repose sur la comparaison des performances entre les entreprises les plus avancées (« best-in-class ») et les entreprises les moins avancées (« worst-in-class ») sur certains enjeux sociaux et environnementaux. Les résultats de ce type d'études ne font pas l'objet d'un consensus clair.

Pour Hillman et Keim (2001) la prise en compte des intérêts des parties prenantes directes de l'entreprise (employés, clients, fournisseurs et environnement économique et social) aurait un effet positif sur la valeur de l'entreprise donc sa performance tandis que les enjeux sociétaux qui correspondent aux relations avec les parties prenantes indirectes et aux facteurs d'exclusion (refus d'investir dans les secteurs controversés type nucléaire, énergie, armement, alcool, tabac, jeux, violations des droits de l'homme, etc.) aurait un impact négatif sur la valeur de l'entreprise.

Une conclusion semble toutefois se dégager à la fois des études d'événements et de la comparaison des entreprises les plus responsables et les irresponsables : comme le soulignent Bird *et al.* (2007), les informations positives et négatives en matière ESG ne sont pas valorisées de la même manière par les investisseurs : ils auraient tendance à surpondérer les mauvaises nouvelles par rapport aux bonnes nouvelles ESG.

Crifo *et al.* (2015) confirment empiriquement cette hypothèse en s'appuyant sur des données expérimentales appliquées aux PME (secteur du capital investissement). La méthode expérimentale en économie, dont les créateurs, Daniel Kahneman et Amos Tversky, ont été récompensés par le prix Nobel d'économie en 2002, est une méthode scientifique permettant de mettre les investisseurs en situation réelle de valoriser des entreprises, mais en contrôlant toutes les informations qui leurs sont apportées. Un échantillon de 33 investisseurs en capital professionnels a ainsi pris part à cette expérience qui les a mis en compétition pour acquérir des entreprises fictives sur la base d'étude de cas réalistes. Le dispositif expérimental reposait d'une part sur un modèle de théorie des enchères et d'autre part sur un mécanisme de contrôle de l'information afin de pouvoir se focaliser sur l'impact de la perception des facteurs ESG par les investisseurs dans la valorisation des entreprises.

Les résultats sur 330 observations mettent en évidence que la divulgation de pratiques irresponsables décroît la valorisation d'une entreprise de respectivement 11 %, 10 % et 15 % pour des problèmes environnementaux, sociaux et de gouvernance. La divulgation de pratiques responsables environnementales et sociales n'accroît en revanche la valeur des entreprises que de 5 %.

La troisième méthodologie repose quant à elle sur des études économétriques utilisant des bases de données plus importantes et/ou sur des durées plus longues. Dans les deux cas, il n'existe pas de consensus clair qui se dégage de ces approches. Certaines études montrent que les entreprises pro-actives en matière de RSE sont plus performantes, mais d'autres parviennent à des conclusions inverses (voir par exemple Barnett et Salomon, 2006 ; Derwall *et al.*, 2005). La seule conclusion, déjà assez forte de ces travaux, serait que si la corrélation positive est difficile à prouver, il ne semble pas y avoir non plus de corrélation négative. Margolis *et al.* (2009) considèrent finalement que le débat consistant à savoir s'il existe un lien réel entre RSE et performance financière peut être considéré comme clos par les résultats de leur méta-analyse fondée sur 251 études économétriques. Les auteurs écrivent en effet que : « L'effet de la performance sociale sur la performance financière est petit, positif et significatif. La performance RSE ne détruit pas la valeur actionnariale, même si ses effets sur la valeur de l'entreprise ne sont pas élevés ».

Toutefois, beaucoup de chercheurs continuent de considérer que la recherche doit se poursuivre activement sur ce sujet pour comprendre pleinement les déterminants de cette relation, autrement dit pour comprendre comment les firmes peuvent réussir à la fois sur les plans financiers et extra-financiers.

Pour aller plus loin dans cette voie, il est nécessaire de contourner de nombreuses difficultés mises en évidence par les travaux passés. Une difficulté majeure réside notamment dans la nature éminemment multi-dimensionnelle de la RSE soulevant un problème d'agrégation des critères (Capelle-Blancard et Petit, 2013). Comme le soulignent Bénabou et Tirole (2010), les firmes peuvent être proactives sur certaines dimensions et en retrait sur d'autres.

En outre, comme le montrent Crifo *et al.* (2015), les critères ESG sont de nature à affecter de manière asymétrique la valeur des entreprises, les entreprises ayant relativement plus à perdre d'une mauvaise gestion ESG qu'à gagner d'une bonne gestion.

Enfin, les multiples dimensions de la RSE ne sont pas forcément toutes des inputs complémentaires de la performance. S'appuyant sur un échantillon de 595 entreprises européennes sur la période 2002-2007 Cavaco et Crifo (2014) montrent de ce point de vue que certaines pratiques RSE sont caractérisées par des synergies (c'est-à-dire de complémentarité) et d'autres des arbitrages (c'est-à-dire de la substituabilité). En particulier, les activités centrées sur les ressources humaines et le comportement sur les marchés envers les clients et les fournisseurs apparaissent comme des inputs complémentaires de la performance financière, alors que les activités centrées sur l'environnement et les comportements commerciaux envers les clients et les fournisseurs apparaissent comme substituables dans la création de la plus-value financière.

L'objectif de cette étude est de prolonger l'approche de Cavaco et Crifo (2014), sur un échantillon plus large (900 entreprises de l'OCDE sur la période 2004-2012, contre 600 entreprises européennes sur la période 2002-2007) en mettant en évidence comment la prise en compte de ces multiples dimensions de la RSE (environnement, social, clients et fournisseurs mais aussi droits de l'homme) importe dans l'analyse du lien RSE-performance.

Pour cela nous nous appuyerons sur les données de l'agence Vigeo. Créée en 2002 avec la reprise des activités d'ARESE (première agence française créée en 1997), Vigeo est une agence de notation internationale spécialisée dans la notation extra-financière destinée aux investisseurs (Vigeo rating) et à l'audit en responsabilité sociale proposé aux entreprises (Vigeo entreprise). Nous utiliserons la base de notations Equitics® contenant les évaluations extra-financières des entreprises cotées en bourse correspondant à notre échantillon sur la période 2004-2012. Dans cette base, la performance extra-financière des entreprises est évaluée sur plus d'une trentaine d'enjeux regroupés en six domaines : environnement, droits humains, ressources humaines, engagement sociétal, comportement sur les marchés et gouvernance d'entreprise.

Peu d'études ont utilisé des données longitudinales permettant de révéler la complexité de la relation entre performance des entreprises et RSE (pour une revue de littérature détaillée voir Crifo et Forget, 2015). La nature des données utilisées est une question essentielle pour ce type d'analyse. La base Vigeo a l'avantage de couvrir une période de temps assez longue, ce qui permet de mesurer des effets de long terme des différents indicateurs de RSE (environnement, ressources humaines et gouvernance) sur la perfor-

mance des entreprises. Nous avons également apparié les données de la base Vigeo avec des données économiques et financières afin de pouvoir déterminer leurs caractéristiques économiques et leurs performances.

L'approche de Cavaco et Crifo (2014), focalisée sur trois grandes dimensions de la RSE, environnement, relations avec les clients et fournisseurs et ressources humaines, montre que deux dimensions sont complémentaires (ressources humaines et relation avec les clients et les fournisseurs), et deux dimensions sont substituables (environnement et relation avec les clients et fournisseurs), soulignant que la prise en compte des attentes des parties prenantes directes (salariés et clients et fournisseurs notamment) est un facteur de synergies (c'est-à-dire complémentarités) tandis que la prise en compte des attentes de parties prenantes plus indirectes (l'environnement ou la société civile notamment), serait plus source de contradictions (c'est-à-dire substituabilités) pour la performance de l'entreprise.

Notre objectif sera d'approfondir ces résultats en intégrant de surcroît le critère des droits de l'homme et en analysant les sous critères plus détaillés des différentes dimensions (ou différents domaines) de la RSE pour comprendre quelles combinaisons optimales de pratiques RSE sont les plus à même de générer de la performance pour les entreprises.



PARTIE 2

HYPOTHÈSES DE RECHERCHE

1. LES PRATIQUES RSE QUI SONT DES VECTEURS DE PERFORMANCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La RSE est par nature un concept multi-dimensionnel et chaque dimension doit être prise en compte pour analyser le lien RSE-performance (Benabou et Tirole, 2010 ; Brammer et Pavelin, 2006 ; Hillman et Keim, 2001 ; Tang *et al.*, 2012). La théorie des parties prenantes (Freeman, 1984 ; Clarkson, 1995) considère de ce point de vue qu'en développant des relations attentives avec ses parties prenantes primaires comme les employés, les clients, les fournisseurs et les communautés locales, les entreprises peuvent améliorer leurs performances financières en développant des ressources intangibles mais à forte valeur ajoutée, et à la base de leur avantage concurrentiel (Hillman et Keim, 2001).

Toutefois, un enjeu majeur identifié dans la théorie des parties prenantes est de parvenir à équilibrer les demandes potentiellement contradictoires des différents groupes de parties prenantes, c'est-à-dire équilibrer ses investissements dans les différentes dimensions de la RSE.

De ce point de vue, l'absence de consensus clair dans la littérature sur le lien RSE-performance pourrait suggérer un double phénomène : une performance élevée pour les entreprises qui parviennent à résoudre les attentes conflictuelles de leurs parties prenantes primaires et secondaires, et une faible performance dans les entreprises qui ne parviennent pas à concilier ces attentes contradictoires, ou qui surinvestissent dans des dimensions conflictuelles (Cavaco et Crifo, 2014).

En termes économiques cela signifie que deux types de modèles de RSE co-existeraient.

- Le premier modèle exploite les synergies entre les différentes dimensions de la RSE et correspond aux entreprises qui investissent dans des pratiques RSE complémentaires.

La complémentarité entre deux pratiques signifie qu'investir dans une pratique RSE (par exemple à l'égard des employés, en proposant des conditions de travail plus généreuses) augmente la valeur d'investir dans une autre pratique RSE (par exemple à l'égard des clients et des fournisseurs, en étendant les conditions de travail généreuses aux sous-traitants). La RSE est ainsi utilisée pour améliorer les relations entre l'entreprise et ses parties prenantes en améliorant sa réputation auprès des clients, fournisseurs, employés et législateurs (Cameli *et al.*, 2007 ; Brammer et Pavelin, 2006 ; Berman *et al.*, 1999). Dans ce cadre, la RSE sert à réduire les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les autres parties prenantes de l'entreprise (Harjoto et Jo, 2011).

D'un point de vue théorique, l'hypothèse de complémentarité repose sur la théorie de la résolution des conflits, qui prend racine dans la théorie des parties prenantes de Freeman (1984) selon laquelle le rôle des entreprises est de servir les intérêts non seulement des actionnaires, mais également des autres parties prenantes. Investir dans la RSE serait alors un moyen de répondre de manière cohérente, en concertation, aux attentes de certaines parties prenantes (Mitchell *et al.*, 2011, 1997). Si cette hypothèse est vérifiée, la RSE sert alors à réduire le conflit d'intérêts entre les différentes parties prenantes de l'entreprise, donc à réduire les coûts d'agence (1), et c'est par ce biais qu'elle améliore la performance financière de l'entreprise (Harjoto et Jo, 2011).

L'exemple de l'entreprise Ford est souvent cité pour illustrer cette complémentarité entre différentes dimensions de la RSE. Ford a en effet développé récemment un concept inno-

(1) Les coûts d'agence apparaissent dans les situations qui impliquent un effort conjoint entre deux ou plusieurs personnes. Les coûts d'agence peuvent correspondre à des coûts de surveillance supportés par le principal (actionnaire) pour limiter le comportement opportuniste de l'agent (exemple le dirigeant) ou les coûts engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent. Ils peuvent fortement varier selon la taille et l'organisation de l'entreprise.

vant – le groupe « Supply Chain Sustainability » pour promouvoir ses engagements RSE tout le long de la chaîne de valeur, en parallèle de la mise en œuvre de son Code des Conditions de travail qui porte sur le développement de pratiques responsables en matière de rémunération, liberté d'association et négociation collective, discrimination, harcèlement, horaires, santé et sécurité (Dold, 2009).

Notre première hypothèse de travail est donc la suivante :

Hypothèse 1 : Les pratiques RSE complémentaires augmentent la performance financière de l'entreprise quand elles sont adoptées simultanément (effet synergies).

- Le second modèle correspond aux entreprises qui investissent dans une série de mesures (par exemple favorables à la préservation de l'environnement), au détriment d'autres mesures (par exemple à l'égard des clients et des fournisseurs) parce qu'investir simultanément dans ces deux types de pratiques RSE est perçu comme trop coûteux.

Ce modèle correspond à l'hypothèse de substituabilité entre les pratiques, que l'on peut comprendre comme le fait qu'investir dans l'une de ces familles de mesures réduit la valeur relative d'investir dans la seconde série de pratiques (Milgrom et Roberts, 1995). Dans ce cas, les pratiques RSE de l'entreprise sont déployées pour répondre aux attentes des différentes parties prenantes perçues comme conflictuelles. Les choix stratégiques réalisés privilégieront alors certaines parties prenantes (par exemple les parties prenantes directes comme les salariés et les clients), aux dépens d'autres parties prenantes (par exemple plus éloignées comme l'environnement) et c'est ce qui permettra d'améliorer la performance financière de l'entreprise.

D'un point de vue théorique, l'hypothèse de substituabilité (ou d'arbitrage) peut s'expliquer en s'appuyant sur la théorie de l'enracinement et du sur-investissement en RSE des dirigeants. Mobilisant la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), et soulignant le problème de conflits d'intérêts entre actionnaires et managers dans les choix stratégiques, notamment en matière de RSE, Cespas et Cestone (2007) montrent que l'émergence de logiques d'enracinement pour les dirigeants les moins performants favorise un sur-investissement en RSE pour se prémunir contre le risque de remplacement suite à leurs contre-performances. Barnea et Rubin (2010) avancent ainsi que les dirigeants auraient intérêt à (sur)investir dans la RSE pour se construire une réputation de bons citoyens, potentiellement au détriment des actionnaires.

Si cette hypothèse de sur-investissement est vérifiée, alors on peut s'attendre à ce que les entreprises soient moins disposées à engager simultanément de multiples pratiques RSE car la performance financière est associée, dans cette théorie, à une réduction de cette stratégie de sur-investissement, et à une réduction des coûts d'agence (Gompers *et al.*, 2003).

L'exemple de l'entreprise Wal-mart est souvent cité pour illustrer ce modèle économique. Wal-mart a en effet développé un plan ambitieux pour améliorer l'efficacité énergétique, réduire les déchets et diminuer les émissions de gaz à effet de serre, mais reste extrêmement critiquée par les ONG notamment pour ces pratiques commerciales vis-à-vis de ses sous-traitants, ses employés et ses fournisseurs (voir Lussier, 2008, pp. 77-78). Tout se passe comme si Wal-mart investissait donc délibérément dans des pratiques très favorables à l'environnement au détriment des pratiques sociales.

Notre seconde hypothèse de travail est donc la suivante :

Hypothèse 2 : Les pratiques RSE substituables augmentent – resp. diminuent – la performance financière de l'entreprise quand elles sont adoptées isolément – resp. conjointement – (effet sur-investissement).

2. DONNÉES ET VARIABLES

Notre analyse est basée sur les données économiques, financières et extra-financières (RSE) des 900 plus grosses entreprises cotées dans les pays de l'OCDE.

La base de données Vigeo contient un total de 1 800 entreprises cotées ayant reçu au moins une évaluation au cours de la période. Nous appliquons à cet échantillon les restrictions suivantes : seules les firmes ayant été évaluées sur la période 2004-2012 sont retenues ; les firmes avec des variables manquantes (données incomplètes) sont exclues.

Notre échantillon final comprend les données des 900 plus grosses firmes multinationales sur la période 2004-2012, localisées dans 27 pays : Australie, Autriche, Belgique, Bermudes, Canada, Chine, République Tchèque, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Hong Kong, Irlande, Italie, Japon, Luxembourg, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, Singapour, Espagne, Suède, Suisse, Pays-Bas, Royaume-Uni et États-Unis.

Les données RSE de Vigeo

Les données extra-financières utilisées sont issues de la base de l'agence de notation Vigeo. Créée en 2002 par Nicole Notat avec la reprise des activités d'ARESE (première agence française créée en 1997), Vigeo est l'agence *leader* en Europe sur l'évaluation de la responsabilité sociale des organisations au regard de six domaines : environnement, droits humains, ressources humaines, engagement sociétal, comportement sur les marchés et gouvernance d'entreprise.

Vigeo offre deux types de services à travers deux marques métiers :

- Vigeo rating offre une large gamme de produits et services destinés aux investisseurs et gestionnaires d'actifs aspirant à une performance durable et responsable de leurs investissements sur plus de 3 000 émetteurs : entreprises, régions et États ;
- Vigeo *entreprise* intervient auprès des organisations de toute taille, des secteurs publics et privés, dans l'audit et le *benchmark* des organisations, l'accompagnement des équipes et l'intégration de critères RSE/ESG dans les fonctions d'entreprises et les opérations stratégiques.

La recherche de Vigeo *rating* répond à des standards de qualité exigeants et bénéficie depuis 2009 de la certification externe ARISTA®, norme de qualité de référence pour la recherche en investissement responsable.

Nous nous basons dans notre étude sur la base de notations Equitics® rassemblant les évaluations extra-financières des entreprises cotées en bourse correspondant à notre échantillon sur la période 2004-2012. Dans cette base, la performance extra-financière des entreprises est évaluée sur plus d'une trentaine d'enjeux regroupés en six domaines : environnement, droits humains, ressources humaines, engagement sociétal, comportement sur les marchés et gouvernance d'entreprise.

Le tableau 5 renseigne sur les critères détaillés d'évaluation utilisés par Vigeo dans chacun des domaines considérés.

Tableau 5 : Les critères d'évaluation de Vigeo

Ressources Humaines	Intégration des enjeux de ressources humaines dans la stratégie d'entreprise
	Amélioration continue des relations avec les salariés
	Développement des compétences et des carrières
	Qualité des conditions de travail
Environnement	Intégration des enjeux environnementaux dans la stratégie d'entreprise
	Intégration des enjeux environnementaux dans la fabrication et la distribution des produits
	Intégration de l'environnement dans l'usage et la fin de vie des produits et services
Implication sociétale	Impact de l'entreprise sur les communautés locales
	Responsabilité sociétale, philanthropie
Relations clients et fournisseurs	Clients : information, sécurité des produits
	Fournisseurs et sous-traitants : relations responsables (environnement, social)
	Intégrité des affaires (corruption et défaut de concurrence)
Gouvernance	Fonctionnement du Conseil d'Administration
	Audit et contrôles internes
	Respect du droit des actionnaires
	Rémunération des dirigeants et cadres exécutifs
Droits de l'Homme	Respect des Droits de l'Homme
	Respect des Droits de l'Homme au travail

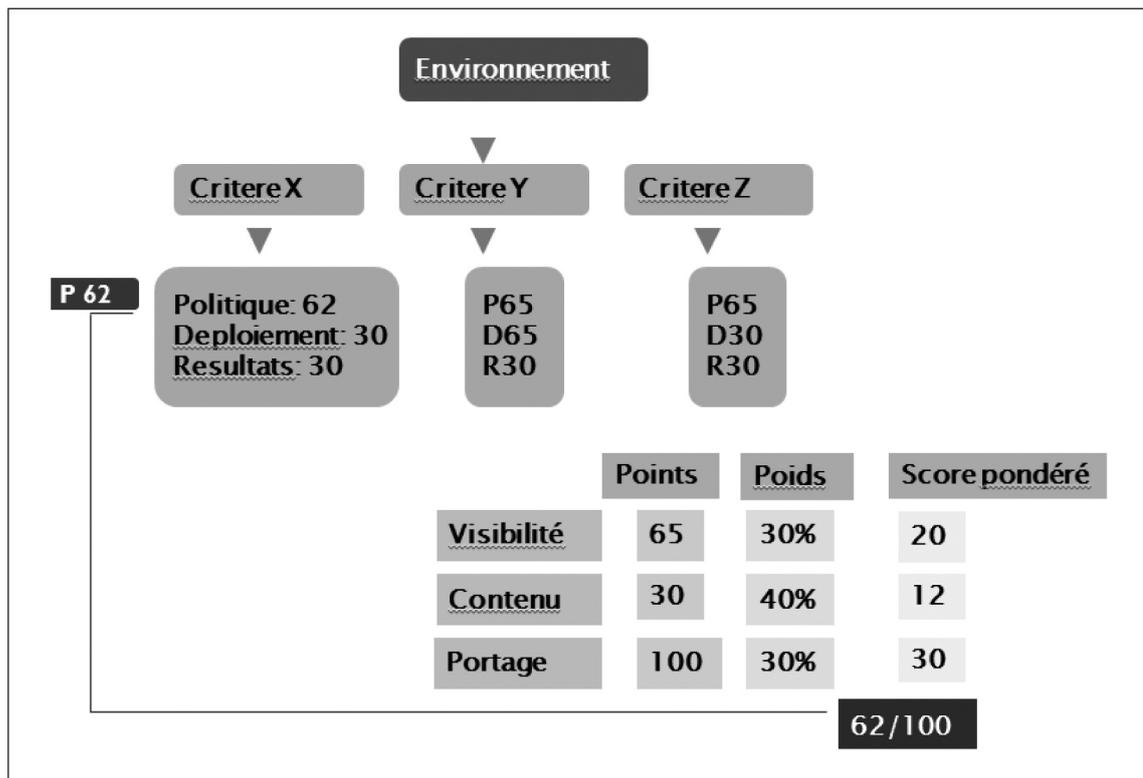
Avant de noter les entreprises, les enjeux clés en matière de RSE dans le secteur sont examinés par Vigeo. Une pondération est ensuite assignée à chaque critère (de 1 à 3) selon :

- la nature et l'impact de la RSE sur les parties prenantes du secteur (employés, salariés, etc.) ;
- l'exposition des parties prenantes à cet impact ;
- les risques (légaux, opérationnels, etc.) encourus dans le secteur si l'impact n'est pas correctement géré.

Au final, le référentiel de chaque secteur est composé de 20 à 25 enjeux. Les critères d'analyse se réfèrent à des conventions internationales et des normes universellement reconnues émanant d'organisations internationales (ONU, OIT, OCDE, etc.). Pour chaque enjeu, on examine la stratégie et les processus managériaux des entreprises sur trois aspects : les engagements affichés c'est-à-dire la politique annoncée (visibilité, contenu, portage) ; la mise en œuvre des politiques annoncées c'est-à-dire leur déploiement (processus, moyens, *reporting*) et les résultats obtenus c'est-à-dire le portage (indicateurs quantitatifs, tendances, controverses).

Un exemple illustratif de cette méthodologie est donné en figure 3.

Figure 3 : Exemple illustratif de notation sur la dimension environnementale par Vigeo (les chiffres sont fictifs)



Les entreprises sont *in fine* évaluées sur chaque domaine par un score compris entre 0 et 100. La notation Vigeo offre 4 niveaux de positionnement des performances (scores) extra-financière de l'entreprise :

- Niveau 1 (score 0) – Indifférente : pas de preuve d'engagement ; assurance de maîtrise des risques faible à très faible.
- Niveau 2 (score 30) – Attentive : engagement amorcé ; assurance très modérée à faible de maîtrise des risques.
- Niveau 3 (score 65) – Active : engagement probant ; assurance raisonnable de maîtrise des risques.

- Niveau 4 (score 100) – Engagée : engagement avancé ; promotion des objectifs de responsabilité sociale ; anticipation des risques.

Dans notre étude nous nous focalisons sur les domaines suivants, qui vont être considérés comme nos variables de performance extra-financière : ressources humaines, environnement, comportement vis-à-vis des clients et fournisseurs et droits de l'homme, et examinerons comment leurs sous-critères (voir tableau 5) interagissent comme facteurs de performance économique.

À titre de comparaison, nous avons également construit un indicateur synthétique d'investissement en RSE, qui somme les quatre scores précédents. Ce type de score agrégeant les dimensions de la RSE est généralement utilisé dans la plupart des études.

Nous avons décidé de nous concentrer sur ces quatre critères, et donc d'écarter les domaines de la gouvernance et de l'implication sociétale. En effet, la distribution des scores de ces deux domaines se sont avérés être trop stables sur la période étudiée, ce qui se révèle être peu pertinent pour une analyse longitudinale.

Les données économiques et financières

Les variables sur les caractéristiques des entreprises proviennent de la base Datastream. Les données financières sont issues à la fois des bilans et des comptes de résultat des entreprises. Nous nous appuyons sur les variables suivantes : la taille (mesurée par le chiffre d'affaires), le levier financier (mesuré par le ratio dette à long terme/total actifs), le ratio des dépenses de Recherche et Développement au total des ventes, qui mesure les efforts consentis en matière d'innovation, le secteur d'activité en 15 postes et le pays de l'entreprise. Par ailleurs, de manière standard dans la littérature, nous introduisons une variable binaire ayant pour valeur 1 si on ne dispose pas d'information sur les dépenses en R & D de l'entreprise (valeur manquante). Ceci nous permet notamment de ne pas supprimer de notre échantillon d'analyse les entreprises concernées. Ces variables représentent nos contrôles entreprise qui seront introduits dans chaque estimation. Par ailleurs, nous testerons l'impact d'une réglementation nationale contraignante en termes de RSE sur le lien RSE – performance (voir la sous-section 3).

Notre variable d'intérêt, la performance économique est mesurée par le « Return On Asset » (ROA), c'est-à-dire le rapport du résultat hors intérêt de la dette à la valeur comptable des fonds propres et des dettes. Il représente un indicateur standard de performance « comptable ». La rentabilité économique mesure la capacité de l'entreprise à dégager du profit pour l'ensemble de ses apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers). Cet indicateur mesure donc la performance opérationnelle de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à générer du revenu à partir de ses actifs.

Le processus d'appariement de notre base Datastream avec la base Vigeo permet d'obtenir un échantillon de 2 804 observations (entreprise/année), couvrant 866 entreprises cotées distinctes, suivies 2 ans ou plus sur la période 2004-2012. On dispose donc d'un panel non cylindré d'entreprises.

Le Tableau 6 présente la distribution des firmes par années.

Le Tableau 7 reporte la distribution de notre échantillon par secteur.

Le Tableau 8 présente la distribution des firmes par pays.

Le Tableau 9 présente les statistiques descriptives des variables utilisées.

Le Tableau 10 fournit la matrice des corrélations entre les différents scores RSE retenus.

Tableau 6 : Distribution des entreprises par année

Années	Nombre de firmes	% du total
2004	135	4,81
2005	192	6,85
2006	170	6,06
2007	210	7,49
2008	219	7,81
2009	566	20,19
2010	437	15,58
2011	473	16,87
2012	402	14,34
TOTAL	2 804	100,00

Tableau 7 : Distribution des entreprises par secteur

Secteur	Nombre de firmes	% du total
AUTO	82	2,92
COMMERCE	205	7,31
CONSOMMATION	65	2,32
CONSTRUCTION	145	5,17
ÉNERGIE	562	20,04
ÉQUIPEMENT	63	2,25
FINANCE	565	20,15
HÔTEL	81	2,89
IIA	182	6,49
INTERMÉDIAIRE	72	2,57
ITC	189	6,74
MÉDIA	116	4,14
SANTÉ	223	7,95
TÉLÉCOM	104	3,71
TRANSPORT	150	5,35
TOTAL	2 804	100,00

Tableau 8 : Distribution des firmes par pays

Pays	Nombre de firmes	% du total
Allemagne	192	6,85
Australie	92	3,28
Autriche	27	0,96
Belgique	42	1,50
Bermudes	2	0,07
Canada	31	1,11
Chine	2	0,07
Danemark	55	1,96
Espagne	83	2,96
États-Unis	702	25,04
Finlande	62	2,21
France	321	11,45
Grèce	11	0,39
Hong Kong	44	1,57
Irlande	28	1,00
Italie	86	3,07
Japon	77	2,75
Luxembourg	10	0,36
Norvège	40	1,43
Nouvelle-Zélande	6	0,21
Pays-Bas	53	1,89
Portugal	25	0,89
République Tchèque	2	0,07
Royaume-Uni	515	18,37
Singapour	26	0,93
Suède	125	4,46
Suisse	145	5,17
TOTAL	2 804	100,00

Tableau 9 : Statistiques descriptives (2 804 observations)

Variable	Définition	Moyenne	Minimum	Maximum
ROA	Retour sur actifs = profits nets /total actifs (log)	1,58 (1,02)	- 4,61	3,46
Lsales	Log des ventes annuelles nettes	16,15 (1,68)	5,26	23,07
Debt ratio	Dette à long terme / total actifs	4,14 (1,45)	- 4,61	10,45
R & D ratio	Dépenses R & D / ventes totales	2,09 (4,57)	0	31,54
No R & D	= 1 si pas de valeur pour les dépenses R & D	0,46 (0,49)	0	1
Reg_contr	= 1 si la réglementation nationale RSE est contraignante	0,22 (0,42)	0	1
CSR global	(Somme des 4 scores : HR, ENV, BB and HRTS)/4	35 (12,78)	7	78
HR score	Score « Ressources Humaines » [0, 100]	29 (16,51)	0	76
ENV score	Score « Environnement » [0, 100]	32 (17,36)	0	86
CS score	Score « Comportement avec les clients et fournisseurs » [0, 100]	40 (12,77)	6	81
HRTS score	Score « Droits de l'Homme » [0, 100]	40 (14,04)	0	86
HR dummy	= 1 si HR score > moyenne du secteur	0,49 (0,50)	0	1
ENV dummy	= 1 si ENV score > moyenne du secteur	0,53 (0,49)	0	1
CS dummy	= 1 si CS score > moyenne du secteur	0,51 (0,49)	0	1
HRTS dummy	= 1 si HRTS score > moyenne du secteur	0,49 (0,50)	0	1
HR1	Amélioration continue des relations avec les salariés	29 (22,04)	0	94
HR2	Développement des compétences et des carrières	26 (17,57)	0	96
HR3	Qualité des conditions de travail	34 (19,50)	0	93
ENV1	Intégration des enjeux environnementaux dans la stratégie d'entreprise	40 (21,42)	0	97
ENV2	Intégration des enjeux environnementaux dans la fabrication et la distribution des produits	27 (17,80)	0	84
CS1	Clients : information, sécurité des produits	41 (16,02)	0	97
CS2	Fournisseurs et sous-traitants : relations responsables (environnement, social)	36 (16,86)	0	87
CS3	Intégrité des affaires (corruption et défaut de concurrence)	41 (14,67)	0	94
HRTS1	Respect des droits de l'homme	41 (16,73)	0	94
HRTS2	Respect des droits de l'homme au travail	40 (14,50)	0	86

Les écarts-types figurent entre parenthèses.

Tableau 10 : Corrélations entre les scores de RSE

	HR score	ENV score	CS score
HR score	1	-	-
ENV score	0,68	1	-
CS score	0,54	0,55	1
HRTS score	0,68	0,57	0,60

Les corrélations sont toutes significatives à 1 %.

Avec :

- HR score = Score « Ressources Humaines ».
- ENV score = Score « Environnement ».
- CS score = Score « Comportement avec les clients et fournisseurs ».
- HRTS score = Score « Droits de l'Homme ».

PARTIE 3

MÉTHODOLOGIE ET RÉSULTATS

La matrice des corrélations entre les scores RSE (voir Tableau 10) montre une corrélation positive entre les 4 scores RSE, suggérant des synergies entre ces variables. Toutefois, il n'est pas nécessairement possible de mettre en évidence une relation de causalité. Les domaines étant les plus corrélés (avec un coefficient de corrélation de 68 %) sont : d'une part, les Ressources Humaines (HR) et l'ENVironnement (ENV), et d'autre part, les ressources humaines et les droits de l'homme (HRTS).

Mais cet argument reste purement descriptif, et il faut effectuer une analyse toutes choses égales par ailleurs pour identifier statistiquement ces synergies (effets de complémentarité ou de substituabilité entre les différents domaines de la RSE) et leur impact sur la performance économique de l'entreprise. Il est donc nécessaire de procéder à des estimations économétriques en données de panel permettant de tenir compte à la fois des caractéristiques des entreprises et de la dimension temporelle, contrairement à une analyse standard par MCO (Moindres Carrés Ordinaires).

Nous réalisons pour cela une analyse en plusieurs étapes illustrant *in fine* l'importance de prendre en compte la dynamique des comportements des entreprises afin de comprendre la relation entre RSE et performance des entreprises.

1. LES ESTIMATIONS ÉCONOMÉTRIQUES : MODÈLES À EFFETS FIXES

Comme nous disposons de données en panel, nous allons dans un premier temps mener une analyse permettant de tenir compte de l'hétérogénéité individuelle des entreprises. On applique, comme il est fait de manière standard dans la littérature, tout d'abord les modèles à effets fixes permettant de contrôler des effets non observés fixes au cours du temps ou à travers les entreprises.

Le modèle économétrique linéaire estimé établit une relation entre la performance économique des entreprises sur la période considérée, notée Y , les scores de RSE obtenus sur la période (différents types de scores vont être utilisés), et un ensemble de variables explicatives de contrôle X , conformément à l'équation suivante :

$$Y_{i,t} = \beta_1 RSE_{i,t} + \beta_2 X_{i,t} + \gamma_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}, \quad t = 2004, \dots, 2012$$

Dans le cadre des données de panel, on ajoute un effet fixe individuel (γ) permettant de contrôler les biais liés à l'existence d'une hétérogénéité non observée (problème de variable omise), un terme d'erreur (ε) et μ_t une indicatrice année (permettant de prendre en compte les effets conjoncturels). Cet effet fixe permet de prendre en compte l'hétérogénéité inobservée liée à des facteurs fixes, c'est-à-dire non variables dans le temps (souvent liée à des variables omises comme par exemple la compétence intrinsèque du dirigeant). Les coefficients sont alors estimés par le biais des variations d'une année sur l'autre, pour chaque entreprise, des variables explicatives et expliquées considérées : ainsi, l'impact des scores sur la performance est estimé sur les entreprises qui ont des performances en RSE variables dans le temps, tout en contrôlant la variation des autres facteurs susceptibles de se modifier dans le temps. En revanche, les facteurs invariants (en particulier le secteur d'activité ou le pays) sont écartés de l'estimation, nous testerons néanmoins leur influence. Par ailleurs, on contrôle l'influence du temps par l'introduction d'indicatrices temporelles annuelles qui permettent ainsi de contrôler tout type de choc conjoncturel potentiel commun à toutes les entreprises (technologique, durcissement des conditions d'endettement, etc.).

Nous estimons ici l'impact des scores RSE sur la performance de l'entreprise en considérant deux types de scores continus : les scores en valeur absolue, soit les notes entre 0 et 100 (voir tableau 11, Modèle 2) et les scores ajustés au secteur, soit les notes en valeur absolue divisées par la moyenne du secteur (voir tableau 11, Modèle 3). Par ailleurs, nous avons à titre de comparaison introduit un score synthétique (voir tableau 11, Modèle 1) et les variables binaires prenant la valeur 1 si l'entreprise a un score supérieur à la moyenne du secteur (voir tableau 11, Modèle 4).

Le score agrégé permet de mettre en évidence l'importance de prendre en compte la nature multidimensionnelle de la RSE (l'impact du score agrégé cache en effet d'éventuels effets contradictoires des différentes dimensions RSE sur la performance économique).

Les variables binaires permettent de rendre en compte du fait que les entreprises ne doivent pas juste avoir un score élevé, ce qui peut être plus important en termes de stratégie c'est d'être au-dessus de la moyenne du secteur. En effet, si un secteur a en moyenne des scores plus élevés que les autres secteurs dans un domaine particulier, il va être primordial pour l'entreprise d'avoir des scores au-dessus de la moyenne sectorielle pour être considérée comme performante.

Ainsi, pour les estimations suivantes, nous ne considérerons que les scores continus ajustés au secteur d'activité afin de prendre en compte les spécificités de chaque secteur pouvant inférer de manière significative dans la relation RSE – performance (voir la sous-section 4).

Les résultats montrent que le score synthétique a un impact négatif sur la performance. Ce résultat est toutefois à relativiser (voir Modèle 1). En effet, lorsque l'on tient compte de la nature multidimensionnelle de la RSE en introduisant les différents scores les résultats sont différents.

Ainsi, seul le score des Ressources Humaines (RH) a un impact positif significatif sur la performance, les trois autres scores pour l'ENVironnement (ENV), les relations Clients et Fournisseurs (CS) et les droits de l'homme (HRTS) (2) ont un impact négatif sur la performance (Modèle 2) mais pas toujours significatif lorsque l'on prend en compte les scores ajustés au secteur (Modèle 3) ou les variables binaires (Modèle 4).

Ces premiers résultats montrent qu'il est important de distinguer l'impact des différents scores RSE sur la performance économique et que la nature des scores utilisés est également à considérer.

Pour ce qui est des variables de contrôle des caractéristiques de l'entreprise, elles sont toutes significatives et ont le signe attendu : la taille de l'entreprise a un impact positif sur la performance économique, le niveau d'endettement et les dépenses en R & D ont un impact négatif.

Dans le tableau 12, le Modèle 1 présente l'estimation avec les scores continus et le Modèle 2 celle avec les scores ajustés au secteur. Dans les estimations suivantes, nous ne considérerons que les scores ajustés au secteur afin de tenir compte de la spécificité sectorielle qui est susceptible d'influencer les performances RSE. Par ailleurs, dans ces modèles on fait interagir les scores entre eux afin de pouvoir tester l'existence des hypothèses de complémentarité ou de substituabilité au sein d'un même domaine. Si le signe des scores croisés est positif et significatif cela permet de conclure à l'existence de complémentarité entre les domaines de la RSE, si le signe est positif et significatif, c'est la substituabilité qui prévaut. On voit ainsi que seule l'interaction entre les scores Ressources Humaines (HR) et relations Clients et Fournisseurs (CS) a un impact négatif significatif sur la performance. Ces deux domaines de la RSE se révèlent être des stratégies substituables.

(2) Rappelons que ENV désigne le score environnemental, CS le score en matière de relations avec les clients et les fournisseurs, et HRTS le score en matière de respect des droits de l'homme.

Tableau 11 : Scores RSE et performance (Modèles à effets fixes)

Variabiles	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
HR score		0,005*** (0,002)		
ENV score		- 0,003* (0,002)		
CS score		- 0,003* (0,002)		
HRTS score		- 0,003* (0,002)		
HR score ajusté au secteur			0,096* (0,053)	
ENV score ajusté au secteur			- 0,111** (0,051)	
CS score ajusté au secteur			- 0,069 (0,082)	
HRTS score ajusté au secteur			- 0,040 (0,078)	
CSR global	- 0,004** (0,002)			
HR dummy (score > moyenne du secteur)				- 0,028 (0,041)
ENV dummy (score > moyenne du secteur)				0,027 (0,044)
CS dummy (score > moyenne du secteur)				- 0,062* (0,038)
HRTS dummy (score > moyenne du secteur)				- 0,077** (0,039)
Lsales	0,140** (0,057)	0,161*** (0,057)	0,186*** (0,057)	0,141*** (0,015)
R&D ratio	- 0,039** (0,015)	- 0,039** (0,015)	- 0,038** (0,015)	- 0,039** (0,015)
No R&D	0,006 (0,083)	0,002 (0,083)	0,013 (0,082)	0,008 (0,082)
Debt ratio	- 0,133*** (0,022)	- 0,133*** (0,022)	- 0,128*** (0,021)	- 0,128*** (0,022)

* p < 0,10 ; écarts-types entre parenthèses.

** p < 0,05 ; écarts-types entre parenthèses.

*** p < 0,01 ; écarts-types entre parenthèses.

Tableau 12 : Scores RSE et performance (Modèles à effets fixes) : interactions

Variables	Modèle 1	Modèle 2 (scores ajustés au secteur)
HR score	0,0154** (0,0062)	0,5218*** (0,1773)
ENV score	- 0,0101* (0,0054)	- 0,3182** (0,1544)
CS score	- 0,0027 (0,0051)	0,0677 (0,2312)
HRTS score	- 0,0087* (0,0054)	- 0,2610 (0,2380)
HR * ENV	- 0,0000 (0,0001)	0,0424 (0,0595)
HR * CS	- 0,0003** (0,0001)	- 0,4992*** (0,1687)
HR * HRTS	0,0001 (0,0001)	0,0486 (0,1401)
ENV * CS	0,0002* (0,0001)	0,1998 (0,1335)
ENV * HRTS	- 0,0000 (0,0001)	- 0,0413 (0,1364)
CS * HRTS	0,0001 (0,0001)	0,1728 (0,2113)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
(2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
(3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
(4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
(5) Écarts types entre parenthèses.
(6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

2. LA CRISE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DE 2007 A-T-ELLE EU UN IMPACT ?

La crise des *subprimes* a lourdement pesé sur les comptes de résultats des sociétés cotées. La performance économique a baissé en 2008 et 2009, avant de se redresser en 2010. Le caractère heurté de ces évolutions est susceptible d'influencer nos estimations, en dépit du fait que nous ayons systématiquement introduit une indicatrice année dans nos régressions.

Afin de vérifier ce point, nous avons subdivisé l'échantillon en deux sous-périodes, 2004-2007 et 2008-2012, puis nous avons procédé aux mêmes régressions que précédemment sur chacune de ces sous périodes.

En examinant l'impact de la crise de 2007-2008 sur le lien RSE-performance nous pouvons évaluer si cette crise a pu jouer un effet d'atténuation ou au contraire d'amplification sur le lien RSE-performance. Autrement dit, nous cherchons ici à déterminer si les stratégies de RSE représentent un moyen pour les entreprises d'amortir les effets de la crise en permettant par exemple d'anticiper les risques (comme par exemple un besoin de formation des employés pour éviter des licenciements) et ainsi pouvoir mieux les gérer.

Le tableau 13 montre l'évolution de la performance économique et des scores RSE sur la période d'analyse. L'effet de la crise des *subprimes* apparaît, avec une baisse de la performance économique des entreprises en 2008 et 2009. Cette évolution marquée rend nécessaire de bien contrôler des effets conjoncturels globaux lorsque nous chercherons à expliquer la dynamique de la performance individuelle des sociétés.

On observe que les scores ont en moyenne effectivement baissé à partir de 2007 notamment pour les domaines des Ressources Humaines (RH), des droits de l'homme (HRTS), et de l'ENVironnement (ENV) dans une moindre mesure.

Il semble que les entreprises ont revu à la baisse leurs stratégies RSE dans ces domaines car elles étaient contraintes par des difficultés financières importantes. Ainsi, le score des Ressources Humaines (HR) est passé en moyenne de 36 entre 2004 et 2007 à 27 pour la période après crise.

Les entreprises ont par contre essayé de maintenir leur stratégie envers leurs clients et fournisseurs (en moyenne le score CS est de 39 avant et après la crise) afin par exemple de ne pas accentuer la méfiance des clients vis-à-vis des entreprises qui a pu s'accroître après la crise.

Le tableau 14 montre en outre que selon la période – avant ou après 2007 – la nature du lien RSE performance change. Avant 2007, l'interaction entre les scores Ressources Humaines (HR) et Clients et Fournisseurs (CS) a un effet négatif significatif sur la performance. Mais après 2007 l'interaction entre les scores HR et CS a un effet positif significatif sur la performance, ce qui implique que ces deux domaines sont devenus complémentaires alors qu'ils étaient plutôt considérés par les entreprises comme des stratégies substituables avant la crise. Intuitivement, la crise semble avoir renforcé les synergies entre les parties prenantes directes que sont les salariés et les clients et fournisseurs.

De même c'est après 2007 que le score Ressources Humaines (HR) a un effet positif sur la performance et le score ENVironnement (ENV) a un effet négatif sur la performance économique. La crise semble avoir poussé les entreprises à se recentrer sur la réponse aux attentes des parties prenantes primaires, et s'éloigner des parties prenantes secondaires, comme facteur de performance économique.

Tableau 13 : Évolution de la performance des scores RSE

Année/Moyenne	HR_score	ENV_score	CS_score	HRTS_score	LROA
2004	40	36	37	42	1,5
2005	37	34	38	47	1,6
2006	35	37	40	44	1,8
2007	33	35	42	42	1,8
2008	30	32	42	41	1,6
2009	25	27	40	39	1,5
2010	27	30	42	42	1,7
2011	28	31	38	37	1,7
2012	28	32	38	36	1,6
2004-2007	36	35	39	44	1,7
2007-2012	27	30	40	39	1,6

Tableau 14 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et crise

Variables	Avant 2007	Après 2007
HR score	0,476 (0,376)	0,460** (0,198)
ENV score	0,125 (0,286)	- 0,425** (0,194)
CS score	0,448 (0,426)	0,440 (0,301)
HRTS score	0,250 (0,401)	- 0,090 (0,314)
HR * ENV	0,248 (0,197)	0,011 (0,060)
HR * CS	- 0,703** (0,330)	0,482** (0,198)
HR * HRTS	0,019 (0,295)	0,077 (0,161)
ENV * CS	0,058 (0,206)	0,156 (0,181)
ENV * HRTS	- 0,406 (0,298)	0,086 (0,166)
CS * HRTS	0,224 (0,408)	- 0,109 (0,271)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
(2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
(3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
(4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
(5) Écarts types entre parenthèses.
(6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

3. LA RÉGLEMENTATION RSE INFLUENCE-T-ELLE LE LIEN RSE PERFORMANCE ?

Les modèles à effets fixes ne permettant pas directement de tenir compte de la dimension pays (car invariant), nous allons en tenir compte différemment (3). Pour cela, nous avons séparé notre échantillon en deux sous-groupes : les entreprises, qui conformément à la définition établie à partir des tableaux 1 à 4, sont soumises à une réglementation nationale contraignante (Danemark, Espagne, France, Norvège et Suède) et celles qui ne le sont pas (tous les autres pays, voir tableau 15).

Le tableau 15 présente la moyenne des scores par pays. On observe que certains pays ont des scores élevés pour l'ensemble des domaines, tels que l'Allemagne, la France, la Norvège ou la Suède. Pour l'ensemble de ces pays, sauf pour l'Allemagne, le régime RSE se révèle être plutôt contraignant (contraignant pour la France et mixte pour la Norvège et la Suède). D'autres pays au contraire ont des scores bas pour tous les domaines, tels que la Chine, la Grèce ou les Bermudes. Une réglementation nationale RSE plus contraignante pourrait permettre d'expliquer en partie de telles différences.

En effet, on observe que les pays bénéficiant d'un régime RSE contraignant ont en moyenne des scores plus élevés dans l'ensemble des domaines, ceci est d'autant plus vrai pour celui des ressources humaines avec un score 36 pour les pays avec une plus forte réglementation en matière de RSE et 26 pour les autres. Encore une fois, le domaine des ressources humaines semble présenter des spécificités en termes de stratégies des entreprises par rapport aux autres domaines.

(3) Un biais de sélection lié à l'existence d'une réglementation en matière de RSE peut exister ce qui nécessiterait un modèle plus complexe pour être pris en compte.

Le tableau 16 présente les estimations pour les deux sous-échantillons. On observe que quel que soit le régime RSE, la dimension RH affecte positivement la performance de l'entreprise, mais le coefficient est presque deux fois plus élevé dans les pays avec une réglementation contraignante. Par ailleurs, dans les pays avec une réglementation RSE non contraignante, le score environnemental et l'interaction entre les scores RH (Ressources Humaines) et CS (Clients et Fournisseurs) affectent négativement la performance. Ce dernier résultat montre que les stratégies dans les domaines des ressources humaines et du comportement vis-à-vis des clients et fournisseurs sont substituables. Autrement dit, les entreprises localisées dans les pays avec une réglementation RSE non contraignante auraient tendance à arbitrer entre les attentes des parties prenantes primaires.

Le lien RSE performance semble donc dépendre positivement des intérêts des parties prenantes les plus directement investies dans l'entreprise (les salariés) quel que soit le régime réglementaire RSE, et négativement des intérêts des parties prenantes les plus éloignées de l'entreprise (environnement) dans les régimes réglementaires RSE non contraignants.

Ces résultats pourraient confirmer l'argument d'une prédominance des critères sociaux de la RSE dans les pays de tradition « civil law » mais ils tendent à réfuter l'idée d'une convergence déjà atteinte en matière environnementale ou comportements sur les marchés entre les pays de droit civil et de « common law » comme l'avancent Becchetti *et al.* (2013).

Tableau 15 : Distribution des scores RSE par pays

Pays/Moyenne	HR_score	ENV_score	CS_score	HRTS_score
Allemagne	38	37	42	44
Australie	24	26	39	36
Autriche	34	25	35	37
Belgique	35	33	36	40
Bermudes	23	18	18	28
Canada	21	22	37	37
Chine	4	2	20	21
Danemark	29	28	37	39
Espagne	35	33	38	42
États-Unis	18	23	39	36
Finlande	37	35	39	41
France	45	40	43	48
Grèce	18	21	24	23
Hong Kong	15	19	29	25
Irlande	22	21	34	31
Italie	39	34	42	43
Japon	23	35	35	35
Luxembourg	31	24	36	38
Nouvelle-Zélande	15	30	28	26
Norvège	40	34	42	49
Pays-Bas	36	34	45	42
Portugal	35	37	36	38
République Tchèque	29	28	16	12
Royaume-Uni	30	37	42	42
Singapore	18	21	29	26
Suède	31	32	41	45
Suisse	32	35	43	40
Régime RSE contraignant	39	36	41	46
Régime RSE non contraignant	26	30	39	38

Tableau 16 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et réglementation RSE

Variables	Régime RSE non contraignant	Régime RSE contraignant
HR score	0,474** (0,201)	0,871** (0,403)
ENV score	- 0,334** (0,171)	- 0,527 (0,337)
CS score	0,060 (0,275)	- 0,175 (0,484)
HRTS score	- 0,359 (0,281)	- 0,167 (0,463)
HR * ENV	0,042 (0,064)	0,145 (0,203)
HR * CS	- 0,544** (0,189)	- 0,345 (0,412)
HR * HRTS	0,114 (0,161)	- 0,365 (0,347)
ENV * CS	0,225 (0,150)	0,086 (0,328)
ENV * HRTS	- 0,054 (0,162)	0,163 (0,310)
CS * HRTS	0,162 (0,262)	0,391 (0,419)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
- (2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
- (3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
- (4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
- (5) Écarts types entre parenthèses.
- (6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

4. LE SECTEUR D'ACTIVITÉ INFLUENCE-T-IL LE LIEN RSE PERFORMANCE ?

Comme précédemment, les modèles à effets fixes ne permettant pas de tenir compte directement du secteur d'activité (car cette caractéristique est invariante dans le temps), nous allons en tenir compte différemment. Il faut tout de même noter que nous avons néanmoins intégré cette dimension en retenant dans nos estimations précédentes les scores ajustés par rapport à la moyenne du secteur. Ainsi, si dans certains secteurs les scores sont plutôt élevés, une entreprise qui est au-dessus de la moyenne sectorielle est vraiment performante en termes de RSE. Pour cela, nous avons séparé notre échantillon en deux sous groupes : les entreprises industrielles (secteurs automobile, biens de consommation, construction, énergie, biens d'équipement, biens intermédiaires, transport, IAA) et les entreprises non industrielles ou de service (secteurs finance, commerce, hôtellerie restauration, TIC, santé, télécom). Les entreprises industrielles représentent 40,62 % de l'échantillon et les autres entreprises de service 59,38 % de l'échantillon.

L'investissement des entreprises en RSE peut différer selon le secteur. Comme l'a montré Cai *et al.* (2012), des secteurs dits « controversés » vis-à-vis de l'opinion publique tels que ceux de l'agroalimentaire ou de l'énergie ont fortement investi en RSE, plus particulièrement dans le domaine de l'environnement. De fait, dans ces secteurs les questions de développement durable sont très présentes (comme le respect de la biodiversité ou le recyclage des déchets), leurs stratégies en RSE peuvent être mises en place afin de conforter la réputation des P.-D.G. (Goel and Thakor, 2008). Ainsi, certains domaines peuvent être plus privilégiés par certains secteurs et d'autres moins. Par ailleurs, certains secteurs ont une certaine maturité en matière de RSE en étant en avance sur les autres dans tous les domaines, comme par exemple les secteurs de l'énergie, l'automobile et la construction.

Le tableau 17 présente les moyennes des scores par secteur. On observe que certains secteurs ont des scores plus élevés dans tous les domaines : auto, construction, IAA (industries agro-alimentaires), énergie et télécommunications. On observe ainsi que les entreprises industrielles ont en moyenne des scores plus élevés plus particulièrement dans le domaine des ressources humaines et de l'environnement. Les entreprises qui investissent dans la RSE ont, de fait, des pratiques différenciées.

Le tableau 18 montre que le score ressources humaines (RH) a un impact positif significatif sur la performance pour les entreprises non industrielles, et le score environnemental (ENV) a un impact négatif significatif sur la performance pour les entreprises industrielles.

De même, l'interaction entre les scores ressources humaines et environnement (HR * ENV) a un effet positif significatif sur la performance pour les entreprises industrielles, alors que l'interaction entre les scores ressources humaines et clients et fournisseurs (HR * CS) a un effet négatif significatif sur la performance pour les entreprises non industrielles.

Autrement dit, les domaines des ressources humaines et de l'environnement se révèlent être plutôt complémentaires et ceux des ressources humaines et du comportement vis-à-vis des clients et fournisseurs se révèlent être substituables.

L'analyse sur un secteur en particulier (voir tableau 19), dans un premier temps tel que celui de l'énergie qui est très impliqué en matière de RSE, confirment ces résultats. Dans un deuxième temps, pour un secteur comme celui de la finance, les ressources humaines sont le domaine privilégié avec un impact positif sur la performance économique (voir tableau 19). De plus, les ressources humaines et les droits de l'homme apparaissent comme des pratiques de RSE substituables.

Nos résultats confirment donc que le secteur influence fortement la stratégie en matière de RSE, notamment en matière de responsabilité sociale et sociétale (droits de l'homme).

Tableau 17 : Scores RSE par secteur

Secteur/Moyenne	HR_score	ENV_score	CS_score	HRTS_score
Auto	38	39	40	44
Commerce	24	28	38	38
Consommation	29	29	37	40
Construction	35	37	38	39
Énergie	35	33	40	42
Équipement	29	27	40	38
Finance	26	25	40	38
Hôtel	22	27	38	36
IAA	29	32	39	39
Intermédiaire	23	22	35	34
ITC	24	31	42	40
Média	24	27	39	39
Santé	23	25	39	40
Télécom	33	32	39	42
Transport	25	34	35	34
Industrie	32	35	39	41
Services	27	30	40	39

Tableau 18 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et secteur

Variables	Non industrie	Industrie
HR score	0,538*** (0,194)	0,591 (0,434)
ENV score	- 0,164 (0,165)	- 0,998*** (0,411)
CS score	- 0,054 (0,276)	0,473 (0,436)
HRTS score	- 0,412 (0,280)	0,232 (0,496)
HR * ENV	0,018 (0,060)	0,410** (0,203)
HR * CS	- 0,549*** (0,182)	- 0,474 (0,436)
HR * HRTS	0,127 (0,157)	- 0,441 (0,308)
ENV * CS	0,202 (0,141)	0,148 (0,384)
ENV * HRTS	- 0,158 (0,147)	0,346 (0,343)
CS * HRTS	0,351 (0,250)	- 0,195 (0,428)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
- (2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
- (3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
- (4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
- (5) Écarts types entre parenthèses.
- (6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.
- (7) Industrie : automobile, biens de consommation, construction, énergie, biens d'équipement, biens intermédiaires, transport, IAA.

Tableau 19 : Scores RSE (ajustés au secteur), performance et secteurs énergie et finance

Variables	Énergie	Finance
HR score	0,491 (0,500)	1,121*** (0,307)
ENV score	- 0,729 (0,528)	- 0,091 (0,292)
CS score	1,580*** (0,535)	- 1,937*** (0,561)
HRTS score	- 0,370 (0,566)	- 2,110*** (0,631)
HR * ENV	0,476** (0,223)	0,099 (0,087)
HR * CS	- 1,108** (0,564)	- 0,805** (0,323)
HR * HRTS	- 0,043 (0,420)	- 0,187*** (0,239)
ENV * CS	- 0,183 (0,468)	0,238 (0,249)
ENV * HRTS	0,324 (0,451)	- 0,569 (0,253)
CS * HRTS	- 0,270 (0,519)	2,499 (0,610)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
- (2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
- (3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
- (4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
- (5) Écarts types entre parenthèses.
- (6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

5. LA CONTRIBUTION DES SOUS-SCORES À LA PERFORMANCE RSE

Notre objectif est d'approfondir les résultats précédents en analysant les critères plus détaillés des différents domaines de la RSE. Ces sous-scores correspondent aux critères d'évaluation de Vigeo présentés dans le tableau 5 et aux 4 domaines de la RSE que nous avons retenus tout au long de l'analyse. Certains de ces critères étant mal renseignés (ENV3) nous n'avons malheureusement pas pu les inclure dans l'analyse car cela réduisait trop fortement le nombre d'observations de notre échantillon. Ainsi, les sous scores considérés pour chaque domaine sont :

- HR1 : amélioration continue des relations avec les salariés ;
- HR2 : développement des compétences et des carrières ;
- HR3 : qualité des conditions de travail ;
- ENV1 : intégration des enjeux environnementaux dans la stratégie d'entreprise ;
- ENV2 : intégration des enjeux environnementaux dans la fabrication et la distribution des produits ;
- CS1 : clients : information, sécurité des produits ;
- CS2 : fournisseurs et sous-traitants : relations responsables (environnement, social) ;
- CS3 : intégrité des affaires (corruption et défaut de concurrence) ;
- HRTS1 : respect des droits de l'homme ;
- HRTS2 : respect des droits de l'homme au travail.

Le tableau 21 fournit la matrice des corrélations entre les différents sous-scores RSE retenus. Notre méthodologie est la suivante. D'une part, nous introduisons ces sous critères RSE pour essayer d'affiner l'analyse des stratégies RSE (Tableau 22, Modèle 1), et d'autre part, nous faisons interagir les sous critères (Tableau 22, Modèle 2) afin de tester les synergies possibles au sein d'un même domaine. Enfin, grâce à une analyse en composantes principales (ACP), nous allons identifier les sous critères inter-domaine qui sont les plus reliés entre eux en termes d'investissement de la part des entreprises en matière de RSE.

Tableau 20 : Corrélations entre les sous-scores RSE

	HR1	HR2	HR3	ENV1	ENV2	CS1	CS2	CS3	HRTS1	HRTS2
HR1	1,00									
HR2	0,68	1,00								
HR3	0,49	0,56	1,00							
ENV1	0,53	0,56	0,58	1,00						
ENV2	0,50	0,57	0,66	0,74	1,00					
CS1	0,34	0,44	0,39	0,45	0,41	1,00				
CS2	0,47	0,54	0,55	0,66	0,65	0,44	1,00			
CS3	0,16	0,22	0,33	0,25	0,27	0,32	0,32	1,00		
HRTS1	0,39	0,34	0,42	0,43	0,44	0,29	0,42	0,39	1,00	
HRTS2	0,62	0,57	0,57	0,53	0,55	0,40	0,56	0,44	0,57	1,00

Les corrélations sont toutes significatives à 1 %.

Par sous domaine, le tableau 20 montre que les sous-scores les plus corrélés (avec un coefficient de corrélation de respectivement 68 % et 74 %) sont ceux des ressources humaines (HR1 et HR2) et l'environnement (ENV1 et ENV2).

Mais comme précédemment, cet argument reste purement descriptif, il faut effectuer une analyse de toutes choses égales par ailleurs pour identifier statistiquement ces synergies (effets de complémentarité ou de substituabilité entre les différents domaines de la RSE) et leur impact sur la performance économique de l'entreprise.

Les résultats présentés dans le tableau 21 montrent que dans le domaine des ressources humaines, le sous critère HR2 (compétences, carrières) a un impact positif significatif sur la performance. En outre, si l'on tient compte des interactions, on observe que :

- dans le domaine ressources humaines, l'interaction entre les sous scores HR2 (compétences, carrières) et HR3 (conditions de travail) a un effet significatif et positif ; ces stratégies se révèlent donc être complémentaires ;
- dans le domaine relation clients et fournisseurs, le sous score intégrité des affaires (CS3) est significatif et positif, l'interaction entre les sous scores CS1 (sécurité des produits) et CS3 (intégrité des affaires) a un impact significatif et positif ; ces deux pratiques de RSE sont donc elles aussi complémentaires ;
- dans le domaine des droits de l'homme et du travail, les deux sous scores sont significatifs et positifs ; mais l'interaction entre eux est significative et négative, ces deux sous domaines sont plutôt des stratégies de RSE substituables. En prenant comme angle d'analyse les sous critères de RSE, on observe que les entreprises peuvent donc opérer des arbitrages au sein d'un même domaine.

Tableau 21 : Sous-scores RSE et performance (interactions intra-domaine)

Variables	Modèle 1	Modèle 2
HR1_score	- 0,001 (0,002)	0,009 (0,009)
HR2_score	0,005** (0,002)	0,017** (0,008)
HR3_score	0,003 (0,002)	- 0,006 (0,007)
HR1 * HR2		0,001 (0,001)
HR1 * HR3		- 0,001 (0,001)
HR2 * HR3		0,001** (0,0002)
ENV1_score	- 0,001 (0,002)	0,001 (0,007)
ENV2_score	- 0,005 (0,002)	0,001 (0,009)
ENV1*ENV2		0,001 (0,001)
CS1_score	0,001 (0,002)	-0,017 (0,011)
CS2_score	- 0,003 (0,002)	0,006 (0,010)
CS3_score	- 0,004 (0,002)	- 0,021** (0,010)
CS1 * CS2		- 0,001 (0,001)
CS1 * CS3		0,001** (0,0004)
CS2 * CS3		0,001 (0,001)
HRTS1_score	0,002 (0,003)	0,016* (0,009)
HRTS2_score	- 0,001 (0,003)	0,017** (0,008)
HRTS1 * HRTS2		- 0,001** (0,0005)

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
- (2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
- (3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
- (4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
- (5) Écarts types entre parenthèses.
- (6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

Après avoir mis en évidence les synergies intra-domaine, nous allons *via* l'analyse en composantes principales (ACP) identifier celles qui peuvent apparaître inter-domaine, c'est-à-dire entre les sous-critères des différentes dimensions de la RSE. L'ACP permettra de voir quelles sont les pratiques de la RSE qui présentent des développements similaires. En effet, lorsqu'on étudie simultanément un nombre important de variables quantitatives, il est très complexe d'en faire un graphique global (dans le but de généraliser le nuage de points tracé dans le cas de deux variables). L'objectif de l'Analyse en Composantes Principales (ACP) est de revenir à un espace de dimension réduite (par exemple 2) en déformant le moins possible la réalité. Il s'agit donc d'obtenir le résumé le plus pertinent possible des données initiales.

Concrètement, l'ACP s'applique à des variables continues, comme celles correspondant aux scores de RSE. Cette méthode fait partie de l'analyse statistique multidimensionnelle exploratoire et ne constitue pas une analyse économétrique toutes choses égales par ailleurs, comme celles que nous avons menées tout au long de cette étude. Elle a généralement deux fonctions distinctes. La première permet de regrouper les variables qui semblent mesurer la même chose et de pouvoir ainsi calculer un score synthétique (comme leur moyenne), dans le cadre de notre étude nous ne voulons pas privilégier cet aspect. La deuxième consiste à mettre en évidence les relations entre des variables, c'est-à-dire explorer la façon dont celles-ci s'organisent. L'ACP nous permet de savoir quel regroupement entre les différents sous-scores de RSE est le plus judicieux. Au lieu de déterminer une droite, comme une régression linéaire, elle isole ce que l'on appelle des composantes principales, qui correspondent à des « vecteurs » expliquant les relations entre les variables.

Généralement on ne fait pas une ACP sur moins de 6 variables, c'est pourquoi nous avons décidé de l'appliquer uniquement à notre analyse des sous-critères de RSE qui, de par leur nombre, rend plus difficile l'interprétation des résultats issus d'une analyse économétrique incluant l'ensemble des interactions possibles entre chaque sous domaine.

L'analyse se fonde sur un tableau de corrélations entre toutes les variables et ce, en considérant la variance de chaque variable comme égale à 1 de telle sorte que la variance totale à expliquer est égale au nombre total de variables. Le principe d'extraction des composantes principales consiste à choisir les composantes (appelées également facteurs) de façon séquentielle en fonction de la variance qu'elles expliquent. La première composante sera ainsi celle qui explique la variance (ou inertie) la plus importante. Son pouvoir explicatif est exprimé par sa valeur propre qui correspond à sa variance.

Pour sélectionner le nombre de composantes (axes) que nous allons retenir, on constate dans le tableau 22 présentant les valeurs propres et la part expliquée de la variance par chaque composante, que la première composante explique 52 % de la variance à elle toute seule, la deuxième 10 %. Ainsi, le premier plan factoriel totalise 62 % de la dispersion du nuage de points dans l'espace vectoriel à 10 dimensions qui nous intéresse. Nous décidons de sauvegarder les deux premières composantes pour notre analyse. De plus, l'indice de Kaiser-Meyer-Olkin (OKM) étant proche de 1 (il est d'environ 0,90 en moyenne sur l'ensemble des sous-scores), l'ACP se révèle être pertinente pour expliquer les relations entre les sous-scores de RSE.

Le tableau 23 présente les résultats pour les contributions de chaque sous-score pour la construction de chacune des deux composantes retenues. Pour le premier facteur (comp1), on observe que chaque sous-critère a une contribution similaire, avec un pouvoir explicatif plus important pour les deux sous-scores de la dimension environnementale (environ à 0,35) et un poids plus faible pour les sous-scores CS1 (clients : information, sécurité des produits) et CS3 (intégrité des affaires) liés aux relations clients et fournisseurs (respectivement 0,20 et 0,26).

Tableau 22 : Valeurs propres et part expliquée de la variance

Composante	Valeur propre	Différence	Proportion	Cumulative
Comp1	5,31	4,28	0,53	0,53
Comp2	1,03	0,26	0,10	0,63
Comp3	0,77	0,08	0,08	0,71
Comp4	0,69	0,14	0,07	0,78
Comp5	0,55	0,11	0,06	0,84
Comp6	0,44	0,08	0,04	0,88
Comp7	0,36	0,03	0,04	0,92
Comp8	0,33	0,06	0,03	0,95
Comp9	0,27	0,04	0,03	0,98
Comp10	0,23	.	0,02	1

Tableau 23 : Valeurs propres pour les deux premiers facteurs

Variable	Comp1	Comp2
HR1	0,32	- 0,29
HR2	0,33	- 0,28
HR3	0,34	- 0,05
ENV1	0,35	- 0,19
ENV2	0,36	- 0,17
CS1	0,26	0,11
CS2	0,34	- 0,06
CS3	0,20	0,75
HRTS1	0,28	0,40
HRTS2	0,35	0,17

Pour le deuxième facteur (comp2), on observe que seuls les sous-critères CS1 (clients : information, sécurité des produits), plus particulièrement CS3 (intégrité des affaires), HRTS1 (respect des droits de l'homme) et HRTS2 (respect des droits de l'homme au travail) ont une contribution élevée alors que pour les autres elle est négative.

Ainsi, la première composante représente l'investissement général dans la RSE (qui apparaît relativement équilibré entre les différents critères) alors que la deuxième composante complète la première en reflétant certaines spécificités de l'investissement général dans la RSE avec notamment un effort plus intense dans le domaine des relations clients et fournisseurs et dans les ressources humaines.

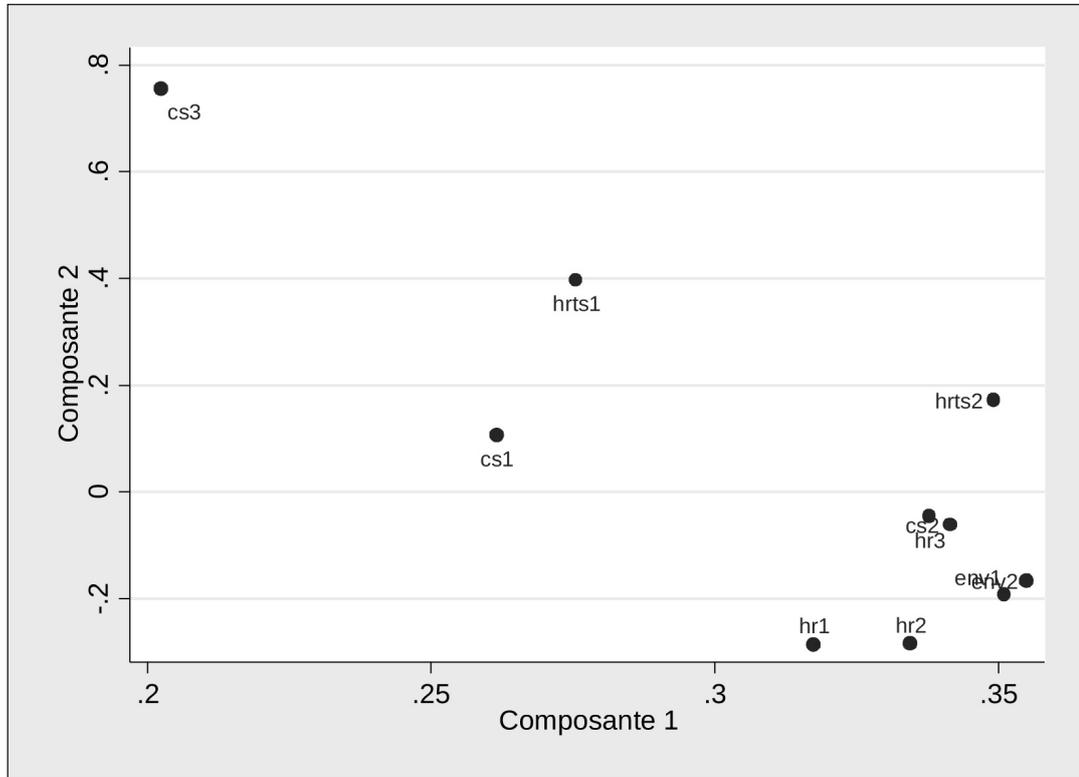
Ces résultats tendent à confirmer ceux de Cellier et Chollet (2011). Toutefois, ces derniers utilisent les données Vigeo mais considèrent les 6 domaines de la RSE. La comparaison des résultats ne peut donc être complètement immédiate. Nos résultats diffèrent des leurs sur le poids du domaine des droits de l'homme pour le deuxième facteur (ce poids est plus élevé dans notre ACP).

Enfin, la figure 6 permet de compléter graphiquement ces résultats en représentant la répartition des sous-scores par rapport aux deux axes précédemment définis. Par rapport à la première composante, on observe que les sous-critères liés au domaine des ressources humaines et de l'environnement sont proches en termes d'investissement en RSE. La dimension liée au comportement des entreprises vis-à-vis des clients et fournisseurs représente une stratégie plus spécifique et plus indépendante des autres dimensions.

De plus, au sein d'un même domaine, on observe que les sous-scores des ressources humaines (HR1 : amélioration continue des relations avec les salariés, HR2 : développement des compétences et des carrières et dans une moindre mesure HR3 : qualité des conditions de travail) apparaissent être corrélés ainsi que ceux liés à l'environnement

(ENV1 : intégration des enjeux environnementaux dans la stratégie d'entreprise et ENV2 : intégration des enjeux environnementaux dans la fabrication et la distribution des produits).

Figure 4 : Projection des sous-scores de RSE sur le plan factoriel (Comp1, Comp2)



Toutefois, il est important de rappeler que l'on ne peut pas conclure *via* l'ACP à des effets de complémentarité ou à de substituabilité. C'est pour cela que nous avons effectué une estimation avec effets fixes tenant compte de l'interaction cette fois ci entre tous les sous-critères entre les différents domaines. Cependant, il faut noter que l'interprétation des résultats obtenus demeure difficile.

Étant donné le nombre élevé des termes d'interaction introduits dans l'équation estimée de la performance économique, le tableau 24 ne présente que les termes d'interaction significatifs.

Lorsque l'on tient compte des interactions, on observe que les sous-scores des ressources humaines et de l'environnement sont complémentaires et que CS1 (sous score clients : information, sécurité des produits) et HRTS1 (sous score respect des droits de l'homme) sont substituables.

Les entreprises appliquent des stratégies en matière de RSE qui peuvent faire apparaître des synergies particulières et ce même entre les critères définis au sein de chaque domaine. Il importe de prendre en compte les différentes dimensions de la RSE pour comprendre les stratégies mises en place par les entreprises.

Tableau 24 : Sous-scores RSE et performance (interactions inter-domaine)

Variabes	Coeff.	Écart-type
HR2 * ENV1	0,001**	0,0003
HR3 * ENV2	0,001**	0,0003
HR2 * HRTS1	- 0,001**	0,0003
CS1 * HRTS1	0,001**	0,000

Notes :

- (1) Chaque colonne présente les résultats d'une régression distincte, où la variable dépendante est le log du ROA.
- (2) Outre les variables indiquées en ligne, chaque régression contrôle des variables suivantes : les 10 sous-scores, les termes d'interaction entre ces 10 sous-scores, taille de l'entreprise (ventes), levier financier, ratio R & D sur total des ventes.
- (3) Dans les estimations avec effets fixes, les contrôles, invariants tels que le secteur d'activité ou le pays, disparaissent.
- (4) Une indicatrice année est systématiquement introduite.
- (5) Écarts types entre parenthèses.
- (6) *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

6. LA PRISE EN COMPTE DES EFFETS DYNAMIQUES

Les effets retardés pouvant être importants dans ce type d'analyse, comme par exemple l'influence des performances passées sur la performance présente, il est déterminant dans un deuxième temps de prendre en compte la dynamique temporelle de la performance économique des entreprises dans l'analyse. De fait, il est possible, et même probable, que les stratégies de RSE et la performance économique d'une entreprise l'année t soient endogènes, c'est-à-dire qu'elles dépendent de l'histoire passée de l'entreprise. Des effets de persistance peuvent donc exister.

Le modèle économétrique linéaire estimé établit une relation entre la performance des entreprises sur la période considérée t , notée Y , et ses valeurs retardées sur une période (ROA en $t - 1$) ; les scores de RSE obtenus sur la période, et un ensemble de variables explicatives de contrôle X , conformément à l'équation suivante :

$$Y_{i,t} = \beta_1 Y_{i,t-1} + \beta_2 RSE_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

La performance de l'entreprise i au temps t est donc régressée sur l'ensemble de nos contrôles en t ainsi que sur sa valeur retardée (ainsi la performance de 2007 est régressée sur celle de 2006).

La correction simultanée des problèmes d'hétérogénéité non observée et de dynamique endogène requiert l'estimation d'un modèle GMM (4) (Arellano et Bond, 1991) pour estimer des modèles dynamiques sur des données de panel. L'estimateur GMM est exprimé en différence première et consiste à obtenir des estimateurs convergents.

Le modèle en différence première s'écrit :

$$\Delta Y_{i,t} = \beta_1 \Delta Y_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RSE_{i,t} + \beta_3 \Delta X_{i,t} + \Delta \varepsilon_{i,t}$$

Cette méthode utilise comme instruments les niveaux des variables retardées de la variable endogène ainsi que les autres variables explicatives. En effet, la détermination simultanée de certaines variables, telles qu'ici la mesure de performance économique et les scores de RSE, par des facteurs non observés, peut entraîner une corrélation entre les valeurs courantes des variables explicatives et les différences premières des erreurs.

(4) Generalized Method of Moments.

Cependant, pour prendre en compte l'ensemble des sources potentielles de biais énumérées, nous avons préféré appliquer dans notre étude la spécification économétrique développée par Blundell et Bond (1998) reposant sur la méthode dite du Système GMM (5). Cette approche instrumentalise les variables indépendantes avec leurs différences retardées et avec leurs niveaux retardés. Plus précisément, le Système GMM consiste à combiner pour chaque période l'équation en différences premières avec celle en niveaux. Nous considérons ici respectivement pour les équations en niveau et en différence au plus deux et trois retards, c'est-à-dire que les variables explicatives du modèle sont supposées prédéterminées et instrumentées par leurs retards d'au plus deux et trois périodes. Les caractéristiques passées de l'entreprise sont donc utilisées ici comme instruments.

Il conviendra également de considérer la validité des instruments qui doit s'apprécier sous deux angles. Tout d'abord, les instruments utilisés ne doivent pas être corrélés avec les termes d'erreurs (tests d'autocorrélation au premier et deuxième ordre, respectivement AR1 et AR2). Puis, la condition d'exogénéité des instruments (variables retardées) pourra être vérifiée au moyen du test d'Hansen. Nous constatons ainsi que les différents tests réalisés sont concluants pour la spécification retenue. D'une part, le test de suridentification de Hansen (6) ne permet pas de rejeter l'hypothèse de validité des variables retardées en niveau et en différence comme instruments. D'autre part, les tests AR1 et AR2 d'Arellano et Bond (1991) confirment l'auto-corrélation des résidus de premier ordre et l'absence d'auto-corrélation d'ordre deux dans les erreurs de l'équation en différences premières (7). Enfin, le niveau de significativité et la valeur des coefficients de la variable retardée de performance confirment la nécessité d'une spécification dynamique.

Les résultats présentés dans le tableau 25 mettent en évidence la présence de dépendance ou dynamique temporelle. Ainsi, la performance économique en $t-1$ est fortement positivement corrélée avec celle en t . Ils confirment également les résultats précédents et montrent que, en tenant compte des effets retardés et de la dynamique des comportements des entreprises :

- le score environnement (ENV) a un effet négatif significatif sur la performance ;
- l'interaction entre les scores ressources humaines (HR) et environnement (ENV) a un effet positif significatif sur la performance ; ces deux pratiques sont donc complémentaires ;
- l'interaction entre les scores ressources humaines (HR) et comportement vis-à-vis des clients et fournisseurs (CS) a un effet négatif significatif sur la performance ; ces deux stratégies sont donc substituables ;
- l'interaction entre les scores ressources humaines (HR) et droits de l'homme (HRTS) a un effet positif significatif sur la performance ; ces deux critères sont donc complémentaires ;
- l'interaction entre les scores environnement (ENV) et comportement vis-à-vis des clients et fournisseurs (CS) a un effet positif significatif sur la performance, ces deux pratiques sont donc complémentaires ;

Prendre en compte la dynamique permet ainsi à la fois de conforter et de préciser les résultats obtenus précédemment.

(5) Les estimations ont été effectuées à l'aide du logiciel Stata 10 à partir de la commande Xtabond2 développée par Roodman (2006).

(6) Pour le test d'Hansen, la statistique reportée suit une loi du χ^2 pour l'hypothèse nulle de validité des instruments utilisés.

(7) Pour les deux tests d'autocorrélation, l'hypothèse nulle est respectivement l'absence d'autocorrélation de premier ordre des erreurs de l'équation en différence, noté AR(1) et l'absence d'autocorrélation de second ordre des erreurs de l'équation en différence, noté AR(2). Si les termes d'erreurs ne sont pas corrélés, nous devrions observer la présence significative d'une autocorrélation du premier ordre des résidus et rejeter la présence d'une autocorrélation du second ordre. Il est alors possible de conclure que les résidus sont non corrélés et que la condition sur les moments est correctement spécifiée.

Tableau 25 : Scores RSE (ajustés au secteur) et performance – approche dynamique

(890 observations)

Variables	Coeff.	Écart-type
L.ROA	0,477***	0,033
HR score	- 0,111	0,395
ENV score	- 0,475**	0,164
CS score	0,588	0,514
HRTS score	0,182	0,491
HR * ENV	0,143**	0,070
HR * CS	- 0,552*	0,318
HR * HRTS	0,561**	0,292
ENV * CS	0,580**	0,239
ENV * HRTS	- 0,334	0,288
CS * HRTS	- 0,332	0,440
Lsales	- 0,090***	0,013
R & D ratio	0,005*	0,003
No R & D	- 0,257***	0,034
Debt ratio	- 0,115***	0,013
Pays dummies	OUI	
Secteurs dummies	OUI	
Années dummies	OUI	
AR1	P = 0,000	
AR2	P = 0,312	
Hansen test	P = 0,788	

*** p 0,01 ; ** p 0,05 ; * p 0,10

Discussion et conclusion

Les résultats que nous avons obtenus mettent en évidence que quatre grands facteurs jouent un rôle dans l'analyse des liens entre RSE et performance :

- *Le contexte macroéconomique et la conjoncture :*

La crise a en effet modifié en profondeur le sens du lien RSE performance pour toutes les dimensions considérées.

L'interaction entre les scores ressources humaines et clients et fournisseurs a un effet significatif sur la performance négatif avant 2007, mais qui devient positif après 2007.

De même c'est après 2007 que le score ressources humaines a un effet positif sur la performance et que le score environnemental a un effet négatif sur la performance.

La crise semble avoir renforcé l'importance de la responsabilité vis-à-vis des parties prenantes directes que sont les salariés et les clients et des fournisseurs.

- *Les caractéristiques des entreprises, en particulier le régime réglementaire et le secteur d'activité :*

– Concernant le contexte réglementaire, le score ressources humaines affecte positivement la performance de l'entreprise dans tous les pays mais plus intensément dans les pays avec une réglementation RSE non contraignante. Par ailleurs, dans les pays avec une réglementation RSE non contraignante, le score environnemental et l'interaction entre les scores ressources humaines et clients et fournisseurs affectent négativement la performance.

Concernant le secteur d'activité, le lien RSE-performance n'est pas le même pour les entreprises industrielles et les entreprises non industrielles. Les entreprises non industrielles semblent privilégier la responsabilité à l'égard des salariés, au détriment de l'environnement.

• *La nature des stratégies déployées, notamment en terme de sous critères RSE :*

Le lien RSE-performance de l'entreprise dépend positivement des dimensions suivantes :

- Dans le domaine ressources humaines, c'est l'interaction entre les critères compétences-carrières et conditions de travail qui a un effet significatif et positif ;
- Dans le domaine relation clients et fournisseurs, c'est l'intégrité des affaires et son interaction avec la sécurité des produits qui a un impact significatif et positif ;
- Dans le domaine des droits de l'homme, les deux dimensions respects des droits de l'homme et du travail sont significatifs et positifs ; mais l'interaction entre ces dimensions a un effet négatif sur la performance.

• *La nature des synergies (complémentarités) et des arbitrages (substituabilités) entre les différentes dimensions, conformément à nos hypothèses de recherche, compte tenu de la nature dynamique temporelle entre RSE-performance.*

Trois couples de dimensions de la RSE apparaissent comme complémentaires sont :

- Ressources humaines et Environnement (HR et ENV).
- Ressources humaines et Droits de l'homme (HR et HRTS).
- Environnement et Clients et fournisseurs (ENV et CS).

Un couple de dimensions de la RSE apparaît comme substituable :

- Ressources humaines et Clients et fournisseurs (HR et CS).

Autrement dit le modèle RSE le plus performant est celui qui répond aux attentes des parties prenantes à la fois directes que sont les salariés ou les clients et fournisseurs, et indirectes (environnement ou droits de l'homme). En revanche, répondre simultanément aux attentes des parties prenantes uniquement directes semble l'objet de conflits d'intérêt ou d'attentes contradictoires, de sorte que c'est plutôt un arbitrage entre ces deux types de parties prenantes qui semble payant en terme de performance de l'entreprise.

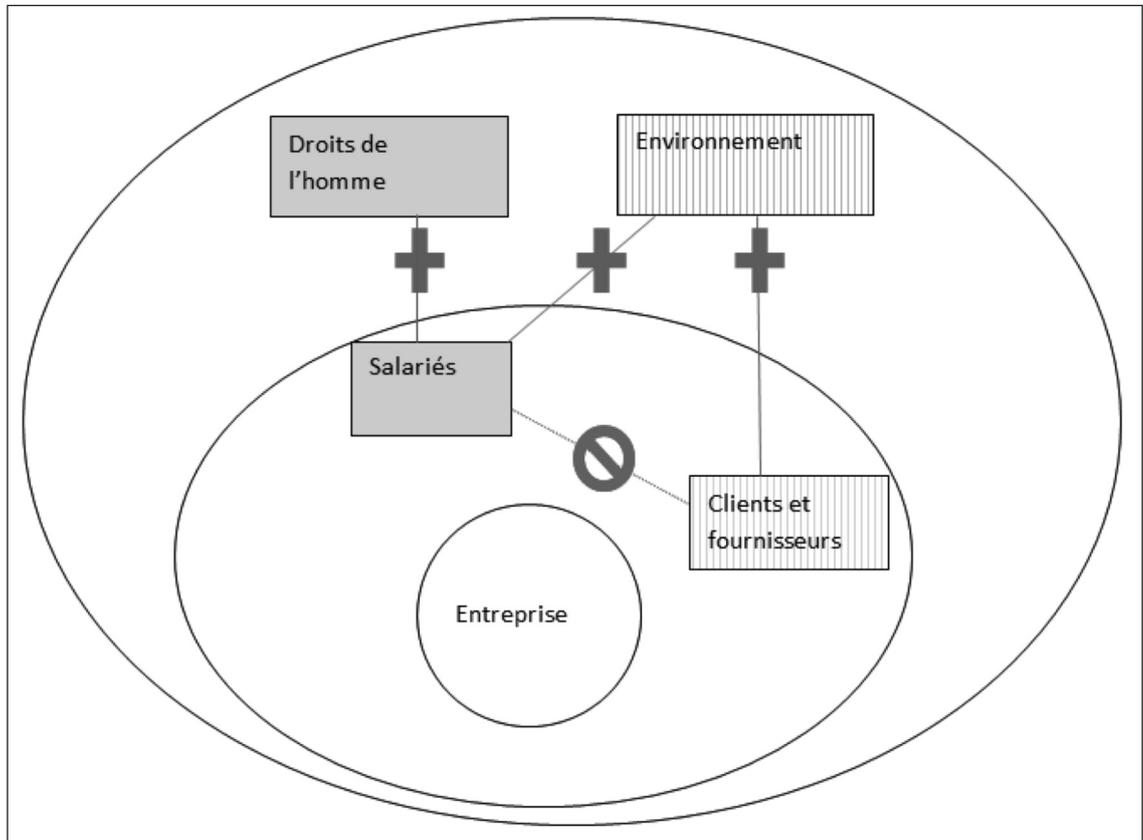
Tout se passe donc comme si les entreprises trouvent rentable de répondre aux attentes de parties prenantes dont les intérêts ne rentrent pas directement en concurrence pour l'entreprise et sont relativement moins proches par exemple que les salariés et les clients et fournisseurs, deux catégories de parties prenantes face auxquelles les entreprises ont tendance à répondre alternativement ou isolément.

Par rapport aux hypothèses que nous avons formulées dans la partie 2, nous obtenons les résultats suivants :

Hypothèses	HR & ENV	HR & CS	HR & HRTS	ENV & CS	ENV & HRTS	CS & HRTS
H1 : Complémentarité (effet synergies)	OUI	NON	OUI	OUI	NON	NON
H2 : Substitutabilité (effet sur-investissement)	NON	OUI	NON	NON	NON	NON

Graphiquement, si l'on s'appuie sur le schéma proposé en figure 1, on obtient une représentation des interactions dans la figure 7.

Figure 5 : Effets de synergies / arbitrages entre les différentes parties prenantes dans le lien RSE-performance



Autrement dit les synergies semblent importantes entre les dimensions sociales et sociétales (droits de l'homme et environnement) comme levier de performance économique, les entreprises ayant intérêt à répondre aux attentes de ces parties prenantes à la fois directes (primaires) et indirectes (secondaires) conjointement.

À l'inverse, les entreprises semblent plutôt privilégier un arbitrage entre certaines parties prenantes directes (salariés d'une part, et clients et fournisseurs d'autre part), afin d'éviter le risque de surinvestissement qui pourrait être perçu comme préjudiciable à la performance économique par exemple parce que les attentes de ces parties prenantes proches et indispensables seraient conflictuelles (entreraient en compétition du point de vue de la direction), cet effet tendant à s'atténuer depuis la crise.

Ces résultats diffèrent de l'étude de Cavaco et Crifo (2014), qui montrait que sur la période d'avant la crise (2002-2007), deux dimensions étaient complémentaires (ressources humaines et relation avec les clients et les fournisseurs), et deux dimensions étaient substituables (environnement et relation avec les clients et fournisseurs). Notons toutefois que ces résultats se fondaient sur une mesure plus exigeante de la performance ESG : il ne s'agissait pas des scores E, S ou G mais de la position de meneur ou de suiveur de l'entreprise au sein de son secteur vis-à-vis de ces différentes dimensions.

Autrement dit non seulement la crise semble avoir renforcé l'importance de la responsabilité vis-à-vis des parties prenantes directes que sont les salariés et les clients et des fournisseurs, mais elle permettrait également de mesurer un effet de la performance RSE via le score (en valeur absolue) plutôt que le score ajusté au secteur sur la performance économique.

BIBLIOGRAPHIE

- Arellano M., Bond S.** (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, **58**, 277-97.
- Barnea A., Rubin A.** (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, **97**, 71-86.
- Barnett M.-L., Salomon, R.-M.** (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, **27**, 1101-1156.
- Becchetti L., Ciciretti R., Conzo P.** (2013), The Legal Origins of Corporate Social Responsibility. CEIS Working Paper n° 291.
- Benabou R., Tirole J.** (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, **77**, 1-19.
- Berman S.-L., Wicks A.-C., Kotha S., Jones T.-M.** (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, **42**, 488-506.
- Bird R., Hall A., Momente F., Reggiani F.,** (2007). What corporate social responsibility activities are valued by the market? *Journal of Business Ethics*, **76**, 189-206.
- Bonnafous-Boucher M., Dahl Rendtorff J.** (2014). *La théorie des parties prenantes*. Repères La découverte.
- Botero J.-C., Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.** (2004). The regulation of labor. *Quarterly Journal of Economics*, **119**(4), 1339-1382.
- Brammer S., Pavelin S.,** (2006). Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit. *Journal of Management Studies*, **43**(3), 435-455.
- Cai Y., Jo H. and Pan C.** (2012). Doing well while doing bad? CSR in controversial industry sectors, *Journal of Business Ethics*, **108**, 467-80.
- Cameli A., Gilat G., Waldman D.A.** (2007). The role of perceived organizational performance in organizational identification, adjustment and job performance. *Journal of Management Studies*, **44**, 972-92.
- Capelle-Blancard G., Petit A.** (2013). The weighting of CSR dimensions: Does one size fit all? Document de Travail Université Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Cavaco S., et Crifo P.** (2014). CSR and Financial Performance: Complementarity between environmental, social and business behaviours. *Applied Economics*. **46**(27), 3323-3338.
- Cellier A., Chollet P.** (2011). The Impact of Corporate Social Responsibility Rating Announcements on European Stock Prices, International Conference of the French Finance Association (AFFI), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836902.
- Cellier A., Chollet P., Gajewski JF.** (2011). Les annonces de notations extrafinancières véhiculent-elles une information au marché ? *Finance Contrôle Stratégie*, **14**(3), 5-38.
- Cespa G., Cestone G.** (2007). Corporate Social Responsibility and Managerial Entrenchment. *Journal of Economics & Management Strategy*, **16**(3), 741-771.
- Clarkson M.** (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, **20**, 92-117.
- Commission européenne** (2011). *A renewed EU strategy 2011-14 for corporate social responsibility*, Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Com. 681 final., 6.
- Crifo P., Forget V.** (2015). The Economics of Corporate Social Responsibility: A Firm Level Perspective Survey. *Journal of Economic Surveys*. **29**(1), 112-130.

- Crifo P., Forget V., Teyssier S.** (2015). The Price of Environmental, Social and Governance Practices Disclosure: An experiment with professional private equity investors. *Journal of Corporate Finance*, **30**, 168-194.
- Crifo P., Reberlioux A.** (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'économie Financière*, 117 : 205-223.
- Deakin S., Reberlioux A.** (2009), Corporate Governance, Labour Relations and Human Resource Management in the UK and France : Convergence or Divergence?, in Touffut, J.-P. (ed), *Does Company Ownership Matter?*, Edward Elgar, Chapitre 5.
- Derwall J., Gunster N., Bauer R., Koedijk K.** (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, **61**, 51-63.
- Dold M.** (2009). Business and Human Rights Case Study: The Ford Approach Towards Human Rights and Business Integration, in Gula, L. (Ed), *Embedding human rights in business practice III*. New York: United Nations Global Compact.
- Freeman E.** (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman: Boston, MA.
- Frooman J.** (1997). Socially irresponsible and illegal behaviour and shareholder wealth: A meta-analysis of event studies. *Business and Society*, **36**: 221–249.
- Goel A., Thakor A.** (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, **63**, 2737-2784.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A.** (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, **118**, 107-55.
- Griffin J.-J., Mahon J.-F.** (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty five years of incomparable research. *Business and Society*, **36**, 5-31.
- Hamilton J.-T.** (1995). Pollution as news: Media and stock market reactions to the toxics release inventory data. *Environmental Economics and Management*, **28**, 98-113.
- Harjoto M., Jo H.** (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of Business Ethics*, **100**, 45-67.
- Hillman A.-J., Keim. J.-D.** (2001). Shareholder value, stakeholder management and social issues: whats the bottom line? *Strategic Management Journal*, **22**, 125-39.
- Jensen M.-C., Meckling, W.** (1976). Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-60.
- Lussier R.N.** (2008). *Management Fundamentals: Concepts, Applications, Skill Development*, Cincinnati: South Western College Publishing.
- Manescu, C.** (2011). Stock returns in relation to environmental, social and governance performance: Mispricing or compensation for risk? *Sustainable Development*, **19**, 95-118
- Margolis J., Elfenbein H., Walsh J.** (2009), Does it pay to be good... and does it matter? A meta-analysis and redirection of research on corporate social and financial performance, Document de Travail Harvard University.
- Margolis J., Walsh J.** (2003). Misery loves companies: rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, **48**, 268-305.
- Milgrom P., Roberts J.** (1995). Complementarity and fit: strategy, structure and organizational change in manufacturing. *Journal of Accounting and Economics*, **19**, 179-208.
- Mitchell R.-K., Agle B.-R., Chrisman J.-J., Spence L.-J.** (2011). Toward a theory of stakeholder salience in family firms. *Business Ethics Quarterly*, **21**, 235-55.
- Mitchell R.-K., Agle B.-R., Wood D.-J.** (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, **22**, 853-86.
- Orlitzky M., Schmidt F.-L., Rynes S.-L.** (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, **24**: 403-441.

Portney P.-R. (2008). The (not so) new corporate social responsibility: An empirical perspective, *Review of Environmental Economics and Policy*, **2**: 261-275.

Renneboog L., Horst J.-T., Zhang C., (2008), Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior », *Journal of Banking and Finance*, **32**(9), 1723-1742.

Rubinstein M. (2006), Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise. Une analyse en termes d'isomorphisme institutionnel, *Revue d'Economie Industrielle*, **113**, 83-105.

Scholtens B. (2008). A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance. *Ecological economics*, **68**, 46-55.

Tang Z., Hull C.-E., Rothenberg A. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR-financial performance relationship, *Journal of Management Studies*, **49**, 1274-303.

Van Beurden P., Gössling T. (2008). The worth of values. A literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, **82**: 407-424.





MAISON DE LA CFE-CGC – 59-63 RUE DU ROCHER – 75008 PARIS • www.cfecgc.org
Tél. 01.55.30.12.12 • Fax 01.55.30.13.13 • E-mail : economie@cfecgc.fr

CONFÉDÉRATION FRANÇAISE DE L'ENCADREMENT - CGC

ISBN : 978-2-916375-47-2